



BLACKPARTNERS

DORADZTWO STRATEGICZNE I FINANSOWE DLA MŚP

FUZJE I PRZEJĘCIA

PRZEWODNIK DLA
MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

Szanowni Państwo,

Fuzje i przejęcia (M&A) to coraz popularniejszy sposób na rozwój przedsiębiorstwa. Transakcje kapitałowe pozwalają uzyskać znaczną przewagę konkurencyjną i rozpocząć ekspansję na nowe obszary działalności. Jest to także jedna z najtrudniejszych decyzji finansowych i strategicznych, jaką musi podjąć właściciel przedsiębiorstwa. Determinuje ona nie tylko możliwości dalszego rozwoju, ale także przyszły kształt przedsiębiorstwa.

Poniższy przewodnik ma za zadanie przybliżyć Państwu proces kupna/sprzedaży firmy lub pozyskiwania inwestora. Został przygotowany w taki sposób, aby był łatwy do przyswojenia i jak najbardziej praktyczny. Mamy nadzieję, że dzięki temu działalność M&A nie będzie miała dla Państwa tajemnic i z powodzeniem będą Państwo zamykać transakcje biznesowe. Chcemy przybliżyć Państwu działalność M&A i pokazać, że dobrze zaplanowana i przeprowadzana transakcja daje możliwość wielokrotnego zwiększenia prowadzonego biznesu.

Z przyjemnością oddajemy w Państwa ręce poniższą publikację, zapraszamy do lektury i współpracy z Blackpartners. Wspólnie możemy osiągnąć ponadprzeciętne rezultaty zwiększając wartość Państwa biznesu.

Z wyrazami szacunku,
Zespół Blackpartners



Spis treści

Wstęp	2
Strategia transakcji i dobór inwestora	4
Inwestor finansowy	5
Inwestor branżowy	7
Transakcja a rozwój przedsiębiorstwa	8
Faza seed i start up	10
Faza rozwoju	11
Faza ekspansji	12
Faza dojrzałości	14
Transakcja z praktycznego punktu widzenia	15
Cele, struktura, strategia: opracowanie modelu sprzedaży	16
Baza inwestorów	16
Teaser	17
Nawiązanie kontaktu i wysyłka teasera	17
Wyrażenie zainteresowania	17
Umowa o zachowaniu poufności	17
Wycena przedsiębiorstwa	18
Memorandum informacyjne	23
Kontakt z inwestorami	24
Oferty wstępne	24
Krótką listą	24
List intencyjny	24
Data room	25
Badanie due diligence	25
Prezentacja zarządu	26
Negocjacje	26
Podpisanie kompletu umów i zamknięcie transakcji	27
Załącznik	29

Wyłączenie odpowiedzialności cywilnej

Niniejszy biuletyn nie zastępuje indywidualnego doradztwa finansowego.

Wydanie biuletynu nie oznacza przyjęcia przez Blackpartners Sp. z o.o odpowiedzialności cywilnej.

Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie niniejszego biuletynu.

STRATEGIA TRANSAKCJI I DOBÓR INWESTORA

Istnieje wiele możliwości rozwoju firmy. Kluczową decyzją dla przedsiębiorstwa, które realizuje strategię wzrostu poprzez transakcję jest wybór właściwego inwestora.

Strona inicjująca proces musi dobrać kryteria selekcji inwestorów, których spełnienie jest jednocześnie zaproszeniem do udziału w transakcji.

Jedynie dokładna analiza i selekcja potencjalnych inwestorów gwarantuje atrakcyjne oferty, a tym samym korzystniejszą transakcję.

Ze względu na realizowaną strategię inwestorów możemy podzielić na dwie grupy:

- inwestorów finansowych
- inwestorów strategicznych



INWESTOR FINANSOWY

Jego głównym motywem działania jest zwrot z inwestycji, ponieważ udziały w przedsiębiorstwie są traktowane jako inwestycje finansowe (lokaty). Dokonywana jest zatem analiza spodziewanych zysków oraz ryzyka jakie podejmuje inwestor. Pod uwagę bierze się spodziewany horyzont czasowy inwestycji, ograniczenia podejmowanych ryzyk, możliwość uzyskania zysku ponadprzeciętnego z inwestycji przy podejmowanym ryzyku oraz łatwości sprzedaży udziałów (wyjścia z inwestycji).

Inwestor finansowy zazwyczaj nie ingeruje w zarządzanie spółką, dopóki założone cele i strategię są realizowane. Stopień i sposób zaangażowania w nadzór i wywierania wpływu zazwyczaj jest ustalany w procesie transakcji. Często inwestor finansowy uczestniczy w kształtowaniu strategii przedsiębiorstwa oraz w wyborze kluczowych menedżerów. Horyzont czasowy zaangażowania inwestora strategicznego wynosi 2 do 4 lat.

- **Wsparcie finansowe**

Pozyskanie inwestora finansowego umożliwia otrzymanie dodatkowych środków na rozwój, podwyższenie kapitału własnego przedsiębiorstwa oraz polepszenie zdolności kredytowej spółki. Inwestor finansowy wpływa na pozytywną ocenę wiarygodności spółki przez instytucje finansowe, co ułatwia pozyskanie finansowania dłużnego. Ten wzrost jest wynikiem selekcji, której dokonuje inwestor finansowy.

Dzięki transakcji przedsiębiorstwo pojawia się w mediach, zyskuje rozgłos, co pozytywnie wpływa na rozpoznawalność marki oraz rozpowszechnienie produktów i usług.

- **Wsparcie w zarządzaniu**

Z uwagi na fakt, że inwestorzy finansowi często angażują się w różne przedsięwzięcia, mają oni duże doświadczenie w zakresie przygotowywania strategii, usprawniania zarządzania i struktury organizacyjnej, optymalizacji działalności operacyjnej oraz zarządzania finansami. Dzięki kontaktom i szerokiej wiedzy, przedsiębiorstwo otrzymuje wsparcie w działalności operacyjnej. Jednakże, może to prowadzić do zmniejszenia autonomii dotychczasowych właścicieli i zarządzających.

- **Podział zysków**

Inwestorzy finansowi zakładają określoną stopę zwrotu z inwestycji (IRR - wewnętrzna stopa zwrotu), której realizacja nastąpi w momencie wyjścia z inwestycji (debiut giełdowy lub zaangażowanie inwestora branżowego). Wiąże się z tym brak zainteresowania otrzymywaniem dywidend w okresie inwestycji, gdyż mniejsza stopa reinwestycji zysku powodowałaby zmniejszenie ostatecznej wartości przedsiębiorstwa. Ze wzrostu spółki korzysta nie tylko inwestor, ale również przedsiębiorca.



PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL

Do najpopularniejszych inwestorów finansowych należą fundusze Private Equity, które inwestują w spółki na rynku niepublicznym, w celu zapewnienia sobie zysków średnio- i długoterminowych z wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Jednym z rodzajów Private Equity jest Venture Capital, który skupia się na inwestycjach w spółki w bardzo wczesnej fazie rozwoju, wspomagając jej uruchomienie i ekspansję. Podejmując wysokie ryzyko, podmioty te oczekują bardzo wysokich stóp zwrotu. Na polskim rynku rozróżnienie Private Equity i Venture Capital w praktyce nie występuje.

Szukając funduszy VC/PE warto szukać wśród polskich i europejskich stowarzyszeń skupiających te podmioty.

Zespół Blackpartners rekomenduje szczególnie takie podmioty jak:



Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych
www.psik.org.pl



European Private Equity & Venture Capital Association
www.evca.eu

INWESTOR BRANŻOWY

Przedsiębiorstwo musi kształtować strategię wzrostu. Biorąc pod uwagę rosnącą konkurencję oraz rozmiar spółki, rozwój organiczny często okazuje się niemożliwy. Obecność dodatnich przepływów pieniężnych sprawia, że realny staje się wzrost przez przejęcia. Inwestor branżowy jest podmiotem, który inwestuje w przedsiębiorstwa, umożliwiające mu dalszy rozwój, zdobycie nowych rynków, produktów, rozwiązań, dostawców.

Tym samym, jego oczekiwania są różne od tych, prezentowanych przez inwestora finansowego.

Udział inwestora w strategii

Fakt przejęcia przedsiębiorstwa jest dla inwestora elementem budowania wzrostu. To potencjał wzrostu jest zwrotem z inwestycji, której horyzont czasowy jest nieokreślony. Efekt synergii po transakcji jest możliwy do osiągnięcia, ponieważ zwykle inwestor i przejmowane przedsiębiorstwo należą do jednego sektora lub są komplementarne. Oznacza to, że celami transakcji mogą być:

- **Integracja pionowa** – przejęcie lub fuzja między spółkami, efektem którego jest możliwość wytwarzania jednego produktu albo usługi, np. przejęcie dostawcy lub odbiorcy
- **Integracja pozioma** – przejęcie lub fuzja między spółkami, które wytwarzają podobne produkty lub usługi, efektem którego jest zwiększenie udziałów w rynku i efektu skali.

Zaangażowanie w zarządzanie

Celem inwestora branżowego jest osiągnięcie pełnej integracji z przejmowaną spółką (ujednolicenie systemu finansowego, systemu zarządzania i struktury organizacyjnej). Zazwyczaj istotna jest też unifikacja marki. Jego wsparcie działalności operacyjnej przejmowanego podmiotu polega na dzieleniu się wiedzą, zapleczem technicznym i kadrowym. Znaczne zaangażowanie w zarządzanie nie wyklucza wsparcia dotychczasowych właścicieli w realizacji strategii rozwoju w obszarach specjalizacji spółki oraz wzrostu na rynku. Inwestor branżowy pomaga w realizacji wspólnie przygotowanej strategii, zdobywaniu nowych rynków oraz ewentualnej konsolidacji (podmiot konsolidujący).

Wsparcie finansowe

Inwestor branżowy angażuje się także finansowo, co sprawia, że wiarygodność i zdolność kredytowa przejmowanego przedsiębiorstwa wzrasta.

TRANSAKCJA A ROZWÓJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Naturalnym procesem w organizacji jest rozwój organiczny, który polega na stopniowym wzroście wewnętrznym przedsiębiorstwa (znaczej poprawie efektywności ekonomicznej, technologicznej, organizacyjnej).

Jednak, w momencie gdy działalność przedsiębiorstwa została już zoptymalizowana i potencjalny dalszy rozwój nie jest możliwy przy danych zasobach, rozwiązaniem staje się wzrost zewnętrzny czyli fuzja lub przejęcie innej spółki.

Słabym spółkom transakcja umożliwia uniknięcie bankructwa, natomiast silne mają szanse na szybki wzrost i wzmocnienie pozycji na rynku. Dzięki transakcjom rynkowym możliwy jest dalszy rozwój przedsiębiorstwa.

Zarówno branża, rodzaj produktów lub usług, a także faza rozwoju spółki determinują oczekiwania stron, korzyści i ryzyka transakcji.

Efekty synergii

Pozytywnymi rezultatami transakcji fuzji i przejęć są efekty synergii które dzielą się na:

- technologiczne (rozwój i optymalizacja technologii dzięki połączeniu baz wiedzy, know-how i rozwiązań technicznych)
- rynkowe (umocnienie pozycji połączonego przedsiębiorstwa na rynku, wzrost udziału w rynku)
- produkcyjne (usprawnienie procesu produkcyjnego, integracja rozwiązań stosowanych w łączonych spółkach, poprawa efektywności operacyjnej)
- zakupowe (większa spółka ma zwiększoną siłę w negocjacjach z dostawcami, rabaty)
- finansowe (ograniczenie kosztów i poprawa efektywności, wyższa wiarygodność kredytowa i możliwość obniżenia kosztu kapitału).

Fuzje i przejęcia są procesami kosztownymi, skomplikowanymi merytorycznie i organizacyjnie.

Sposób ich przeprowadzenia musi być zindywidualizowany i zależy od czasu trwania transakcji, warunków oraz uczestników (sprzedawcy i kupującego).

Obserwując dokonywane transakcje fuzji i przejęć można uogólnić, że:

- transakcja często jest elementem strategii rozwoju przedsiębiorstwa i nie oznacza zakończenia działalności firmy i odejścia właścicieli;
- bez względu na etap rozwoju spółki, zawsze istnieją inwestorzy, którzy są zainteresowani wsparciem właścicieli w rozwijaniu działalności;
- odseparowanie biznesu operacyjnego (działań właścicieli i menedżerów) i procesu transakcyjnego (działań doradcy) jest kluczowe dla podwyższenia efektywności i osiągnięcia najlepszych możliwych warunków transakcji.

Każdy etap rozwoju firmy charakteryzuje się określonymi oczekiwaniami dotyczącymi wzrostu, przychodów, kosztów.

Wspólne cechy przedsiębiorstw znajdujących się w danej fazie wskazują wielkość zapotrzebowania na finansowanie inwestycji rozwojowych oraz charakterystyczne ograniczenia (niska ocena wiarygodności kredytowej), a także preferowane źródła finansowania, które są dostępne dla spółki mimo wysokiego ryzyka.

Większość przedsiębiorstw bez wsparcia inwestora branżowego lub finansowego nie jest w stanie przejść do fazy ekspansji i dojrzałości. Taka współpraca wyraźnie zwiększa szanse spółki na przetrwanie i kontynuowanie strategii wzrostu.



FAZA SEED I START UP

Seed i start up Czas od pomysłu na biznes, przez zarejestrowanie działalności gospodarczej, do jej rozpoczęcia i pierwszej sprzedaży.

Finansowanie i rozwój

Na etapie seed przedsiębiorcy zajmują się zbieraniem pomysłów, tworzeniem biznesplanu i projekcji planowanej działalności gospodarczej. W tym okresie firma nie generuje dodatnich przepływów pieniężnych, ponieważ istnieje jedynie w sferze planów i nie jest zarejestrowane. Realizacja biznesplanu wymaga natomiast poniesienia kosztów przez właścicieli.

Start up jest fazą trwającą od rozpoczęcia działalności (rejestracji), do czasu pierwszych zleceń i powstania przychodów ze sprzedaży produktów lub usług.

Pozyskanie finansowania zewnętrznego w tych etapach jest bardzo trudne. O ile w fazie seed zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny jest ograniczone, o tyle start up wymaga już bardzo dużych nakładów inwestycyjnych.

Motywy właściciela w procesie transakcji

- Motywem poszukiwania inwestora może być chęć uzyskania dostępu do jego wiedzy o rynku, umów, relacji z interesariuszami.
- Stworzenie nowych produktów i usług wymaga finansowania, do którego dostęp jest ograniczony ze względu na niską wiarygodność kredytową, brak historii i bieżących wyników finansowych. Alternatywą staje się wtedy inwestor.
- Inwestor branżowy może zapewnić nowemu przedsiębiorstwu wsparcie ze strony doświadczonych pracowników.
- Możliwość przejęcia właściwych standardów działalności od inwestora, dotyczących umów, sprawozdawczości finansowej, controllingu.

Motywy inwestora w procesie transakcji

- Inwestor branżowy może nie być zainteresowany transakcją na tym etapie działalności nowego przedsiębiorstwa, ponieważ nie pokrywa się to z jego motywami i strategią. Taka transakcja może jednak być dla niego atrakcyjna, w przypadku gdy planuje ekspansję na nowy rynek, na którym rozpoczyna swoją działalność nowy przedsiębiorca.
- Inwestor finansowy postrzega transakcję jako inwestycję o wysokim ryzyku, zatem oczekuje też ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

Czynniki sukcesu

- Dokładna analiza rynku.
- Biznesplan i projekcje finansowe (starannie przygotowane dla inwestorów, zawierające elementy utwierdzające inwestorów w przekonaniu, że przedsięwzięcie będzie zyskowne).

FAZA ROZWOJU

Rozwój Okres, w którym wzrasta popyt na produkty lub usługi oferowane przez spółkę i możliwe jest generowanie pierwszych zysków. Przychody przedsiębiorstwa oraz jego udział w rynku rosną.

- **Finansowanie** Wysokie nakłady inwestycyjne zmuszają właścicieli do szukania dodatkowego finansowania zewnętrznego, do którego dostęp jest nadal ograniczony.
- **Transakcja** Dokonane zostały już inwestycje, a ryzyko związane z firmą maleje, ponieważ przedsięwzięcie zostało już częściowo zweryfikowane. Pozyskanie inwestora jest nadal trudne, ze względu na niepewność związaną z perspektywą przyszłego rozwoju.

Rozwój i finansowanie

Ten etap charakteryzuje się rozpoczęciem produkcji na szerszą skalę, rosnącymi przychodami i pierwszymi zyskami. Rosnący popyt stymuluje dalsze inwestycje. Przedsiębiorstwo może być zmuszone do wdrożenia nowszych technologii, rozbudowania zdolności produkcyjnych, podwyższenia efektywności procesów i jakości produktów. Zapotrzebowanie na finansowanie może być też związane z chęcią rozszerzenia oferty asortymentowej. Do podjęcia każdego z tych działań niezbędne są zwiększone nakłady kapitałowe.

Jeżeli pojawiają się możliwości finansowania długiem (kredyt, leasing), to warunki są raczej niekorzystne.

Motywy właściciela w procesie transakcji

- Zaspokojenie potrzeby finansowania.
- Inwestor strategiczny pozwala na rozwój dzięki rozbudowanym kontaktom rynkowym, sieciom dystrybucji oraz silniejszej pozycji w negocjacjach z dostawcami.
- W okresie rozwoju spółki konieczny jest wzrost liczby menedżerów i wykwalifikowanych pracowników. Inwestor strategiczny może stanowić wsparcie w weryfikacji kadry kierowniczej oraz w organizacji szkoleń dla pracowników.

Motywy inwestora w procesie transakcji

- Z uwagi na fakt, że firma odniosła sukces, a potencjalnie konieczne inwestycje są relatywnie niewielkie, inwestor branżowy jest zainteresowany transakcją, która zapewniłaby mu wejście na nowy rynek lub segment.

- Inwestor ma szansę istotnie wpływać na dalszy rozwój spółki poprzez wsparcie organizacyjne, dostęp do dostawców i odbiorców oraz zarządzanie finansami.
- Zwiększenie bezpieczeństwa inwestora jest gwarantowane poprzez wspólne tworzenie strategii i kontrolę jej realizacji.

Czynniki sukcesu

- Staranna strategia transakcji, zawierająca cel pozyskania inwestora.
- Wiarygodna dokumentacja pozwalająca na dokonanie szczegółowej wyceny spółki, dokładne projekcje finansowe oraz strategia, zawierająca plan dalszego rozwoju.
- Konkurencyjność procesu.
- Zabezpieczenie interesu przyszłej kadry menedżerskiej.

FAZA EKSPANSJI

Ekspansja Faza, w której przychody dynamicznie wzrastają, a spółka osiąga wysokie zyski. Nowy asortyment produktów lub usług, nowe kanały dystrybucji i ekspansja na nowe rynki gwarantują wzrost.

- **Finansowanie** Zwiększenie zapotrzebowania na dodatkowy kapitał spowodowane jest rosnącymi potrzebami inwestycyjnymi. Finansowanie długiem staje się dostępne na stosunkowo korzystnych warunkach.
- **Transakcja** Etap ekspansji jest atrakcyjny dla dokonania transakcji, ponieważ przedsiębiorstwo ma już ugruntowaną pozycję na rynku, istnieje historia finansowa oraz wiarygodny zarząd. Ponadto, spodziewany jest dalszy wzrost. Motywem transakcji może być strategia konsolidacji rynku, ekspansji na nowy rynek lub wprowadzenie nowego produktu.

Finansowanie i rozwój

Przedsiębiorstwo rozwija się dynamicznie. Inwestycje podejmowane są głównie w zakresie budowania rozpoznawalności marki, akcji marketingowych, nowych produktów, usług i badania nowych rynków. W celu utrzymania tempa wzrostu spółki konieczna może okazać się akwizycja innej spółki. Rozmiar spółki i skala działania powodują, że ujawnia się nieefektywność dotychczasowych metod zarządzania. Dlatego, niezbędne wydaje się wprowadzenie nowoczesnych systemów zarządzania. Wtedy też najczęściej, profesjonalni menedżerowie zastępują właścicieli na stanowiskach kierowniczych.

Zazwyczaj w tej fazie potrzeby kapitałowe przedsiębiorstwa znacznie przekraczają możliwości finansowe spółki, nawet jeśli osiągnęte zyski są wysokie. Dodatkowe środki są pozyskiwane poprzez kredyty bankowe, leasing lub dzięki zewnętrznemu inwestorowi.



Motywy właściciela w procesie transakcji

- Zaspokojenie potrzeb finansowych przedsiębiorstwa.
- Uzyskanie dostępu do sprawdzonych systemów zarządzania i rozwiązań organizacyjnych.
- Podniesienie kwalifikacji kadry menedżerskiej (pozyskanie nowych specjalistów i dostęp do zasobów wiedzy inwestora).
- Dostęp do kanałów dystrybucji inwestora.

Motywy inwestora w procesie transakcji

- Inwestor strategiczny motywuje swój udział w transakcji dostępem do nowoczesnych rozwiązań (patentów, innowacyjnych produktów), lokalnych rynków oraz klientów.
- Rozwiązania i struktura organizacyjna, które zapewniają sukces.
- Możliwość wywierania znaczącego wpływu na dalszy rozwój spółki.
- prawdziwy zarząd sprawia, że inwestor nie musi ingerować w działalność operacyjną przedsiębiorstwa.
- Znaczny potencjał wzrostu firmy.
- Możliwość istotnych efektów synergii.

Czynniki sukcesu

- Szczegółowe opracowanie struktury transakcji, ceny minimalnej, warunków zawieszających, przygotowanych w oparciu o strategię dalszego rozwoju.
- Wykonanie koniecznej dokumentacji.
- Utrzymanie poufności w procesie kontaktowania się z potencjalnymi inwestorami i zapewnienie wysokiej konkurencyjności.
- Właściwe zapisy w umowie inwestycyjnej w zakresie ograniczenia oświadczeń i gwarancji.
- Osiągnięcie maksymalnej ceny w negocjacjach oraz korzystnych warunków dotyczących sposobu płatności, gwarancji i oświadczeń.
- Zabezpieczenie interesu kadry menedżerskiej.



FAZA DOJRZAŁOŚCI

Dojrzałość W tej fazie przedsiębiorstwo ma ustabilizowaną pozycję na rynku, markę, przepływy pieniężne i marże, a potencjalny wzrost jest ograniczony.

- **Finansowanie** Kredyty, leasing oraz emisje akcji należą do łatwo dostępnych źródeł finansowania.
- **Transakcja** Ustabilizowana sytuacja w przedsiębiorstwie (sprawdzony zarząd i organizacja, przewidywalne przepływy pieniężne) sprzyja sporządzeniu wiarygodnej wyceny, co umożliwia spełnienie oczekiwań cenowych obu stron. Jednakże, ze względu na nikły potencjał wzrostu lidera rynkowego, inwestorzy finansowi często nie są zainteresowani transakcją.

Finansowanie i rozwój

Na tym etapie spółka posiada znaczny rozmiar, udział w rynku i rynkowe marże, jej marka jest rozpoznawalna, a przepływy pieniężne są ustabilizowane. Zdobycie nowych klientów staje się bardzo trudnym wyzwaniem, a głównym zadaniem jest utrzymanie pozycji rynkowej. Ponadto, kluczowe jest wtedy wprowadzenie udoskonaleń organizacyjnych, które wymuszają intensywne szkolenia pracowników.

Nieopłacalne segmenty działalności przedsiębiorstwa muszą być identyfikowane i restrukturyzowane na tym etapie.

Dalszy wzrost przedsiębiorstwa jest możliwy dzięki przejęciom spółek konkurencyjnych (integracja pozioma) lub komplementarnych (integracja pionowa), ponieważ rozwój organiczny jest bardzo ograniczony.

Motywy właściciela w procesie transakcji

- Zmaksymalizowanie zysku w momencie opuszczenia spółki (maksymalizacja ceny w transakcji).
- Ulepszenia organizacyjne.
- Wsparcie przy procesie restrukturyzacji.
- Wsparcie w procesie szkolenia kadr, dostęp do wiedzy.
- Pomoc w walce z konkurencją.
- Realny dalszy rozwój dzięki transakcji przejęcia.

Motywy inwestora w procesie transakcji

- Połączenie dwóch firm umożliwia zdobycie pozycji lidera rynkowego.
- Nabycie marki, sieci dystrybucji i renomy przejmowanego podmiotu.
- Uzyskanie dostępu do nowej bazy klientów.
- Motywem przystąpienia do transakcji może być pomysł dotyczący restrukturyzacji, optymalizacji zarządzania, poprawy wyników lub dezinwestycji w spółce.

Motywy właściciela w procesie transakcji

- Staranne wykonanie due dilligence
- Korzystny wynik negocjacji, maksymalizujący cenę przy określonych zapisach w umowie sprzedaży spółki (np. sposób płatności).
- Umożliwienie konkurencyjnych warunków dla procesu sprzedaży udziałów.

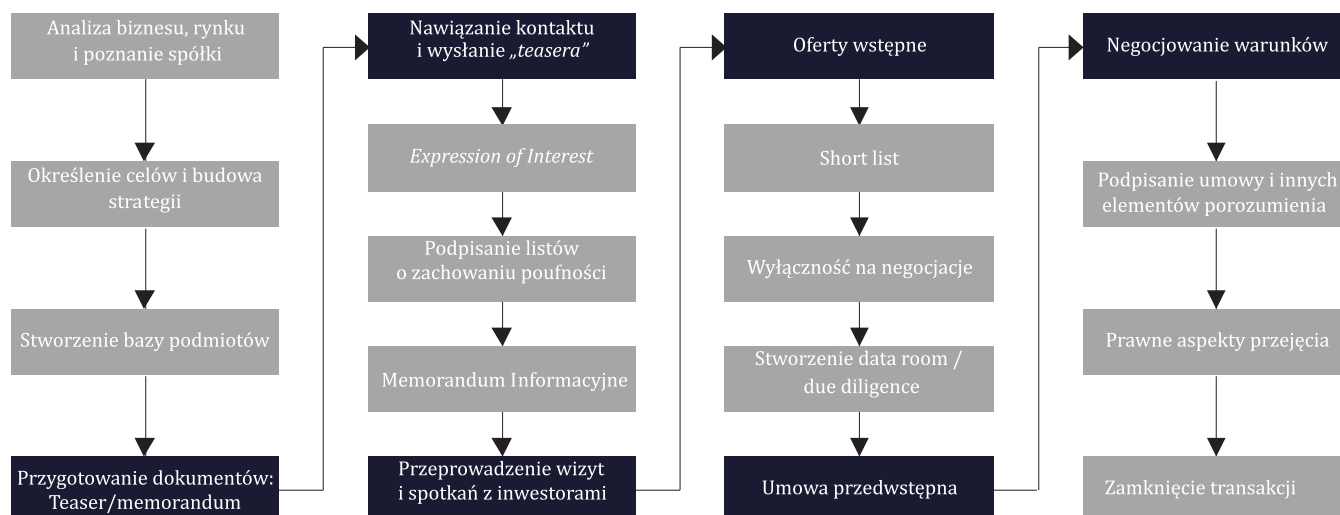
TRANSAKCJA Z PRAKTYCZNEGO PUNKTU WIDZENIA

W praktyce każdy proces sprzedaży lub inne rodzaje przeniesienia własności udziałów firmy odbywa się w inny sposób. Jest to zależne od stopnia skomplikowania, trudności negocjacyjnych, czy determinacji obu stron do zamknięcia transakcji. Istnieją jednakże elementy wspólne dla większości transakcji, takie jak:

- Sporządzenie dokumentacji transakcyjnej;
- Przygotowanie przez inwestora badania due diligence;
- Negocjacje oraz podpisanie odpowiedniej umowy inwestycyjnej;

MIESIĄCE							
I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Analiza rynku i przygotowanie transakcji		Wyrażenie zainteresowania	Oferty wstępne			Podpisywanie umów wiążących	
Długa lista				Okres wyłączności			
Teaser & umowa o zachowaniu poufności	Kontakt z inwestorami		Skorygowanie oferty				Spełnienie warunków zawieszających
	Memorandum informacyjne	Kontakt z inwestorami		Negocjowanie zapisów umowy inwestycyjnej wspólnie z doradcą prawnym			Uzyskanie pozwoleń administracyjnych
	Prognozy finansowe						Zamknięcie transakcji
		Przygotowanie data room					
			Badanie due diligence			Współpraca z inwestorem w zakresie spełnienia warunków zawieszających i uzyskania pozwoleń administracyjnych	
			Prezentacja Zarządu			Ewentualne przygotowanie informacji do potwierdzającego DD	

Poniższy schemat ilustruje możliwy do wystąpienia proces, uwzględniający potencjalne elementy.



CELE, STRUKTURA, STRATEGIA: OPRACOWANIE MODELU SPRZEDAŻY

Potencjalna transakcja powinna zawsze być poprzedzona analizą ryzyk oraz korzyści z nią związanych. Właściciel poszukujący inwestora powinien sprecyzować poniższe kwestie:

- czy transakcja będzie oznaczała wyjście z biznesu przez jego aktualnych właścicieli czy planowana jest współpraca z nowym udziałowcem?
- jeżeli transakcja jest elementem rozwoju firmy, jaki pakiet udziałów (kontrolny czy mniejszościowy) powinien zostać sprzedany?
- czy pożądanym jest partner branżowy czy finansowy?
- jeżeli transakcja ma na celu realizację zysków, ile ma wynosić minimalna cena do zaakceptowania?
- przez jaki okres czasu, w takim wypadku, aktualni właściciele są gotowi pozostać w firmie, aby usprawnić proces integracji z przedsiębiorstwem kupującym?

Odpowiedzi na powyższe pytania są kluczowe do obrania odpowiedniej strategii prowadzenia transakcji - doboru inwestorów, negocjowania zapisów umowy, maksymalizacji korzyści oraz minimalizowania ryzyk z nią związanych.

BAZA INWESTORÓW

Na podstawie tak spreparowanej strategii działania powstaje tzw. długa lista potencjalnych inwestorów. Należy pamiętać, iż jakość doboru i liczba nabywców ma swoje odzwierciedlenie w późniejszej ocenie efektywności transakcji.

Wybierając inwestora branżowego, kryterium doboru będzie zależne od rynku, na jakim działa, wielkości firmy (np. mierzonej wolumenem przychodów ze sprzedaży), wyniku finansowego, geograficznego obszaru działalności, doświadczenia w przeprowadzaniu transakcji oraz od struktury właścicielskiej. W przypadku inwestorów finansowych kryteriami będą: specjalizacja branżowa i geograficzna, cykl inwestycyjny oraz skala dokonywanych inwestycji.

Kompleksowa selekcja inwestorów zaproszonych do tego typu transakcji jest niezwykle istotna, ponieważ ich liczba nie może przekroczyć 99 podmiotów – w przeciwnym przypadku prawo przewiduje zastosowanie procedur oferty publicznej. Dużym wsparciem w procesie doboru inwestorów jest doradca, ponieważ dysponuje on wiedzą na temat rynku i podmiotów na nim działających poprzez dostęp do baz danych oraz placówek zagranicznych. Oczywiście ostateczna lista potencjalnych inwestorów zależy od klienta.

TEASER

Teaser jest krótką i jawną informacją (2 strony) dla wybranej grupy podmiotów zachęcającą potencjalnych inwestorów do wzięcia udziału w transakcji. Przedstawia on zazwyczaj przedmiot transakcji, krótką charakterystykę rynku, na którym działa spółka, dane makroekonomiczne, dane na temat samej spółki (historia, podstawowe dane finansowe, zakres działalności, źródła przewagi konkurencyjnej, szanse rozwojowe) oraz planowany przebieg transakcji.

DYSTRYBUCJA TEASERA

W procesie tworzenia długiej listy inwestorów ważne jest pozyskanie bezpośrednich danych kontaktowych (imię, nazwisko, funkcja, e-mail, telefon) osoby odpowiedzialnej za transakcję przejęcia po stronie potencjalnego inwestora.

W przypadku średniej wielkości podmiotów będzie to prezes zarządu lub dyrektor finansowy, natomiast w dużych spółkach najczęściej istnieje dział odpowiedzialny za rozwój przedsiębiorstwa poprzez przejęcia. Teaser jest właśnie bezpośrednio skierowany do tak zidentyfikowanej osoby odpowiedzialnej. Wstępna rozmowa telefoniczna z taką osobą oznacza, że powinna spodziewać się ona otrzymania dokumentu.

WYRAŻENIE ZAINTERESOWANIA

Reakcją na wysłanie teasera może być wyrażenie zainteresowania transakcją przez potencjalnych inwestorów, dostarczone drogą mailową, pocztową lub faksem zwykle po upływie 2-3 tygodni.

UMOWA O ZACHOWANIU POUFNOŚCI

Umowa taka, zwana również listem lub zobowiązaniem do zachowania poufności, jest zabezpieczeniem strony sprzedającej przed niepożądanym wykorzystaniem informacji przekazywanych w ramach transakcji sprzedaży przez potencjalnych inwestorów.

Umowa ta definiuje informacje poufne, określa ich przeznaczenie jak również sposób ich przekazywania stronom trzecim, którymi mogą być doradcy potencjalnego inwestora. Przedstawia również odpowiednie zapisy prawa i sądownictwa stosowane w przypadku naruszenia praw/obowiązków wynikających z dokumentu.

Umowa powinna także precyzować czas obowiązywania oraz klauzule o niezatrudnianiu kluczowych pracowników, a w przypadku rezygnacji z transakcji – procedurę zwrotu bądź zniszczenia informacji poufnych.

Ponieważ w praktyce egzekucja zapisów umowy jest trudna, inwestorom przekazuje się zazwyczaj wyłącznie informacje absolutnie konieczne do złożenia oferty wstępnej, aby odpowiednio zabezpieczyć informacje wrażliwe i tajemnice przedsiębiorstwa. Oferta wstępna jest zwykle niewiążąca i warunkowa.

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA

Istnieje kilka powszechnie stosowanych metod wyceny wartości kapitałów własnych spółki. Oczywiście przed ich kalkulacją należy przeanalizować możliwości i ograniczenia zastosowania każdej z nich, po to, aby wybrać najlepszą z punktu widzenia danego przedmiotu i celu. Wyróżniamy zatem trzy metody: **dochodową**, **rynkową** i **majątkową**.

Metody dochodowe

Metody dochodowe pozwalają ustalić wartość podmiotu na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez ów podmiot. Aby wartość przedsiębiorstwa odzwierciedlała stan na dzień sporządzenia wyceny, strumień przyszłych przepływów pieniężnych muszą być poddane dyskontowaniu – stąd nazwa metody DCF (Discounted Cash Flows – zdyskontowane przepływy pieniężne).

Wycena kapitałów własnych metodą dochodową może być kalkulowana dwojako:

- na podstawie *wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy* (tzw. FCFE),
- na podstawie *wolnych przepływów pieniężnych dla wszystkich dawców kapitału - akcjonariuszy i wierzycieli* (tzw. FCFF).



Wartość kapitałów własnych spółki stanowi sumę wolnych przepływów dla akcjonariuszy (FCFE) lub wszystkich dawców kapitału (FCFF) w okresie prognozy, zdyskontowanych na dzień wyceny, zdyskontowanej wartości rezydualnej przepływów po okresie prognozy oraz wartości aktywów nieoperacyjnych, czyli takich, które nie uczestniczą w generowaniu prognozowanych przepływów. Dodatkowo, w przypadku zastosowania metody FCFF, uzyskaną wielkość należy pomniejszyć o wartość rynkową długu netto na dzień wyceny.

Stopa dyskontowa zależy od wyboru metody i może nią być koszt kapitałów własnych lub średni ważony koszt kapitału, kalkulowany na podstawie modelu wyceny aktywów kapitałowych (tzw. CAPM). Model CAPM jest stosowany zazwyczaj gdy istnieje rozwinięty rynek kapitałowy. Koszt kapitału jest wyrażony jako suma stopy zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka oraz premii za ryzyko związanej z inwestycją.

Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową odbywa się więc w następujących etapach:

- Określenie założeń do prognoz finansowych: skompletowanie prognoz finansowych spółki, wyznaczenie wolnych przepływów pieniężnych, kalkulacja kosztu kapitałów własnych, policzenie bieżącej wartości przepływów pieniężnych (dyskontowanie).
- Analiza wrażliwości wyceny: prognozy finansowe umożliwiają identyfikację czynników mających największy wpływ na wartość przedsiębiorstwa, a ich optymalizacja umożliwia wzrost wartości spółki.
- Sporządzenie raportu z wyceny.

Zastosowanie **metody DCF** umożliwia oszacowanie wartości kapitałów własnych w sposób najbardziej wiarygodny. Zalecane jest jednak zastosowanie co najmniej dwóch metod, aby jak najdokładniej określić rzeczywistą wartość firmy. Ograniczeniami w metodzie dochodowej jest ryzyko błędnej prognozy przyszłych zysków oraz wybór stopy dyskonta.

Metody rynkowe

Metody rynkowe umożliwiają oszacowanie wartości podmiotu poprzez porównanie go do podobnych spółek notowanych lub transakcji kupna/sprzedaży firm podobnych do przedmiotu wyceny i przeprowadzonych w okresie zbliżonym do daty jego wyceny.

Wycena metodą rynkową, zakłada, że obie porównywane spółki działają w tej samej branży, znajdują się w podobnej sytuacji finansowej oraz charakteryzują się takim samym potencjałem rozwoju. Miernikiem ich wartości jest kapitalizacja giełdowa lub cena, po której została przeprowadzona transakcja danej spółki. Porównuje się również wyselekcjonowane dane finansowe/operacyjne. Tak uzyskane mnożniki wartości używa się do wybranych wielkości finansowych/operacyjnych wycenianej spółki. Iloczyn poszczególnych mnożników finansowych lub wskaźników operacyjnych specyficznych dla danej branży i odpowiednich wielkości wycenianej spółki umożliwiają określenie zakresu jej wartości. Zależnie od konstrukcji mnożnika może to być wartość kapitałów własnych lub wartość przedsiębiorstwa.

Wartość przedsiębiorstwa metodami rynkowymi można oszacować używając dwóch metodologii:

Metoda porównywalnych spółek giełdowych

Wymaga określenia mnożników wartości w oparciu o ceny akcji wybranych spółek notowanych na giełdzie. Mnożniki te stosuje się później do danych finansowych wycenianej spółki. Wartość kapitałów uzyskana z wykorzystaniem tej metody jest wyceną małych pakietów akcji spółki, przy założeniu ich płynności.

Aby wyznaczyć wartość większych pakietów akcji należy uwzględnić w wycenie również stopień kontroli kupującego nad spółką po zakupie akcji oraz ich płynność.

Metoda porównywalnych transakcji

Również polega na ustaleniu mnożników, lecz w oparciu o wartości wybranych transakcji i wybranych danych finansowych spółki będącej przedmiotem transakcji. Mnożniki znajdują później zastosowanie w danych finansowych wycenianej spółki.

Istotne jest, aby wybrana transakcja była jak najbardziej zbliżona do struktury transakcji, na potrzeby której dokonywana jest wycena oraz aby wyceniane spółki były ze sobą porównywalne.

Ograniczeniami metody rynkowej są:

- niezupełna porównywalność wycenianej firmy z innymi podmiotami,
- trudności związane z szacowaniem wartości dyskonta za brak płynności czy brak kontroli,
- nieuwzględnienie możliwości rozwoju poniżej albo powyżej przeciętnej dla podobnych spółek.



Metody majątkowe

Metody majątkowe służą oszacowaniu wartości przedsiębiorstwa na podstawie jego majątku, czyli różnicy pomiędzy całością aktywów a pasywami obcymi zestawionymi w sprawozdaniu finansowym spółki, skorygowanej o różnicę pomiędzy wartością księgową a wartością ekonomiczną. Metody majątkowe są najbardziej rozpowszechnione i historycznie najstarsze.

Wartość przedsiębiorstwa można oszacować stosując następujące metody:

I. Wartości księgowej

Bazuje na fakcie, iż wartość księgowa majątku przedsiębiorstwa zawarta jest w każdym bilansie. Jej ustalenie polega na zmniejszeniu aktywów o wszelkiego rodzaju zobowiązania (krótko- i długookresowe). Metoda ta rzadko odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa z powodu szacowania wartości majątku w sposób arbitralny przez zespoły dokonujące wyceny.

II. Wartości odtworzeniowej

Polega na określeniu kosztów, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa. Dlatego alternatywą do zakupu jakiegoś przedsiębiorstwa jest wybudowanie od podstaw nowego i nowocześniejszego. Wyznaczenie wartości odtworzeniowej w ujęciu szczegółowym wymaga ustalenia aktualnych cen poszczególnych składników majątku trwałego oraz rzeczywistych wskaźników ich zużycia. W ujęciu wskaźnikowym natomiast niezbędne jest ustalenie wskaźników wzrostu cen.

III. Wartości likwidacyjnej

Zakłada, iż wartość likwidacyjna majątku to suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa. Następnie od sumy przychodów uzyskanych ze sprzedaży należy odjąć koszty i zobowiązania związane z likwidacją firmy.

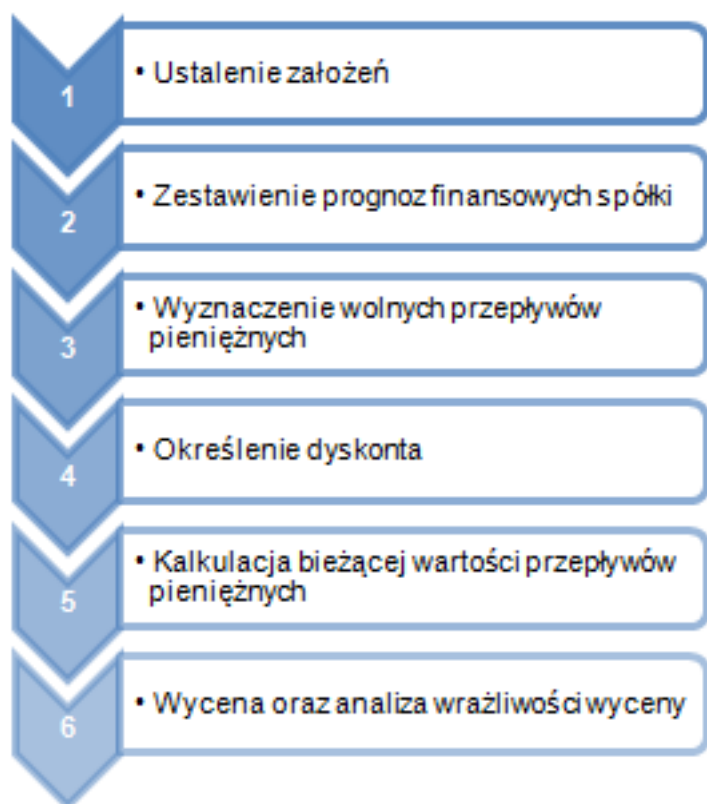
Zaletą metod majątkowych jest fakt, iż aktywa trwałe można łatwo oszacować, gdyż są ściśle sformalizowane i szeroko udokumentowane.

Główną wadą tych metod jest fakt, iż wycena nie obejmuje powiązanych ze składnikami majątkowymi składników niematerialnych firmy takich jak reputacja firmy, pozycja na rynku, kwalifikacje pracowników. Kolejnym ograniczeniem tych metod jest niepełna informacja o możliwościach wypracowywania zysku przez firmę oraz brak uwzględnienia sytuacji rynkowej.

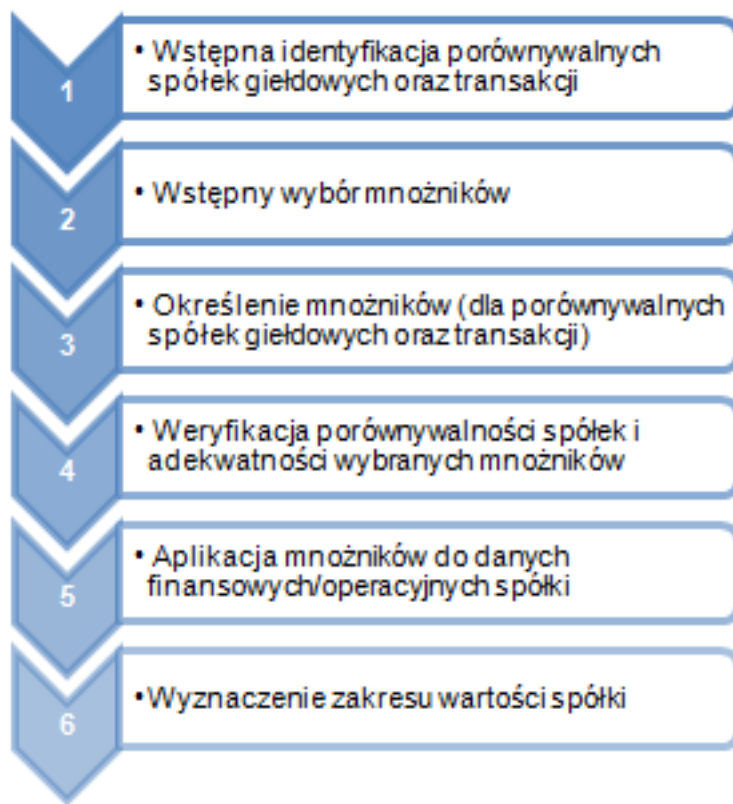
Ilustracyjna wycena wartości firmy

Wykonanie ilustracyjnej wyceny umożliwi określenie przedziałów wartości spółki przed rozpoczęciem zasadniczego procesu transakcji oraz pozwoli określić minimalną, akceptowalną cenę za udziały. Poniższy schemat ilustruje jej przygotowanie:

METODA DOCHODOWA



METODA RYNKOWA



Budowa modelu finansowego i przygotowanie wyceny DCF pomagają w zebraniu argumentów do negocjacji z potencjalnymi inwestorami.

Przygotowanie wyceny spółki i memorandum informacyjnego odbywa się w tym samym czasie. Oba te dokumenty powinny charakteryzować się spójnością i wzajemnie się uzupełniać. Prognozy z bilansem oraz rachunkiem zysków i strat zostaną przedstawione inwestorom i załączone do memorandum

MEMORANDUM INFORMACYJNE

Memorandum informacyjne

Dokument traktujący o przedmiocie transakcji z uwzględnieniem warunków rynkowych i makroekonomicznych, w jakich funkcjonuje sprzedawana spółka. Memorandum powinno informować o prowadzonej działalności, produktach i usługach, o samej organizacji, jej kluczowych pracownikach, historycznych wynikach i planach strategicznych spółki.

Dokument przedstawia również drobiazgowo procedury i harmonogram transakcji oraz precyzuje oczekiwania odnośnie formy ofert wstępnych. Otrzymywane oferty muszą być bowiem porównywalne.

Zadaniem dokumentu jest również prezentacja opracowanych na etapie wyceny prognoz, spójnych z zaprezentowaną strategią rozwoju.

Należy pamiętać, że głównym celem memorandum jest udzielanie takiej informacji, aby potencjalni inwestorzy złożyli wstępne, niewiążące oferty. W konsekwencji dokument ten powinien w założeniu być atrakcyjny marketingowo i wizualizować potencjał wzrostu sprzedawanej spółki. Memorandum jednakże musi równocześnie zabezpieczać sprzedającego firmę przed prezentacją informacji tajnych, których ujawnienie mogłoby być wykorzystane na niekorzyść sprzedającego przez konkurencję.

Sugerowana przykładowa struktura memorandum informacyjnego:

Podsumowanie	Otoczenie rynkowe	Przedsiębiorstwo	Otoczenie makroekonomiczne	Transakcja	Załączniki
	• Rynek polski • Rynek europejski	• Informacje ogólne • Strategia działania • Prezentacja Zarządu • Działalność • Oferta • Zatrudnienie • Dane finansowe	• PKB • Stopy procentowe i inflacja • Kursy walutowe • Bezrobocie • Unia Europejska	• Struktura transakcji • Procedury	

Spośród podmiotów z długiej listy inwestorów, którzy złożyli oferty wstępne po otrzymaniu memorandum informacyjnego powstaje tzw. *krótka lista inwestorów*, którzy przedłożyli najkorzystniejsze oferty. To właśnie oni zostaną dopuszczeni do badania *due diligence*.

KONTAKT Z INWESTORAMI

Po wysłaniu memorandum informacyjnego wraz z prognozami finansowymi następuje okres utrzymywania kontaktu z inwestorami, mający na celu objaśnianie szczegółów memorandum i odpowiadanie na pytania dotyczące prognoz finansowych. W tym okresie, czyli jeszcze przed złożeniem warunkowych, niewiążących ofert, nie dochodzi jeszcze do spotkań między inwestorem, a doradcą sprzedającego, który później będzie selektywnie udostępniał dodatkowe informacje i odpowiadał na zapytania inwestora.

OFERTY WSTĘPNE

Oferta wstępna to niewiążący prawnie dokument, w którym inwestor potwierdza swoje zainteresowanie sprzedawaną spółką i definiuje kluczowe kwestie, którymi się kieruje wyrażając chęć udziału w transakcji.

Dokument oferty musi być przygotowany zgodnie z wytycznymi określonymi w memorandum, aby miał szansę być wybrany, i tym samym porównywalny z innymi ofertami.

Oferta wstępna powinna zawierać następujące elementy:

- Przedmiot transakcji
- Oferowana cena
- Struktura transakcji
- Oferent
- Warunki ważności / warunki zawieszające
- Wymóg due diligence
- Wyłączność
- Ostateczne umowy
- Dane kontaktowe
- Niewiążący charakter oferty
- Poufność
- Termin ważności oferty

KRÓTKA LISTA

Na krótkiej liście powinno się znaleźć maksymalnie kilka podmiotów, które zostaną dopuszczone do dalszego etapu transakcji. Inwestorzy, którzy nie znajdą się na krótkiej liście zostają poinformowani o niedopuszczeniu do transakcji, jednak mogą tak korygować swoją ofertę, aby ostatecznie znaleźć się na niej. Konkurencyjność procesu oraz przyjęta strategia transakcji decyduje o tym, czy badanie due diligence będzie przeprowadzone równolegle

LIST INTENCYJNY

List intencyjny jest dokumentem niewiążącym prawnie, w którym dwie strony ustalają warunki, na których są skłonne zawrzeć transakcję. Jest on dokładniejszy niż oferta i wstępnie zarysowuje umowę.

Sprzedający może w nim wprowadzać zabezpieczenia korekty ceny po badaniu due diligence, określać jego zakres i ustalać harmonogram transakcji. Inwestor również jest zabezpieczony listem intencyjnym przed bezpodstawnym odrzuceniem z procesu, po kosztownym badaniu due diligence. Dodatkowo, sprzedający akceptuje w nim warunki złożonej oferty.

Dokument ten jest również najlepszym sprawdzianem gotowości stron do sprawnej realizacji transakcji i okazją do poznania wzajemnych pozycji negocjacyjnych. Jeśli okaże się, iż na tym etapie strony nie będą w stanie dojść do porozumienia w kluczowych kwestiach transakcji, szanse na udane wynegocjowanie wszystkich szczegółów kompleksowej umowy inwestycyjnej są nikłe.

DATA ROOM

Data room jest zbiorem wszelkich informacji i dokumentów na temat sprzedawanej spółki, które służą inwestorom do przeprowadzenia badania (due diligence) finansowego, podatkowego i prawnego. Dodatkowe badanie może dotyczyć obszarów biznesowych, środowiskowych czy technicznych spółki. W data room weryfikowane są dane z memorandum informacyjnego oraz rozpoznawane są możliwe do wystąpienia podczas transakcji ryzyka.

Sama nazwa data room wywodzi się od pomieszczenia, w którym gromadzi się dokumenty, jednakże udostępnianie dokumentów w ramach badania due diligence odbywa się zazwyczaj w formie elektronicznej. Taka forma pozwala na usprawnienie całego procesu, ponieważ raz zeskanowany dokument nadaje się do wielokrotnego użytku. Dzięki elektronicznej formie możliwe jest, by kilku potencjalnych inwestorów przeprowadzało badanie równocześnie.

BADANIE DUE DILLIGENCE

W badaniu due diligence doradcy inwestora przygotowują raporty, w których identyfikują potencjalne ryzyka transakcyjne i ogólnie przedstawiają stan firmy w kontekście badanych aspektów. Obszary szczegółowego badania wskazane są na końcu niniejszego opracowania.

Kompleksowe badanie jest kluczowe z punktu widzenia ujawnienia takich informacji jak np.: nieodtworzalny majątek trwały, nieściągalne należności, nieujawnione uprzednio zobowiązania, transakcje pomiędzy podmiotami powiązanymi, przeszacowane wartości aktywów, procesy sądowe z udziałem spółki w toku itd. Pozostałe czynniki ryzyka znajdują się w załączniku.

Sprzedający nie ma obowiązku podawania wszystkich informacji wraz z poufnymi danymi jak np. warunki umów z kontrahentami lub system wynagradzania pracowników. Potencjalny nabywca będzie jednak oczekiwał wglądu w struktury najważniejszych umów (bez kwot i nazw) czy we wzór umowy o pracę funkcjonujący w sprzedawanej spółce.

Dla usprawnienia procesu badania, inwestorzy powinni sprecyzować listy dokumentów, których ujawnienia oczekują. Z punktu widzenia bezpieczeństwa badania należy ustalić godziny otwarcia data room, sposób składania zapytań do dokumentów, kwestie odpowiedzialności za łamanie procedur oraz bazę dokumentów, które można kopiować.

Badanie zazwyczaj jest przeprowadzane w przeciągu jednego lub dwóch tygodni. Doradca nabywcy zwykle potrzebuje dodatkowego tygodnia na opracowanie raportów z badania.

Podczas badania, oprócz standardowej dokumentacji inwestor otrzymuje często wstępny zarysumowy inwestycyjnej. Po zakończeniu badania inwestor składa korektę oferty, w której powinny być zawarte wszelkie uwagi do zapisów umowy (np. wymagane gwarancje i oświadczenia).

Zalecane jest, by spółki sprzedawane dobrze się przygotowały do procesu sprzedaży poprzez przewidywanie potencjalnych pytań, które mogą wyniknąć podczas badania jak również opracowanie własnego stanowiska i argumentów je popierających.

Ważne jest również odpowiednie przygotowanie do negocjacji, bowiem zidentyfikowane ryzyka transakcyjne będą stanowiły podstawę do skorygowania ceny lub zakresu wydawanych przez właścicieli oświadczeń i gwarancji w ostatecznej umowie inwestycyjnej.

PREZENTACJA ZARZĄDU

Prezentacja kadry kierowniczej jest bardzo ważnym elementem transakcji, często jednak w Polsce zaniebywanym. Jej celem jest zapoznanie inwestorów z ludźmi, którzy tworzą wartość sprzedawanej firmy, udzielenie odpowiedzi na mogące się pojawić pytania biznesowe oraz uwiarygodnienie strategii i dalszych projekcji rozwojowych. Nie jest to zatem zwykłe spotkanie, dlatego powinno zostać przygotowane z należytą skrupulatnością wraz z dodatkowymi materiałami. Przygotować się do niego powinni również inwestorzy poprzez przygotowanie listy pytań, które jednakże nie powinny oscylować wokół tematu badania *due diligence* (wszelkie niejasności powinny uzyskać odpowiedź na etapie badania), ale wokół planowanej strategii przedsiębiorstwa.

Dobrze przygotowana prezentacja może występować zamiast memorandum informacyjnego. W takim przypadku szczegółowo wybrani inwestorzy otrzymują rozbudowany teaser, na którego podstawie przystępują do wstępnych rozmów. Zapoznanie się z firmą odbywa się wówczas jedynie na poziomie prezentacji zarządu i poprzez badanie *due diligence*.



NEGOCJACJE

Wiele uzgodnień zostaje określonych już na etapie wstępnych ofert czy zapisów listu intencyjnego, lecz negocjacje trwają przez cały czas trwania transakcji. Po ustaleniu głównych warunków transakcji prawnicy przygotowują wiążące dokumenty – umowę sprzedaży udziałów i umowy towarzyszące, takie jak np. umowa o zakazie prowadzenia działalności konkurencyjnej, umowa rachunku escrow, umowa o zatrudnieniu kluczowych osób w firmie oraz inne.

Nie tylko cena decyduje o atrakcyjności oferty, chociaż jest ona najbardziej eksponowana. Są nimi również oświadczenia sprzedających i sposób ich gwarantowania. Potencjalny nabywca, który oferuje atrakcyjne warunki transakcji, może oczekiwać od strony sprzedającej oświadczeń, że nie istnieją takie czynniki, których ujawnienie miałoby wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Zakres tych oświadczeń zależy od negocjacji. Oświadczenia te powinny być gwarantowane specjalnymi zapisami w umowie inwestycyjnej, aby niosły ze sobą wartość dodaną dla inwestora. Może to być np. zapis o niewypłaceniu sprzedającemu części ceny nabycia zatrzymanej na rachunku escrow.

Oświadczenia i odpowiedzialność z nich wynikająca mogą bazować na **zasadzie ryzyka** (tzw. odpowiedzialność obiektywna), czyli niezależne od subiektywnej przesłanki winy sprzedającego. Zwykle oświadczenia tego typu dotyczą kwestii podatkowych, a często pracowniczych lub środowiskowych. Inną kategorią są oświadczenia oparte na **zasadzie najlepszej wiedzy** – w takim przypadku konieczne jest wykazanie winy osoby odpowiedzialnej/sprzedającego.

PODPISANIE KOMPLETU UMÓW I ZAMKNIĘCIE NEGOCJACJI

Należy pamiętać, iż podpisanie umów sprzedaży i umów towarzyszących nie jest równoznaczne z przeniesieniem własności udziałów bądź całego przedsiębiorstwa, ale zależy to od warunków zawieszających zapisanych w tych umowach. Dopiero ich spełnienie automatycznie zamyka proces transakcji, czyli przeniesienia własności.

Płatność lub jej transza zwykle następuje w momencie podpisania, a pozostała część w momencie zamknięcia transakcji. Często występują również płatności odroczone, uzależnione od przyszłych wyników przedsiębiorstwa.

Zamknięcie transakcji (tzw. closing) może być uzależniony od następujących czynników:

- zezwolenie UOKiK (zgoda koncentracji)
- pomyślny audyt sprawozdań finansowych firmy
- konkretny wynik na koniec roku
- administracyjne zezwolenia
- pomyślne potwierdzające badanie due diligence.

Kiedy wszystkie warunki zawieszające automatyczne zamknięcie transakcji zostają spełnione, strony sporządzają memorandum zamknięcia. Wtedy zwykle środki z rachunku zastrzeżonego escrow są już uwolnione i następuje przeniesienie własności.



SUCCÈS



ZAŁĄCZNIK OBSZARY BADANIA (VENDOR) DUE DILLIGENCE

I. Informacje wstępne – zebranie informacji wstępnych ma charakter porządkowy, ułatwiający zaplanowanie i skoordynowanie dalszych analiz.

- Nazwa, forma prawna, adres, numery telefonów, faksów,
- Siedziba, miejsce zarejestrowania,
- Identyfikatory w rejestrach gospodarczych,
- Syntetyczna charakterystyka działalności gospodarczej,
- Schemat organizacyjny,
- Skład zarządu, rady nadzorczej, nazwiska kluczowych pracowników,
- Instytucje finansowe, kancelarie prawne i firmy audytorskie obsługujące przedsiębiorstwo,
- Aktualny standing finansowy,
- Motywy prywatyzacji, zbycia, fuzji, inwestycji.

II. Przegląd historycznej strategii rozwoju działalności – zrozumienie aktualnej pozycji rynkowej i retrospektywna analiza zmian core business.

A. Historyczny rozwój przedsiębiorstwa

- Istotne zdarzenia technologiczne,
- Rozwój produkcji,
- Zmiany w strukturze kapitałowej i właścicielskiej,
- Historyczny rozwój przedsiębiorstwa,
- Czynniki ryzyka: ograniczenia dotyczące rozwoju, niejednolite cele zarządcze, nietypowa perspektywa historyczna, malejący współczynnik wzrostu przedsiębiorstwa.

B. Branża

- Rozproszenie branży,
- Wrażliwość branży na warunki ekonomiczne,
- Siła rynku konkurencji,
- Bariery wejścia/wyjścia,
- Ryzyko substytutów,
- Czynniki prawne,
- Aspekty środowiskowe,
- Konfrontacja wyniku operacyjnego Spółki na tle branży.

III. Ogólny przegląd obecnej kondycji przedsiębiorstwa

A. Kwalifikacje osób zarządzających, sposób zarządzania przedsiębiorstwem i jego skuteczność oraz umiejętności i doświadczenie załogi

- Skład Zarządu i RN oraz ich doświadczenie zawodowe
- Plany zarządcze oraz kryteria i efekt ich wykonania,
- Programy rozwojowe i motywujące,
- Wpływ ewentualnej transakcji na załogę i osoby zarządzające
- Rotacja zatrudnienia
- Stawki pracy.

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Nieefektywność zarządzających,
- Wysoki współczynnik wyeksploatowanych zarządzających,
- Brak skutecznego planowania,
- Niewystarczająca chęć do rozwijania własnych umiejętności,
- Brak reputacji w społeczności biznesowej,
- Możliwość utraty kluczowych pracowników.

B. Produkty i świadczone usługi – analiza złożoności wytwarzanych produktów i świadczonych usług, zapotrzebowanie rynkowe oraz ich rentowność

- Cykl życia produktu,
- Sposób rozwoju i działalność R&D,
- Trafność wprowadzanych modyfikacji,
- Podstawy produkcji (know-how, patenty, licencje, atesty).

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Przestarzałe linie produktów,
- Niska jakość wytwarzanych produktów,
- Brak różnorodności w gamie wytwarzanych produktów,
- Wysoka presja konkurencji na poziom ustalanych cen,
- Malejący udział w rynku,
- Ograniczenia prawne,
- Nadmierne uzależnienie od kluczowych produktów.

C. Czynniki operacyjne – poszczególne obszary funkcjonalności i ich wkład w biznes

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Nieefektywny proces produkcji,
- Problemy z zakresem BHP,
- Ograniczenia dotyczące mocy produkcyjnych,

- Ograniczenia dotyczące mocy produkcyjnych,
- Nieodpowiednie warunki produkcyjne (zbyt mała powierzchnia obiektów, słaba kondycja i zła lokalizacja),
- Problemy z kontrolą jakości,
- Problemy z organizacją produkcji – współpraca między poszczególnymi działami,
- Niedoszacowanie nakładów ponoszonych na produkcję,
- Niewystarczający poziom zarządzania relacjami z dostawcami i podwykonawcami.

D. Kierunki badań nad dalszym rozwojem przedsiębiorstwa

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Brak działań w zakresie R&D,
- Zbyt niskie zasoby na R&D,
- Brak spójności lub całkowity brak strategii,
- Trudności z wprowadzeniem na rynek produktów wypracowanych w ramach R&D,
- Słaba organizacja zarządzania w zakresie R&D,
- Zbyt niskie tempo wdrażania nowych produktów,
- Brak doświadczonej kadry w zakresie R&D.

IV. Rachunkowość i systemy obiegu informacji

- Wdrożone systemy kontroli,
- Dokumentacja z przeprowadzonych prac związanych z badaniem sprawozdania finansowego,
- Systemy kontroli wewnętrznej (audyt wewnętrzny),
- Systemy IT,
- Zasady rachunkowości.

V. Sprzedaż

A. Rozpoznanie źródeł przychodów

- W podziale na kategorie produktów z podaniem przyczyn istotnych odchyłeń,
- Przeprowadzenie analizy sezonowości sprzedaży (do working capital),
- Przegląd ważnych umów,
- Trendy sprzedażowe,
- Struktura terytorialna i walutowa,
- Opłaty i umowy licencyjne i ich wpływ na wielkość sprzedaży,
- Analiza promocji,
- Skargi klientów i częstotliwość zwrotów,

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Pogorszenie marży ze sprzedaży,
- Nierentowne umowy sprzedaży,
- Niedokładne rozpoznanie źródeł przychodów,
- Poziom sprzedaży znacząco niższy od przewidzianego w budżecie,
- Wysoka wrażliwość cen,
- Występowanie sezonowej lub cyklicznej sprzedaży.

B. Baza klientów

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Uzależnienie od kilku klientów,
- Pogarszająca się sytuacja finansowa ważnych klientów,
- Niezadowolenie klientów,
- Wysoka zmienność bazy klientów,
- Możliwość utraty ważnych klientów w wyniku przeprowadzonej akwizycji.

C. Asortyment i cennik

Zbadanie wszelkich elementów mających wpływ na politykę cenową, a także czynniki kreujące cenę. Efekt takich badań ma wskazać, czy ceny są konkurencyjne czy nie, a także, czy są zrównoważone.

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Uzależnienie od kilku produktów,
- Asortyment nie nadający się do długiego przechowywania,
- Anachroniczne produkty,
- Nierentowne produkty,
- Spadek marży zysku,
- Istotne przeceny produktów,
- Zmniejszenie udziału w rynku.

D. Sprzedaż i kanały dystrybucji

- Zbadanie kanału dystrybucji na poszczególnych segmentach,
- Struktura sprzedaży w kanałach dystrybucji,
- Liczba sprzedawców,
- System raportowania,
- Przeprowadzenie kalkulacji kosztów sprzedaży w podziale na dystrybutorów z uwzględnieniem ich wpływu na strukturę sprzedaży.

E. Transakcje z podmiotami powiązanymi

Identyfikacja podmiotów powiązanych i analiza umów pomiędzy wszystkimi podmiotami grupy (identyfikacja specjalnych warunków). Istotne jest pozyskanie informacji o cenach transferowych, szczególnych umów handlowych.

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Uzależnienie wyłącznie od podmiotu powiązanego,
- Utrata przychodów po przeprowadzeniu transakcji,
- Brak odzwierciedlenia transakcji z podmiotami powiązanymi w księgach przedsiębiorstwa,
- Zniekształcone sprawozdania finansowe.

F. Rynki i strategia marketingowa

Analiza rynku ma na celu ustalenie relacji popytu i podaży w segmencie rynku, na którym działa przedsiębiorstwo, jego pozycję, historyczną i przewidywaną dynamikę sprzedaży.

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Spadek udziału w rynku oraz słabnąca pozycja,
- Zmniejszenie wydatków na działalność promocyjną,
- Nieefektywna strategia promocyjna,
- Zagrożenie ze strony konkurencji.

Rynek

- Sposób w jaki przeprowadzane są analizy rynku,
- Analiza czynników mających wpływ na popyt,
- Analiza mocnych i słabych stron pod względem rynku,
- Sposoby szacowania udziałów rynkowych.

Strategia marketingowa

- Sposób podejmowania działań marketingowych i ich wpływu na wartość popytu,
- Analiza strategii marketingowych w podziale na stosowane segmenty,
- Ocena wielkości budżetu marketingowego i reklamowego,
- Powiązania wydatków reklamowych z przychodami ze sprzedaży.

VI. Zakupy, zaopatrzenie i transport

Celem przeprowadzonych procedur jest zrozumienie struktury kosztów przedsiębiorstwa.

A. Koszty sprzedaży i wydatki operacyjne

Potencjalne czynniki ryzyka

- Ograniczone źródła dostawy,
- Niepewne źródła dostaw,
- Kłopotliwe umowy,
- Brak spójności przy księgowaniu kosztów,
- Wzrost kosztów operacyjnych,
- Nieuzasadniona zmiana alokacji kosztów,
- Niewyjaśnione rozbieżności w stosunku do wcześniej zaplanowanego budżetu.

W przypadku kosztów istotny jest opis zasad rachunkowości zastosowanych przy ewidencjonowaniu kosztów, w tym:

- Jakiekoszty są włączane do rachunku wyników, a jakie są aktywowane i podlegają amortyzacji,
- Jakiekoszty są wliczane do zapasów i robót w toku,
- Czy pozycje kosztowe są właściwie odniesione do okresów, w jakich powstają,
- Czy nastąpił odpowiedni podział na koszty operacyjne, finansowe i nadzwyczajne.

B. Zaopatrzenie i transport

Należy krytycznie ocenić aktualny stan zaopatrzenia przedsiębiorstwa, jego mocne i słabe strony oraz elementy ryzyka:

- Główne surowce i materiały użyte w procesach produkcyjnych,
- System zaopatrzenia,
- Zasady gospodarki materiałowej,
- Typowe terminy i warunki płatności.

VII. Zarządzanie aktywami/majątkiem

Celem badania jest ustalenie kondycji majątku przedsiębiorstwa (w postaci np. posiadanych nieruchomości) oraz jego parku maszynowego. Analizowane są historyczne i aktualne umowy leasingu.

A. Rzeczowe aktywa trwałe

Potencjalne czynniki ryzyka

- Słaba kondycja posiadanego majątku,
- Przestarzały park maszynowy,
- Ograniczenia produkcyjne i przestoje w produkcji.

Należy m.in. przeanalizować rzeczowe aktywa trwałe według kategorii, ponoszonych kosztów oraz wielkości amortyzacji. Dokładna weryfikacja wyceny aktywów w bilansie.

W przypadku nieruchomości mogą wystąpić tzw. rezerwy ukryte, gdy aktualna wartość rynkowa znacznie przewyższa wartość bilansową, odzwierciedlającą koszt zakupu lub oficjalnego szacowania.

Istotne jest również zidentyfikowanie wartości ekonomicznej posiadanych aktywów oraz identyfikacja aktywów możliwych do upłynnienia lub potrzebnych inwestycji.

B. Zapasy

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Nieproporcjonalna wysokość rezerw utworzonych na przestarzałe, zniszczone lub wolno rotujące zapasy,
- Uzależnienie od niewielkiej liczby dostawców surowców,
- Brak kontroli nad poziomem zapasów,
- Przewartościowanie zapasów.

Istotne jest przeanalizowanie zapasów w badanym okresie pod kątem produktów, obliczenie wskaźników rotacji zapasów oraz wyjaśnienie rozbieżności. Ważne, aby wiedzieć jaka zasada jest stosowana przy wycenie (FIFO, LIFO, cena przeciętna).

C. Należności

Analizę należności należy rozpocząć od zapoznania się z warunkami na jakich prowadzona jest współpraca z kontrahentami (terminy płatności). Celem jest dokonanie wiekowania należności ze wskazaniem przeterminowanych. Warto taką analizę przeprowadzić dla kilku okresów, aby mieć możliwość porównań.

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Nieściągalne należności,
- Błędne oszacowanie wątpliwych należności,
- Zbyt mało restrykcyjna polityka kredytowa stosowana wobec kontrahentów.

Analiza systemu zarządzania należnościami powinna obejmować:

- Warunki udzielenia kredytu (w tym wymagania co do standingu finansowego, wielkości zakupów, etc.),
- Wyznaczenie limitów kredytowych i okresów spłaty,
- Politykę udzielania rabatów i bonusów,
- Stosowanie gwarancji kredytowych w obrocie zagranicznym,
- Procedury dotyczące monitorowania i ściągania należności,
- Waluty stosowane przy fakturowaniu,
- Procedury dotyczące wstrzymania dostaw.

D. Gotówka, Cash flow i relacje z bankami

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Niska efektywność zarządzania gotówką,
- Cash flow niewystarczający na prowadzenie działalności operacyjnej.

E. Zadłużenie

Zadłużenie musi być analizowane pod kątem planowanej transakcji. Jeśli struktura długu może mieć istotny wpływ na zainteresowanego przejęciem, to przeprowadzamy jego szczegółową analizę. Identyfikujemy: źródła, wielkość, oprocentowanie, zabezpieczenia, etc.

F. Zarządzanie kapitałem obrotowym

Ustalenie zdolności przedsiębiorstwa do skutecznej kontroli kapitału obrotowego, za pomocą prognozowania zapotrzebowania na ten kapitał oraz zarządzanie kluczowymi czynnikami mającymi na niego wpływ.

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Złe zarządzanie kapitałem obrotowym,
- Błędne oszacowania zapotrzebowania na working capital.

G. Wartości niematerialne i prawne

Identyfikacja wartości niematerialnych i prawnych przedsiębiorstwa (np. prawo wieczystego użytkowania, koncesje, patenty, licencje, prawa własności intelektualnej, znaki towarowe).

Analiza powinna zawierać opis sytuacji w jakiej składnik powstał, cel nabycia oraz sposób wyceny. Należy dokładnie przeanalizować kwestię negocjacji, zwłaszcza jej różnic pomiędzy krajami (UoR, MSSF, GAAP).

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Przeszacowanie wartości aktywów,
- Przyjęcie nieuzasadnionych okresów amortyzacji,
- Posiadanie wnip nieadekwatnych do prowadzonej działalności,
- Kwestia amortyzacji wartości firmy (UoR- MSSF).

H. Rezerwy

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Niewłaściwe oszacowanie wielkości utworzonych rezerw,
- Zasady tworzenia rezerw,
- Krytyczna ocena adekwatności rezerw.

I. Zobowiązania i rozliczenia międzyokresowe bierne

Bardzo istotna kwestia, bo mogą wystąpić zobowiązania zaniżone lub niezaksięgowane.

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Niezaksięgowane zobowiązania,
- Ograniczenie źródeł zabezpieczenia,
- Brak zdolności kredytowej,
- Poziom cen ustalanych w kontraktach długoterminowych odbiega od warunków rynkowych.

VIII. Zarządzanie ryzykiem

Podstawowym zadaniem jest ustalenie, czy przedsiębiorstwo jest narażone na ryzyko, jakiego typu i jak nim zarządza. Główne rodzaje ryzyk do ustalenia to: walutowe, kredytowe, utrzymania płynności kapitałowej, związane z posiadanymi instrumentami pochodnymi.

A. Prognozy finansowe

W ramach (vendor) due dilligence przyglądamy się również prognozom finansowym przedsiębiorstwa (bez względu na nasze prognozy). Należy przedyskutować zawarte informacje, w tym głównie założenia.

Potencjalne czynniki ryzyka:

- Zawyżenie prognozowanych wyników,
- Nierzeczywiste założenia przyjęte przy tworzeniu prognozy,
- Niezrealizowane poprzednie prognozy.

IX. Przegląd podatkowy

Dokładna analiza podatkowa jest szczególnie istotna przy przejmowaniu przedsiębiorstwa za granicą. W celu uporządkowania wykazu problemów do wyjaśnienia sytuacji podatkowej przejmowanego/kupowanego przedsiębiorstwa należy:

- Opisać wszystkie rodzaje podatków płaconych przez przedsiębiorstwo i sposoby ich naliczania,
- Obliczyć w przybliżeniu wartość podatków za bieżący rok,
- Sprawdzić, czy istnieją podstawy do naliczenia podatku odroczonego; z jakiego tytułu i w jakim wymiarze.

Szczególna uwaga powinna by skupiona na takich elementach jak:

- Podatek dochodowy,
- Od przychodu ze sprzedaży składników majątkowych,
- Podatek od nieruchomości,
- Podatek majątkowy,
- VAT,
- Opłaty celne/importowe,
- Skarbowe,
- Środowiskowe,
- Akcyza,
- PFRON,
- ZUS.

X. Stan prawny

Analiza prawna ma na celu zidentyfikowanie i ocenę potencjalnych zagrożeń wynikających z przepisów prawa lub zawartych umów i porozumień.

- Podstawy prawne regulujące działalność przedsiębiorstwa,
- Organ założycielski, umowa spółki, statut spółki,
- Ograniczenia w prawach zbytu/zastawu akcji,
- Zawarte porozumienia między akcjonariuszami,
- W przypadku grup kapitałowych: struktura kapitałowa i umowy spółek zależnych i stowarzyszonych,
- Udzielone lub otrzymane koncesje i patenty,
- Zabezpieczenia praw własności do istotnych składników majątku,
- Układy zbiorowe, kontrakty menedżerskie,
- Umowy najmy, dzierżawy, leasingu,
- Kontrakty długoterminowe na zakup surowców, sprzedaży wyrobów, robót budowlanych, etc,
- Udzielone poręczenia, zastawy, kaucje,
- Umowy ubezpieczeniowe,
- Roszczenia sporne,
- Zobowiązania podatkowe,
- Zobowiązania z tytułu ochrony środowiska.

Siedziba w Gdańsku
ul. Malczewskiego 139
80-114 Gdańsk
office(at)blackpartners.pl
Tel.: +48 (58) 728 27 60
Fax: +48 (58) 728 27 96

Biuro w Warszawie
Rondo ONZ 1
00-124 Warszawa
office(at)blackpartners.pl
Tel.: +48 (22) 100 14 28
Fax: +48 (22) 379 77 59