



Kluczowe obszary due diligence w procesach fuzji i przejęć w sektorze górnictwym

Maciej MATUSZEWSKI¹⁾

¹⁾ mgr; Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu – Szkoła Doktorska, KGHM Polska Miedź S.A.; email: maciej.matuszewski@ue.wroc.pl

<http://doi.org/10.29227/IM-2020-01-06>

Submission date: 22-12-2019 | Review date: 29-01-2020

Abstrakt

Celem artykułu jest przedstawienie specyfiki obszarów analizy due diligence, które należy przeprowadzić w odniesieniu do aktywów górniczych, ze szczególnym odniesieniem do sektora wydobywania rud miedzi. Due diligence jest istotnym elementem procesu podejmowania decyzji inwestycyjnej w ramach fuzji i przejęć, jak również w transakcjach joint ventures lub wyboru partnera strategicznego. Pozwala na pozyskanie i selekcję informacji w celu określenia ryzyka oraz potencjalnych korzyści towarzyszących transakcji. Due diligence jest jednym z kluczowych czynników mających wpływ na dalszy sukces transakcji M&A, również w sektorze górnictwym. Specyfika działalności spółek w branży górniczej wymaga odpowiedniej modyfikacji i dostosowania obszarów procesu badania due diligence.

Słowa kluczowe: due diligence, fuzje i przejęcia, M&A

1. Wprowadzenie

W najbliższych latach należy się spodziewać konsolidacji małych i średnich firm wydobywczych przez grupę największych producentów w branży, co może przełożyć się na wzrost aktywności firm w sektorze wydobywania rud miedzi jako potencjalnych nabywców aktywów górniczych [1]. Jednocześnie spółki górnicze mierzą się z ograniczoną możliwością kontynuacji działalności poszczególnych aktywów podyktowaną uwarunkowaniami zewnętrznymi (rynkowymi) jak i wewnętrznymi (wyniki ekonomiczne, poziom zadłużenia, priorytetyzacją inwestycji wewnątrz posiadanego portfela aktywów), co z kolei przekłada się na aktywność spółek jako sprzedawców aktywów górniczych [2]. Powyższe czynniki przekładają się na zwiększenie aktywności spółek górniczych, w zakresie transakcji fuzji i przejęć.

Globalna wartość transakcji fuzji i przejęć w 2018 roku wyniosła 3,9 biliona dolarów [3]. Jest to wartość ponad trzykrotnie przekraczająca wartość produktu krajowego brutto gospodarki Polski w 2018 roku, która wyniosła 1,1 biliona dolarów [4]. Sama wartość transakcji fuzji i przejęć pokazuje, jak istotną rolę odgrywają one w światowej gospodarce. Nie inaczej jest w przypadku sektora górniczego metali nieżelaznych (skategoryzowanych w raporcie S&P Global Market Intelligence jako miedź, nikiel i cynk), gdzie wartość transakcji M&A w 2018 roku wyniosła 24,9 mld USD i była niższa niż 10-letnia średnia 26,6 mld USD [5]. Średnia wartość transakcji w sektorze górnictwym metali nieżelaznych wyniosła z kolei 327,5 mln USD.

Badania transakcji fuzji i przejęć wskazują, że większość z nich kończy się niepowodzeniem. Odsetek nieudanych transakcji jest wysoki i wynosi często ponad 50%, w zależności od przeprowadzonych badań obejmujących dany okres i lokalizację geograficzną, osiągając współczynnik nawet do 80% nieudanych transakcji [6]. Nieodłącznym elementem poprzedzającym transakcje fuzji i przejęć jest procedura due diligence, obejmująca szczegółowe, wielowymiarowe badanie

aktywa będącego podmiotem planowanej transakcji. Wysoki odsetek nieudanych transakcji M&A wskazuje m.in. jak istotna jest rola procesu due diligence w transakcji. Potwierdzają to badania przeprowadzone m.in. przez AIM M&A [7] oraz Epsteina [8], które wskazują due diligence jako jeden z kluczowych czynników mających wpływ na dalszy sukces transakcji M&A.

Celem artykułu jest przedstawienie specyfiki obszarów analizy due diligence, którą należy przeprowadzić w odniesieniu do aktywów górniczych, ze szczególnym odniesieniem do sektora wydobywania miedzi.

Artykuł został przygotowany w oparciu o badania literatury przedmiotu i analizy raportów dotyczących sektora wydobywania rud miedzi.

2. Istota procesu due diligence

P. Howson definiuje due diligence jako „proces obejmujący zapytania i sprawdzenie przeprowadzany przez potencjalnego kupującego w celu potwierdzenia, że kupuje to co według niego myśli że kupuje” [9]. Samo pojęcie „due diligence” pierwszy raz pojawiło się w USA w ustawodawstwie „Securities Act of 1933” [10]. Termin pochodzi z połączenia dwóch słów – „due” czyli odpowiedni, należyty, należy oraz „diligence” czyli pilność, pracowitość, w polskiej literaturze termin często tłumaczony jest jako „należyta staranność”.

Due diligence jest istotnym elementem procesu podejmowania decyzji inwestycyjnej w ramach fuzji i przejęć, jak również w transakcjach joint ventures lub wyboru partnera strategicznego. Pozwala na pozyskanie i selekcję informacji w celu określenia ryzyka oraz potencjalnych korzyści towarzyszących transakcji. Analizy tej dokonuje się zazwyczaj przed zakupem udziałów i akcji, przedsiębiorstw, ich zorganizowanych części, podjęciem decyzji o przejmowaniu lub łączeniu się podmiotów gospodarczych, czy ich przekształcaniach, a także w zakresie innych inwestycji kapitałowych [11]. Istotą jest poddanie podmiotu (spółki) czy aktywa (np.

projektu górniczego) wszechstronnej analizie, wskazanie najważniejszych aspektów (szans i zagrożeń) w celu prowadzenia dalszego procesu negocjacyjnego oraz przygotowaniu wyceny. Celem due diligence jest dostarczenie wiarygodnych danych niezbędnych do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

3. Obszary due diligence

Proces due diligence polega na badaniu i analizie najważniejszych aspektów spółki czy aktywa, wśród których najczęściej wymieniane są kwestie finansowe oraz prawne i komercyjne/handlowe [12]. Obszar finansowy obejmuje przede wszystkim wyniki finansowe osiągnięte w przeszłości oraz prognozy wyników. Obszar prawny obejmuje między innymi zawarte umowy, prawa własności i postępowania sporne. Z kolei obszar handlowy/komercyjny skupia się na analizie aspektów rynkowych, pozycji konkurencyjnej na rynku, rozpoznawalności marki i relacjami z inwestorami, czyli kwestiami mającymi wpływ na przeszłe działania przejmowanej spółki czy aktywa. Zarówno obszar finansowy, prawny jak i komercyjny/handlowy nakierowane są na zdefiniowanie potencjalnych ryzyk, które mogłyby przełożyć się na pogorszenie wyników finansowych w przyszłości.

Powyższe obszary uzupełniane są również o bardziej szczegółowe aspekty, które mogą być częścią trzech głównych obszarów:

- Analiza zasobów ludzkich i kultury organizacyjnej,
- Analiza zarządzania,
- Analiza emerytalna,
- Analiza podatkowa,
- Analiza technologii informatycznych (IT),
- Analiza techniczna,
- Analiza operacyjna,
- Analiza praw własności intelektualnej,
- Analiza nieruchomości i infrastruktury,
- Analiza wpływu regulacji antymonopolowych,
- Analiza ryzyka i ubezpieczeń [13].

Proces due diligence najczęściej uwzględnia udział doradców zewnętrznych, w tym doradców strategicznych, technicznych, kancelarie prawne i doradców finansowych którzy wspierają kupującego w analizie powyższych aspektów, ze względu na specjalistyczną wiedzę, której organizacja często nie posiada.

W praktyce w ramach due diligence najważniejszymi wyznacznikami odnośnie szczegółowości przeprowadzanej analizy są: pieniądze, czas i cierpliwość sprzedającego. Często wstępne umowy dotyczące transakcji wyznaczają również ramy czasowe, w ramach których powinien zostać przeprowadzony proces due diligence [14]. Niemożliwością jest zbadanie wszystkich aspektów danego aktywa, więc należy przyjrzeć się tylko najważniejszym problemom, które mogą zniweczyć całą transakcję. Każda transakcja jest unikalna, tak jak unikalne jest aktywo którego dotyczy. Najgorszym posunięciem spotykanym w praktyce jest standardowe podejście do każdej transakcji oraz schematyczne poszukiwanie bezcelowych informacji, również w odniesieniu do sektora, do którego należą przejmowane aktywo czy spółka.

4. Specyficzne cechy sektora wydobywania rud miedzi w odniesieniu do analizy due diligence

Poza obszarami wskazanymi w punkcie powyżej, strona zaangażowana w proces due diligence w sektorze górniczym będzie skupiała się na dodatkowych kwestiach, związanych z charakterystyką tego rynku. Specyfika działalności spółek w branży górniczej wymaga odpowiedniej modyfikacji i dostosowania obszarów procesu badania. Przedmiotem analizy transakcji co do zasady są aktywa i projekty górnicze, które stanowią największą wartość każdej ze spółek operujących w sektorze górniczym. Poniższa analiza będzie skupiała się przede wszystkim na sektorze wydobywania miedzi.

Aktywa górnicze, będące celem przejęcia w sektorze górniczym, można podzielić m.in. na stopień zaawansowania prac i rozpoznania zasobów. W zależności od poziomu zaawansowania prac nad aktywem i jego okresem życia, na danym etapie dla potencjalny inwestor będzie skupiał się na różnych obszarach i zakresie pozyskania informacji. Aktywa górnicze, w podziale na cykl życia i obszary w szczególności istotne dla inwestora analizującego aktywo w ramach procesu due diligence, zostały przedstawione w Tabeli 1.

Strona kupująca polega na informacjach pozyskanych od strony sprzedającej (informacjach pisemnych i słownych) oraz na informacjach pozyskanych od podmiotów trzecich, więc istotna jest ich wiarygodność. W przypadku sprawozdań finansowych kluczową rolę odgrywa audytor (jeżeli sprawozdania są audytowane). W branży górniczej wiarygodność związana jest również z dokumentacją projektową (np. feasibility study) czy standardami raportowania zasobów geologicznych.

Istotną rolę w branży górniczej odgrywają standardy raportowania, w tym:

- National Instrument 43-101 Standards of Disclosure for Mineral Projects (NI 43-101) w Kanadzie,
- South African Mineral Reporting Codes (SAMREC) w Republice Południowej Afryki,
- Australasian Code for Reporting of Exploration Results, Mineral Resources and Ore Reserves (JORC) w Australii.

Standardy regulują minimalne wymagania dotyczące m.in. wyników eksploracji, zasobów geologicznych i eksploatacyjnych, informacji środowiskowej czy analizy ekonomicznej. Techniczne informacje są wymagane w ramach publikowania raportów spółek notowanych na giełdach w danych jurysdykcjach i są również rekomendowanym standardem raportowania dla spółek prywatnych. Ważnym aspektem wiarygodności standardów jest proces przygotowywania informacji zawartych w raportach, gdzie dane i analizy muszą zostać zatwierdzone przez ekspertów w danej dziedzinie, nazywanych Qualified Person (osoby z odpowiednią wiedzą i doświadczeniem, zdefiniowanymi zgodnie z danym standardem raportowania).

W porównaniu do aktywów i spółek w innych branżach, w kolejnych punktach wymienione zostały kwestie związane ze specyfiką techniczną i operacyjną, geopolityczną oraz środowiskową związaną z działalnością górniczą, które w szczególności powinny zostać również uwzględnione w analizie due diligence aktywów górniczych.

4.1. Kwestie techniczne i operacyjne w analizie due diligence firm w sektorze wydobywania rud miedzi

Tab. 1. Obszary zainteresowania inwestora w podziale na cykl życia aktywa górniczego [Źródło: opracowanie własne]

Tab. 1. Areas of investor's interest by mining asset life cycle

Poziom zaawansowania prac/ cykl życia aktywa górniczego	Obszary istotne dla inwestora w ramach procesu due diligence
Projekty eksploracyjne	Informacja geologiczna oraz wyniki przeprowadzonych programów eksploracyjnych
Projekty rozwojowe	Założenia operacyjne, zasobowe, środowiskowe, opisane między innymi w raportach scoping study, pre-feasibility study, feasibility study, bankable feasibility study
Aktywa operacyjne	Założenia operacyjne, środowiskowe, informacje dotyczące zasobów eksploatacyjnych, infrastruktura
Aktywa nieoperacyjne	Założenia środowiskowe, informacje dotyczące infrastruktury, zasobów geologicznych oraz prac rekultywacyjnych

W procesie due diligence obejmującym aktywa górnicze, w szczególności istotne są kwestie techniczne obejmujące zarówno aktywa produkcyjne, jak i te w fazie przedoperacyjnej. Kluczowe aspekty dotycząca metody wydobycia i planu produkcji oraz poziom zaawansowania prac inżynierskich (w przypadku projektów w fazie przedprodukcyjnej). W odniesieniu do metalurgii ważne są przeprowadzone testy (jak i proces pobierania próbek do testów) oraz ich wyniki oraz zastosowane technologie. Osobną kwestią są aspekty związane z geologią. W tym przypadku wyniki odwiertów, zaawansowanie prac nad modelem geologicznym i poziom rozpoznania geologicznego oraz zgodność ze standardami raportowania w sektorze górniczym, jak i wcześniej wspomniane obszary górnictwa i metalurgii powinny być częścią due diligence aktywa górniczego.

4.2. Geopolityka w analizie due diligence firm w sektorze wydobycia rud miedzi

Ryzyko geopolityczne jest jednym z kluczowych ryzyk wymienianych w rankingach dotyczących działalności górniczej [15]. Jeżeli chodzi o samą ocenę ryzyk projektów górniczych, stosunkowo łatwiej odnieść się do założeń technicznych czy handlowych, niż do ryzyka politycznego. Ma ono szczególnie wpływ na kwestie związane z stabilnością przepisów regulacyjnych dane branże, nie tylko ze strony rządów centralnych, ale również rządów lokalnych, interesariuszy lokalnych i innych grup.

Podstawę oceny ryzyka geopolitycznego w górnictwie mogą stanowić niezależne rankingi instytucji analitycznych w tym Ease of Doing Business, Economic Freedom Index, które oceniają swobodę prowadzenia działalności w danym kraju oraz Fraser Institute Survey of Mining Companies, który analizują określone kraje i prowincje pod kątem przyjazności prowadzenia działalności górniczej [16]. Ryzyko geopolityczne powinno być również jednym z aspektów analizy due diligence aktywa górniczego.

4.3. Analiza środowiskowa – licencja na prowadzenie działalności w analizie due diligence firm w sektorze wydobycia rud miedzi

Licencja na prowadzenie działalności (ang. license to operate) jest wymieniana w badaniu przeprowadzonym przez EY jako najważniejsze ryzyko stojące przed sektorem górniczym w 2020 roku, wskazanym przez 44% respondentów przeprowadzonego przez firmę badania [17]. Ryzyko pozostało również w zestawieniu na czołowej pozycji w porównaniu do rankingu z 2019 roku. Ryzyko wynika z nasilającej się odpo-

wiedzialności podmiotów działających w sektorze górniczym względem interesariuszy i społecznej odpowiedzialności prowadzonego biznesu. W przeciągu ostatnich lat, licencja na prowadzenie działalności ewoluowała poza sferę aktywności w samym obszarze CSR (ang. corporate social responsibility), kładąc nacisk na transparentność i współpracę zarówno z agencjami rządowymi jak i społecznościami lokalnymi [18]. Licencja na prowadzenie działalności powinno być również uwzględnione w analizie due diligence aktywa górniczego.

5. Podsumowanie

Due diligence jest jednym z kluczowych czynników mających wpływ na dalszy sukces transakcji M&A, również w sektorze górniczym. Ze względu na unikalność każdej transakcji M&A oraz badania due diligence, należy unikać standardowego podejścia do każdej transakcji, również w odniesieniu do sektora, do którego należą przejmowane aktywo czy spółka.

W ramach obszarów głównych badania due diligence należy przeanalizować kwestie związane z finansami, prawem oraz aspektami komercyjnymi i handlowymi. Obszar finansowy obejmuje między innymi sprawdzenie historycznych informacji finansowych oraz sprawdzenie zakresu zarządzania finansami. Jego głównym rezultatem jest potwierdzenie wyników finansowych oraz zapewnienie informacji bazowych do wyceny. W ramach aspektów prawnych analizowane są przede wszystkim umowy oraz sprawy sporne. W wyniku tego badania uzyskiwane są informacje o udzielonych gwarancjach i potencjalnych odszkodowaniach, kontraktach zakupowych i kontraktach sprzedaży. Obszar handlowy/komercyjny uwzględnia badanie dynamiki rynku, pozycji konkurencyjnej na tle branży oraz perspektywę pozycji konkurencyjnej w przyszłości. W odniesieniu do branży górniczej i sektora wydobycia miedzi kluczowe znaczenie ma obecna oraz przyszła pozycja aktywa na globalnej krzywej kosztowej.

W ramach obszarów dodatkowych, analiza zasobów ludzkich i kultury organizacyjnej uwzględnia między innymi warunki zatrudnienia pracowników, ich poziom zaangażowania i motywacji oraz kulturę organizacyjną. Rezultaty badania powinny obejmować ujawnienie zobowiązań względem pracowników, ocenę potencjalnych kosztów i ryzyk związanych z obszarem HR, priorytetyzację kwestii HR w procesie integracji potransakcyjnej (ang. post-merger integration) oraz ocenę dopasowania kulturowego. Rozszerzeniem badania HR jest również analiza obszarów zarządzania, gdzie oceniana jest jakość zarządzania i struktura organizacyjna w celu wskazania potencjalnych, głównych obszarów integracyjnych oraz

wskazania potencjalnej, nowej struktury organizacyjnej. Obszar emerytalny skupia się z kolei na planach emerytalnych i ich wycenie w celu minimalizacji ryzyka braku środków na przyszłe zobowiązania emerytalne. Obszar podatkowy badania due diligence obejmuje poziomy opodatkowania oraz zobowiązania podatkowe. Badanie w tym zakresie ma za zadanie uniknięcie nieprzewidzianych wcześniej zobowiązań podatkowych oraz wskazanie szans do optymalizacji podatkowych po zakończonej integracji potransakcyjnej. Due diligence w zakresie technologii informatycznych zakłada badania i zapytania w kwestiach wydajności, struktury własnościowej oraz spójności systemów informatycznych. Finalny rezultat badania powinien uwzględniać ocenę możliwości integracji systemów informatycznych połączonych struktur i związanych z tym kosztów. Obszar praw własności intelektualnej obejmuje zasadność, okres ochrony patentów i innych praw własności intelektualnej, natomiast obszar analizy nieruchomości i infrastruktury bada akty własności, ewidencję nieruchomości w księgach wieczystych, umowy najmu i dzierżawy oraz w przypadku aktywów górniczych prawa do mineralizacji, praw do powierzchni i koncesje eksploracyjne oraz wydobywcze. W zakresie badania potencjalnego wpływu regulacji antymonopolowych analizowane są wymogi związane z decyzjami administracyjnymi w tym zakresie. Analiza ryzyka i ubezpieczeń z kolei obejmuje przeszłe, obecne i przyszłe ekspozycje na ryzyko związane z prowadzoną działalnością oraz strukturę i koszty obecnego programu ubezpieczeń między innymi w celu oceny kosztów i korzyści związane

z ekspozycją na dane ryzyko względem możliwości jego transferu na podmioty zewnętrzne.

Specyfika działalności spółek w branży górniczej wymaga odpowiedniej modyfikacji i dostosowania obszarów procesu badania due diligence. Wyszczególnione powyżej aspekty należy również uzupełnić o obszary związane z kwestiami technicznymi i operacyjnymi, geologicznymi, geopolitycznymi oraz rozszerzonymi kwestiami środowiskowymi. Obszar badania geopolityki analizuje kwestie związane z regionem prowadzonej działalności i regulacjami dotyczącymi górnictwa w danej jurysdykcji w celu identyfikacji ryzyk geopolitycznych. Analiza due diligence w zakresie geologii obejmuje ocenę poziom rozpoznania geologicznego między innymi w celu potwierdzenia zgodności z międzynarodowymi standardami raportowania (na przykład NI 43-101). Obszar techniczny w przypadku aktywów górniczych skupia się na metodach wydobywania, analizie prac inżynierskich, kwestiach związanych między innymi z geotechniką i hydrogeologią w celu identyfikacji strategicznych ryzyk technicznych. Obszar operacyjny due diligence zakłada analizę planów produkcji oraz założeń metalurgicznych w celu oceny ryzyk związanych z utrzymaniem ciągłości produkcyjnej oraz możliwościami wprowadzenia ulepszeń w procesie produkcyjnym. Zakres badania środowiskowego obejmuje wpływ regulacji środowiskowych, zobowiązania środowiskowe w przypadku aktywa górniczego potencjalny wpływ zobowiązań rekultywacyjnych w przyszłości.

Literatura – References

1. PWC.2019. Shifting Ground – Canadian Mine. [cyt. 2020-01-09]. [online]. dostęp poprzez URL <https://www.pwc.com/ca/en/industries/mining/canadian-mine/shifting-ground.html>
2. EY. 2018. Mergers, acquisitions and capital raising in mining and metals.
3. Statista.2020. Value Of M&A Deals Globally 1985-2019. [cyt. 2020-01-04]. [online]. dostęp poprzez URL <https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>
4. Heritage Foundation. 2020. Index Of Economic Freedom. [cyt. 2020-01-07]. [online]. dostęp poprzez URL <https://www.heritage.org/index/country/poland>
5. S&P Global Market Intelligence.2018. Metals and mining research M&A activity in 2018 — Overview.
6. Yaw Koi-Akrofi G.2016. Mergers and acquisitions failure rates and perspectives on why they fail, International Journal of Innovation and Applied Studies 17(1):150-158
7. Daniel Stewart & Company.2009:. AIM M&A Survey. [cyt. 2020-01-08]. [online]. dostęp poprzez URL <http://www.danielstewart.co.uk/Assets/19314/aim%20m%26a%20survey%202009.pdf>
8. Epstein M. 2005. The determinants and evaluation of merger success, Business Horizons, Vol. 48, str. 37-46
9. Howson P.2017. Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions. Taylor & Francis. str. 4. przykład własny
10. Spedding L. 2009. Due Diligence Handbook: Corporate Governance, Risk Management and Business, str. 4
11. Kozina A. 2011: Analiza due diligence w planowaniu negocjacji przejęć, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 686, str. 656
12. Savović S.2013: Due diligence as a key success factor of mergers and Acquisitions, Actual Problems of Economics - January 2013.
13. Howson P. 2003: Due Diligence: The Critical Stage in Acquisitions and Mergers, Gower Publishing Limited, str. 8.
14. Bing G.1996: Due Diligence Techniques and Analysis: Critical Questions for Business Decisions, Greenwood Publishing Group, str. 6.
15. KPMG. 2019. Risks and opportunities for mining: Outlook 2019.
16. Fraser Institute Annual Survey Of Mining Companies 2018
17. EY 2019. Top 20 business risks and opportunities in 2020, [cyt. 2020-01-02]. [online]. do-stęp poprzez URL https://www.ey.com/en_gl/mining-metals/10-business-risks-facing-mining-and-metals
18. MINING TECHNOLOGY. 2019 [cyt. 2020-01-11]. [online]. dostęp poprzez URL <https://www.mining-technology.com/features/licence-to-operate-understanding-the-biggest-challenge-for-mining-in-2019/>

Key Due Diligence Areas in Merger and Acquisition Processes in the Mining Industry

The purpose of the article is to present the specifics of the areas of due diligence that should be carried out in relation to mining assets, with particular reference to the copper ore mining sector. Due diligence is an important element of the investment decision making process as part of mergers and acquisitions transactions, as well as in joint ventures or the process of selection of a strategic partner. It allows the acquisition and selection of information to de-terminine the risk and potential benefits of accompanying transactions. Due diligence is one of the key factors influencing the further success of M&A transactions, also in the mining sector. The specificity of the operations of companies in the mining industry requires appropriate modification and adjustment of the areas of due diligence process.

Keywords: *due diligence, mergers and acquisitions, M&A*