

Due diligence – źródła danych do analizy

Edyta Piątek, Ilona Dziejic-Jagocka*

Streszczenie: *Cel* – Celem opracowania jest określenie znaczenia *due diligence*, jako podstawy do oszacowania wartości planowanego przedsięwzięcia, w szczególności wskazanie zakresu i źródeł informacji czerpanych w tej procedurze do podjęcia ostatecznych decyzji inwestycyjnych.

Metodologia badania – Sprowadza się do porównania zakresu informacyjnego danych powszechnie dostępnych z potrzebami informacyjnymi koniecznymi do prawidłowego oszacowania wartości udziałów sprzedawanej spółki w procedurze *due diligence*.

Wynik – Z przeprowadzonej analizy wynika, iż dla szacowania wartości udziałów w procedurze *due diligence* konieczne jest sięgnięcie po szereg innych danych niż dostępne w standardowych dokumentach finansowych i księgowych. Szczególnie informacje o zasobach ludzkich i efektywności handlowej stanowią ważny element algorytmu szacowania wartości udziałów spółki.

Oryginalność/wartość – Rozważania wskazują, iż cel badania w procedurze *due diligence* ma znaczenie dla zakresu informacyjnego, jakim obejmuje się badany podmiot. Sprzedaż udziałów spółki w procedurze *due diligence* wymaga informacji o zasobach ludzkich i efektywności handlowej.

Słowa kluczowe: *due diligence*, wycena udziałów, zasoby ludzkie

Wprowadzenie

Due diligence jest badaniem lub audytem potencjalnej inwestycji, którego celem jest potwierdzenie wszystkich faktów dotyczących sprzedaży dla ochrony interesów podmiotu lub podmiotów zawierających transakcję kupna-sprzedaży. Pojęcie *due diligence* tłumaczone dosłownie oznacza badanie (dochodzenie) z należytą rzetelnością i starannością. W terminologii bankowej *due diligence* to określenie definiujące postępowanie ekspertów, takich jak audytorzy i prawnicy, w związku z przeprowadzaną wyceną na potrzeby nowej emisji papierów wartościowych, fuzji i przejęć (Brzozowska 2011).

Dostęp do informacji jest podstawowym warunkiem skutecznego inwestowania. Właściwy dobór informacji nie jest łatwy, a dodatkową barierę stwarza asymetria informacji. W transakcjach kupna-sprzedaży sprzedający posiada przewagę informacyjną powodującą dodatkowe ryzyko dla kupującego. Sposobem na pokonanie takiej bariery jest przeprowadzenie przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych wnikliwych i starannych analiz, zwanych *due diligence*. Im wyższe ryzyko inwestycyjne, tym większa uwaga powinna być skupiona na wynikach *due diligence* (Fołtyn 2005).

* dr Edyta Piątek, Politechnika Świętokrzyska, Instytut Ekonomii i Zarządzania, Aleja Tysiąclecia Państwa Polskiego 7, 25-314 Kielce, e-mail: epiatek@tu.kielce.pl; mgr Ilona Dziejic-Jagocka, Politechnika Świętokrzyska, Wydział Zarządzania i Modelowania Komputerowego, Aleja Tysiąclecia Państwa Polskiego 7, 25-314 Kielce, e-mail: dz.ilona@gmail.com.

1. Istota i znaczenia *due diligence*

W swej istocie *due diligence* zajmuje się badaniem aktywów podmiotu będącego przedmiotem inwestycji dla uzyskania szczegółowych informacji dotyczących stanu faktycznego. Badanie nie jest ograniczane tylko do analizy przedłożonych dokumentów przez podmiot zainteresowany sprzedażą, ale obejmuje również wizję lokalną na miejscu oraz korzystanie z wiedzy i doświadczenia specjalistów z zakresu prawa, finansów, rachunkowości, inżynierii, ochrony środowiska, zarządzania, marketingu itp. (Fołtyn 2005: 48–58).

Procedura przeprowadzania *due diligence* jest dopasowana do określonego badanego przypadku. Przy czym analiza *due diligence* powinna zapewnić: zidentyfikowanie i oszacowanie ryzyka związanego z przyszlą inwestycją, określenie specyfiki funkcjonowania przedsiębiorstwa i branży, w tym struktury kosztów, struktury rynku, dostawców i odbiorców itp., wypracowanie strategii negocjacyjnej z kontrahentem, zaplanowanie harmonogramu transakcji, zwiększenie szans na pomyślne przeprowadzenie transakcji i późniejszej integracji łączonych przedsiębiorstw (w przypadku fuzji lub przejęcia).

Głównym zadaniem *due diligence* jest oszacowanie ryzyka związanego z planowaną inwestycją. Zakres tego badania jest bardziej obszerny od zakresu audytu finansowego, z którym często jest utożsamiane, gdyż nie ogranicza się tylko do badania otoczenia wewnętrznego, ale obejmuje również analizę otoczenia zewnętrznego (Wójtowicz 2007: 1). Każde badanie *due diligence* ma charakter zindywidualizowany, w zależności od specyfiki badanego podmiotu, zakres takiego badania może być również zróżnicowany – od szczegółowej analizy prawnej, wyceny podmiotu poddanego analizie, analizy finansowej, analizy konkurencyjności, po analizę techniczną i technologiczną oraz szczegółowe rozpoznanie sytuacji, intencji zaangażowanych stron i dostosowanych do nich warunków. Zakres jest określany przez potencjalnego inwestora i zależy od jego podejścia do ryzyka inwestycyjnego, a często od posiadanej wiedzy i doświadczenia.

Na proces *due diligence* (DD) składa się gromadzenie informacji i przeprowadzenie dokładnej analizy dotyczącej wszystkich aspektów funkcjonowania spółki. Badanie *due diligence* pozwala na ocenę ryzyka inwestycyjnego oraz wskazuje na efekty synergiczne otoczenia, w którym działa poddany analizie przedsiębiorca. Dzięki DD zredukowane jest ryzyko pojawienia się różnych okoliczności i zjawisk trudnych do identyfikacji, jeśli analiza jest ograniczona wyłącznie do badania sprawozdań finansowych podmiotu. Zjawiska te mogą posiadać znaczący, a czasami nawet podstawowy wpływ na funkcjonowanie podmiotu po dokonaniu inwestycji. Procedura DD staje się nieodłącznym elementem poprzedzającym dokonywanie strategicznych transakcji kapitałowych.

Badanie *due diligence* co do zasady składa się z dwóch elementów:

- analizy prawnej (*legal due diligence*),
- analizy finansowej (*financial due diligence*).

Audyt prawny posiada kluczowe znaczenie dla określenia potencjalnych zagrożeń i ryzyk, jakie mogą pojawić się w przyszłości, a wynikają ze stanu prawnego badanej spółki.

Rzetelne i profesjonalnie przeprowadzone badanie prawne jest szczególnie istotne dla powodzenia transakcji, gdyż zakres i rodzaj informacji udostępnianych podmiotom, na zlecenie których prowadzone jest badanie prawne spółki, może mieć istotne znaczenie dla późniejszej oceny ewentualnej odpowiedzialności sprzedawcy z tytułu rękojmi.

Aby we właściwy sposób zrozumieć istotę prawnego *due diligence*, należy najpierw zrozumieć definicję przedsiębiorstwa zawartą w art. 551 k.c. tj.: „Przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Obejmuje ono w szczególności:

- oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa),
- własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości,
- prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych,
- wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i inne środki pieniężne,
- koncesje, licencje, zezwolenia; patenty i inne prawa własności przemysłowej; majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne,
- tajemnice przedsiębiorstwa,
- księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej”.

Opierając się na powyższej definicji, należy wziąć pod uwagę, iż prawidłowo przeprowadzone prawnie *due diligence* powinno uwzględniać poszczególne składniki przedsiębiorstwa.

Jak już wspomniano, badanie DD nie podlega ścisłym procedurom. Jest prowadzone w wielu kierunkach. Zakres DD zależy między innymi od wielkości firmy, jakości dostarczonych dokumentów, oczekiwań zleceniodawcy badania. W zależności od celów badania może ono zawierać wszystkie bądź jedynie wybrane aspekty analizy stanu formalno-prawnego oraz analizy sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki. Ze względu na przedmiot analizy wyróżnia się takie rodzaje *due diligence*, jak:

- biznesowe,
- finansowe,
- w obszarze sprzedaży i marketingu,
- pracownicze,
- systemu księgowego i obiegu informacji w spółce,
- w obszarze zarządzania aktywami,
- w zakresie zarządzania ryzykiem spółki.

Pozyskanie informacji na temat danego przedsięwzięcia podczas realizacji *due diligence* odbywa się kilkutorowo, tzn.:

1. Zapoznanie się z treścią dokumentów analitycznych przygotowanych przez przedsiębiorcę specjalnie na użytek potencjalnego inwestora, tj. streszczenie inwestycji czy biznesplan.
2. Zapoznanie się z treścią dokumentów, które zostały przedstawione na wyraźną prośbę prowadzącego *due diligence*, np. szczegółowych informacji dotyczących danego zagadnienia, informacji analitycznych nieujętych wcześniej w przygotowanych dokumentach, pełnych sprawozdań finansowych.
3. Samodzielne gromadzenie informacji, tj.: kontakty z klientami lub potencjalnymi klientami, bankiem, ekspertami branżowymi, osobami i podmiotami związanymi z przedsiębiorcą w przeszłości (np. byłymi klientami, dostawcami, bankiem itp.), analiza konkurentów, szczegółowa analiza sprawozdań finansowych i projekcji, analiza prawna, księgowość, istniejących wycen rynkowych konkurentów itp.

Z powyższego wynika, iż zakres informacji koniecznych do pozyskania w ramach analizy *due diligence* jest bardzo szeroki i nieograniczony, wychodzący poza treść dokumentacji finansowej i księgowej.

2. Zakres informacyjny badania *due diligence* – przykład

Dla celów niniejszego artykułu poddano analizie zakres informacyjnych danych ujawnionych w procedurze *due diligence* sprzedaży 100% udziałów spółki zajmującej pozyskiwaniem energii z alternatywnych źródeł.

Zapytanie o chęć udziału w sprzedaży Właściciel skierował do wybranych Inwestorów, którzy już w październiku 2011 roku podpisali regulamin procedury *due diligence* (VDR). W punkcie 2.11 wpisano, że materiały zgromadzone w VDR mogą być uzupełniane o dodatkowe dokumenty. Regulamin przewidywał, że w trakcie badania spółki potencjalni inwestorzy i ich doradcy będą mogli dokonać jednokrotnych oględzin stanu technicznego majątku spółki. W VDR, zgodnie z załącznikiem 2, miały być udostępnione dokumenty i informacje dotyczące:

- zagadnień prawnych i organizacyjnych,
- nieruchomości,
- praw na obrotach niematerialnych o charakterze majątkowym,
- stanu prawnego wynikającego z przepisów prawa pracy,
- umów (aktualne),
- ochrony środowiska,
- sprawozdań finansowych i zagadnień prawno-podatkowych.

Do inwestorów skierowano memorandum informacyjne, które zawierało takie dane, jak:

- podsumowanie zarządcze,
- prezentacja spółki (informacje podstawowe, strukturę własnościową i jej zmiany, strukturę organizacyjną),

- działalność spółki (uwarunkowania historyczne rozwoju spółki, profil gospodarczy – rynki, usługi, produkty, otoczenie rynkowe, pozycję na rynku, analizę SWOT, wielkość i strukturę sprzedaży, dynamikę sprzedaży, największych odbiorców, największe kontrakty w latach 2010–2011, największych dostawców towarów i materiałów, usług, kluczowe wydarzenia kształtujące biznes spółki i wpływające na jej pozycję rynkową),
- majątek spółki (nieruchomości, maszyny urządzenia i środki transportu, inwestycje w latach 2009–2011, ubezpieczenia),
- sytuacja ekonomiczno-finansowa (analiza sprawozdań finansowych, analiza wskaźnikowa, należności i zobowiązania),
- pozostałe informacje (postępowania sądowe i administracyjne, informacje o prawnych aspektach ochrony środowiska, znaki towarowe, licencje, patenty, działalność badawczo-rozwojowa, certyfikaty, kapitał ludzki, wynagrodzenia, organizacje związkowe działające w spółce),
- plany rozwojowe spółki na lata 2011–2013 (prognozy finansowe działalności spółki w 2011 r., planowane nakłady modernizacyjne i inwestycyjne).

Po wstępnej analizie powyższych danych i zgłoszonej przez Inwestorów dalszej chęci udziału w sprzedaży, Właściciel w odpowiedzi na ich sugestie zgodził się na udostępnienie dalszych informacji i dokumentów w ramach procesu *due diligence* oraz możliwość spotkań z Zarządem i pracownikami Spółki. W związku z tym dokonano zmiany w regulaminie VDR poprzez umożliwienie niejednokrotnych oględzin stanu technicznego majątku spółki oraz odbycie jednego spotkania z Zarządem Spółki i jednego dodatkowo z Zarządem i kluczowymi pracownikami Spółki.

Wszystkie powyższe informacje stanowią podstawę dla decyzji inwestorskich. Ich szczegółowa analiza mogła zrodzić konieczność pogłębienia wiedzy w niektórych z wymienionych obszarów i stać się podstawą do kolejnych wątpliwości i zapytań oraz wniosków o dodatkowe wyjaśnienia.

Pogłębienie badania *due diligence* wynikało również z przyjętego harmonogramu prac doradcy transakcyjnego. Harmonogram ten obejmował:

- analizę informacji i dokumentów zamieszczonych w VDR oraz przygotowanie wykazu dokumentów dodatkowych/do uzupełnienia przez badaną spółkę,
- wizytację w siedzibie badanej spółki przeprowadzonej przez przedstawicieli zespołu badającego,
- zaprezentowanie wniosków z odbytej wizytacji Inwestorowi,
- spotkanie Inwestora i przedstawicieli sprzedawanej Spółki,
- przekazanie analizy *due diligence* i wyceny przedsiębiorstwa.

Głównym celem analizy *due diligence* była wycena Spółki w wartości rynkowej kapitałów własnych za pomocą dwóch niezależnych podejść: metody majątkowej i metody porównawczej. W związku z powyższym Inwestor uznał, iż niezbędnymi do prawidłowej oceny funkcjonowania Spółki są informacje o liczbie i rodzaju oraz zakresie umów o roboty budowlane oraz inne dodatkowe informacje w postaci:

- umów z podwykonawcami,
- przykładowej oferty wraz z kalkulacją kosztów (kosztorysem),
- kosztorysu jednej z umów realizowanych, sposób budżetowania, marże,
- wstępnych wyników finansowych za rok 2011,
- szczegółowych zestawień analitycznych kont zespołu 4 i 5,
- rachunku kosztów pełnych, rachunku kosztów zmiennych (analiza kosztów w 2009, 2010, 2011),
- liczby i wykazu osób zatrudnionych w spółce, posiadających uprawnienia budowlane wraz z informacją na temat tego, jakich obszarów dotyczą uprawnienia, roku uzyskania uprawnień, działu, w którym poszczególne osoby są zatrudnione oraz zajmowanego stanowiska (wg schematu organizacyjnego przedsiębiorstwa),
- liczby i wykazu osób z wykształceniem wyższym technicznym zatrudnionych w spółce (inżynierów, inżynierów magistrów) w rozbiciu na wiek i ukończony kierunek studiów oraz dział (jednostkę), w którym pracują i zajmowane stanowisko,
- schematów działania działu ofertowego od momentu pozyskania ogłoszenia o zamówieniu do czasu skompletowania oferty,
- zatrudnienia kadry z wykształceniem średnim, zawodowym i niższym w rozbiciu na rodzaj wykonywanych zadań,
- skuteczności działu ofertowego na przestrzeni ostatniego roku oraz liczby wygranych przetargów z zaznaczeniem liczby przetargów składanych i wygranych.

W kolejnych założeniach Inwestor oczekiwał również informacji o:

- zawartych i zrealizowanych przez Spółkę kontraktów i zawartych umów z podwykonawcami oraz perspektyw rynkowych i kontraktowych,
- wypracowanych warunków pakietu socjalnego przed sfinalizowaniem umowy sprzedaży,
- wyjaśnieniu powiązań pomiędzy Spółką a podmiotami używającymi tej samej nazwy,
- podjęciu wspólnych decyzji w celu wypracowania rozwiązań prawnych dotyczących zakazu konkurencji, obejmujących sprzedającego i zarząd Spółki,
- przeznaczeniu zysku netto Spółki za rok 2011,

Zasadność i konieczność powyższych informacji została zakwestionowana przez Właściciela, który odmówił ich ujawnienia. Jednocześnie Inwestor w obawie, iż nie zna odpowiedzi na wymienione kwestie ostrożnie wycenił akcje Spółki i jego oferta została odrzucona.

Powstaje pytanie, czy powyższe dane miałyby wpływ na wyniki analizy due diligence i oszacowaną wartość udziałów sprzedawanej Spółki.

Uwagi końcowe

Badanie *due diligence* ma charakter zindywidualizowany i wymaga informacji z zakresu prawno-formalnego, finansowego, marketingowego, konkurencyjności, technicznego, ekologicznego. Połączenie wyników *due diligence* z wiedzą i doświadczeniem inwestorów w prowadzeniu negocjacji i uzgadnianiu warunków może wpłynąć na bardziej precyzyjną identyfikację i ocenę ryzyka. W analizie *due diligence* istotne jest, aby nie była traktowana jako wypełnienie wymogów formalnych wynikających z przepisów prawa, ale jako aktywny instrument wspomagający podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Powinna ona zapewnić m.in. zidentyfikowanie i oszacowanie ryzyka związanego z przyszłą inwestycją, określenie specyfiki funkcjonowania przedsiębiorstwa i branży, w tym struktury kosztów, struktury rynku, dostawców i odbiorców.

Zakres analizy *due diligence* jest określany przez potencjalnego inwestora i zależy od jego podejścia do ryzyka inwestycyjnego, a często od posiadanej wiedzy i doświadczenia. Przy czym prawidłowo przeprowadzone *due diligence* powinno uwzględniać analizę wszystkich składników przedsiębiorstwa, w szczególności zasobów ludzkich nieujawnionych w sprawozdaniach finansowych, a mających decydujące znaczenie w sukcesie przedsiębiorstwa.

Dla przedsiębiorcy będącego przedmiotem badania, mimo formalnych zabezpieczeń (umowa o zachowaniu poufności), jest to proces ryzykowny, zwłaszcza, gdy nie dochodzi do inwestycji. Inwestor decydujący się na sprzedaż udziałów powinien dążyć do przedstawienia wszystkich informacji ważnych dla Inwestora, a mogących go przekonać o potencjale kupowanej spółki. W przypadku wątpliwości po wstępnej analizie przedłożonych dokumentów, podmiot zainteresowany sprzedażą inicjuje wizję lokalną na miejscu oraz spotkanie z pracownikami, w szczególności, gdy badanie *due diligence* prowadzić ma do oszacowania wartości przedsiębiorstwa za pomocą metody majątkowej.

Literatura

- Brzozowska K. (2012), *Due diligence jako źródło informacji w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych*, Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, nr 91, s. 17–26
- Fołtyn W. (2005), *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa.
- Wójtowicz J. (2007), *Due diligence, czyli ryzyko pod kontrolą*, www.ipo.pl.

DUE DILIGENCE – THE SOURCE OF DATA FOR ANALYSIS

Abstract: *Purpose* – The purpose of the study is to determine the importance of due diligence, as a basis for estimating the value of the proposed project, in particular an indication of the extent and sources of information derived in this procedure to make final investment decisions. The research methodology is reduced to comparison of the data publicly available information with the information requirements necessary to prop-

erly assess the value of the shares sold to the company's due diligence process.

Result – The analysis shows that for estimating the value of shares in the due diligence process, it is necessary to tap into a range of other data than available in standard financial and accounting documents. In particular, information on human resources and business efficiency is an important element of the algorithm for estimating the value of the shares.

Originality/value – The considerations indicate that the purpose of the study in the due diligence process is important for a range of information which includes a test subject. The sale of the shares in the due diligence process requires information about human resources and business efficiency.

Keywords: due diligence, valuation of shares, human resources

Cytowanie

Piątek E., Dziedzic-Jagocka I. (2015), *Due diligence – źródła danych do analizy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 653–660; www.wneiz.pl/frfu.