

**Krystyna Brzozowska**

Zakład Finansów

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie

## ***Due diligence* jako źródło informacji w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych**

### **Wstęp**

Podejmowanie decyzji, zwłaszcza o charakterze długoterminowym i strategicznym, jest utrudnione z uwagi nie tyle na brak, ile na zbyt wiele informacji, które w efekcie mogą zakłócać obiektywny obraz badanego zjawiska. Pokonanie tych barier wymaga odpowiedniego doboru i selekcji posiadanych informacji w celu określenia ryzyka oraz potencjalnych korzyści płynących z określonej inwestycji.

Decyzje inwestycyjne można schematycznie określić jako transakcje kupna-sprzedaży, których immanentną cechą jest asymetria informacji oraz *moral hazard*. Posiadacz walorów (projektu, know-how, aktywów trwałych, wartości niematerialnych i prawnych, papierów wartościowych) dysponuje informacjami, którymi nie zawsze chce dzielić się z potencjalnym nabywcą tych walorów. Natomiast jego zamiarem jest przedstawienie planowanej inwestycji w sposób gwarantujący najwyższy poziom ceny sprzedaży. Przykładowo może wyolbrzymiać korzystne informacje, a zatajać lub retuszować informacje wskazujące na słabości i zagrożenia planowanego przedsięwzięcia. Potencjalny inwestor (nabywca), dla ochrony własnych interesów, powinien zadbać o uzyskanie jak najbardziej obiektywnego „obrazu” przyszłej transakcji. Występująca w takich wypadkach asymetria informacji i ryzyko nadużyć determinuje potrzebę dokładnego diagnozowania zdarzeń przez zainteresowane strony, szczegółowego rozpoznania warunków, zasad, zwyczajów i intencji potencjalnych partnerów. W tym celu przeprowadza się szczegółowe badanie *due diligence*, stanowiące bazę do podejmowania strategicznych decyzji inwestycyjnych.

Celem opracowania jest wskazanie znaczenia *due diligence* jako podstawy do oszacowania planowanego przedsięwzięcia pod kątem korzyści i ryzyka oraz podjęcia ostatecznych decyzji inwestycyjnych.

## Istota i zastosowanie *due diligence*

*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 [Mączyńska 2001 s. 1]. W terminologii bankowej *due diligence* jest to określenie definiujące postępowanie ekspertów, takich jak audytorzy i prawnicy, w związku z przeprowadzaną wyceną na potrzeby nowej emisji papierów wartościowych, fuzji i przejęć [Banking Terminology 1991, s. 124].

W swej istocie *due diligence* zajmuje się badaniem aktywów podmiotu będącego przedmiotem inwestycji dla uzyskania szczegółowych informacji dotyczących stanu faktycznego. Badanie nie jest ograniczone 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, s. 48–58]. Procedura przeprowadzania *due diligence* jest dopasowana do określonego badanego przypadku.

Analiza *due diligence* powinna zapewnić:

- zidentyfikowanie i oszacowanie ryzyka związanego z przyszłą 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, ponieważ nie ogranicza się tylko do badania otoczenia wewnętrznego, ale obejmuje również analizę otoczenia zewnętrznego [Wójtowicz 2007, s. 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 (por. tab. 1). Zakres jest określany przez potencjalnego inwestora i zależy od jego podejścia do ryzyka inwestycyjnego, a często od posiadanej wiedzy i doświadczenia.

**Tabela 1**  
Zakres badania *due diligence*

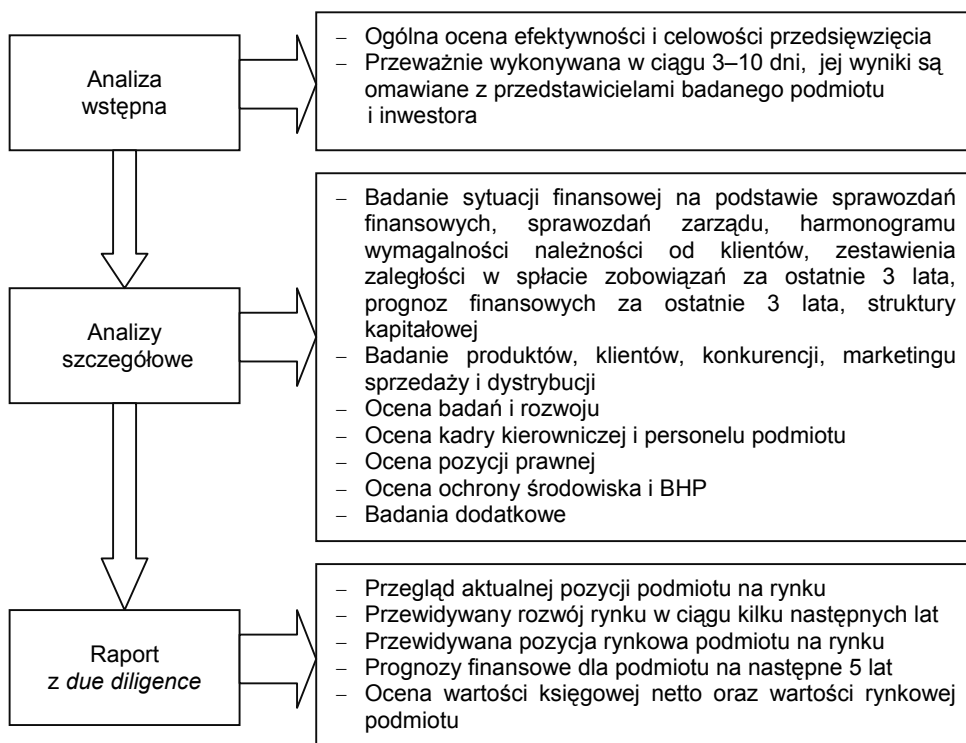
Sfera	Objaśnienie
Analiza finansowa	Ocena na podstawie danych sprawozdania finansowego: bilansu, rachunku zysków i strat, sprawozdania z przepływów pieniężnych, informacji dodatkowej, analizy zmian w kapitałach.
Analiza prawna	Ocena historii i aktualnego statusu przedsięwzięcia, praw własności, zawartych umów, posiadanych pozwoleń, stanu zobowiązań, postępowań karnych, sądowych, administracyjnych.
Analiza nieruchomości	Status prawny nieruchomości, ich stan techniczny na podstawie opinii i operatorów rzeczoznawców majątkowych.
Analiza obciążeń podatkowych	Ocena stopnia regulowania zobowiązań z tytułu podatków i wynikających z tego skutków kontrolnych. Ocena wykorzystania tarczy podatkowej.
Analiza zarządzania kapitałem ludzkim	Analiza struktury kadrowej według wybranych kryteriów. Ocena procedur indywidualnych ścieżek kariery.
Analiza techniczna	Ocena stopnia nowoczesności i uniwersalności potencjału wytwórczego i jego wydajności.
Analiza organizacji	Identyfikacja i ocena struktur organizacyjnych i ich efektywności.
Analiza aspektów psychologicznych i etyczno-moralnych	Ocena kontaktów międzyludzkich, postaw pracowniczych i właścicielskich.
Analiza przepływu informacji	Ocena sprawności gromadzenia i przepływu informacji oraz identyfikacja barier i niesprawności.

Źródło: Opracowanie na podstawie [Mączyńska 2001, s. 3–4].

Rzetelne i prawidłowe przeprowadzenie całej procedury jest trudne, wymaga doświadczenia i głębokiej wiedzy badających dla zrozumienia i uchwycenia istotnych szczegółów w aspekcie planowanej inwestycji. Schemat 1 obrazuje, jak wnikliwa może i powinna być analiza *due diligence*.

Zakres prac związanych z przeprowadzeniem *due diligence* podkreśla jego szczegółowość i staranność w podejściu do oceny planowanego przedsięwzięcia. Podstawowym zadaniem takiego badania jest wnikliwa ocena ryzyka inwestycyjnego dla potencjalnego nabywcy. Przeprowadzenie profesjonalnej analizy ryzyka wymaga nie tylko wysokich umiejętności analitycznych, ale także dobrej znajomości specyfiki działania przedsiębiorstwa.

Na podstawie *due diligence* są formułowane wnioski dotyczące przyszłej inwestycji i okresu jej realizacji, jej wpływu na sytuację inwestora oraz ponoszonego ryzyka z uwzględnieniem alternatywnych rozwiązań inwestycyjnych i ich skutków, konsekwencji podatkowych, konieczności uzyskania niezbędnych licencji i pozwoleń, koniecznych modernizacji, zakupów, czy spodziewanych zmian w otoczeniu gospodarczym i politycznym mogących mieć wpływ na dany podmiot.



### Schemat 1

Standardowy przebieg *due diligence*

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Mączyńska 2001, s. 4–5; Johnson 2000, s. 76–80].

## Podejście inwestorów do *due diligence*

Przydatność *due diligence* przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych zależy od umiejętności analitycznych konsultantów, którym zlecono wykonanie takich prac, ale także od samych inwestorów oraz ich wiedzy i doświadczenia.

Inwestorzy początkujący, bez większego doświadczenia menedżerskiego i inwestycyjnego, generalnie nie przykładają większej wagi do wyników badania *due diligence*, a nawet mogą nie mieć świadomości, że takie badanie należałoby przeprowadzić. Inną sprawą może być kwestia zbyt wysokiej odpłatności za przeprowadzenie badania, a początkujący inwestorzy najczęściej borykają się z pokryciem luki kapitałowej na samym starcie. Większe znaczenie dla nich ma osoba sprzedającego oraz ocena jego umiejętności i wizji dalszego rozwoju inwestycji.

Dla inwestorów dużych i doświadczonych badanie *due diligence* jest bardzo ważnym i nieodzownym elementem prac nad podejmowaniem decyzji inwesty-

cyjnych. Generalnie tacy inwestorzy wymagają przeprowadzenia bardziej szczegółowego badania, co wynika z ich większego doświadczenia inwestycyjnego i inwestowania w większe projekty. Inwestorzy tacy prowadzą więcej badań dotyczących branży, częściej spotykają się z potencjalnymi inwestorami przed inwestowaniem, zbierają więcej obiektywnych opinii o projektach będących celem inwestycji, analizują syntetycznie dane finansowe, wymagają bardziej obszernego biznesplanu od przedsiębiorcy, ponoszą wyższe koszty badań, staranniej dokumentują proces inwestycyjny, konsultują się z wieloma osobami przed zainwestowaniem i inwestują na dłużej.

Mali, mniej doświadczeni inwestorzy działają mniej wyrefinowanie i częściej ad hoc kierują się bardziej wewnętrznym wyczuciem niż wynikami wszechstronnych analiz.

Dla zilustrowania problemu można przytoczyć wyniki przeprowadzonych na rynku brytyjskim badań dotyczących rynku venture capital, które wskazały, że inwestorzy formalni stosują inne podejście do problemów *due diligence*. Fundusze venture capital angażują się w inwestycje średnio dziesięciokrotnie większe niż aniołowie biznesu – inwestorzy nieformalni, a ich zaufanie i przykładanie znaczenia do *due diligence* jest dużo większe. Wskazują na to dane dotyczące liczby spotkań z przedsiębiorcami jeszcze przed podjęciem decyzji inwestycyjnych, liczby uzyskiwanych opinii na temat przedsiębiorców, blisko dwukrotnie wyższe koszty wykonania *due diligence*, a także czas poświęcony na podjęcie decyzji inwestycyjnych. Można zatem wyciągnąć wniosek, że fundusze venture capital podchodzą do badania *due diligence* z większą uwagą i starannością niż anioły biznesu [Van Osnabrugge 2000, s. 104]. Anioły biznesu zwracają większą uwagę na kryteria inwestycyjne już po zaangażowaniu, natomiast fundusze venture capital przed zainwestowaniem.

## Ocena propozycji inwestycyjnych

Podejście do *due diligence* przekłada się także na dalsze etapy procesu przedinwestycyjnego, tj. na ocenę propozycji inwestycyjnych oraz szacowanie ich efektywności. Przy ocenie przedkładanych propozycji i szacowaniu potencjalnej efektywności planowanych projektów, oprócz diagnozy umiejętności i możliwości kapitałowych przedsiębiorców (wyników *due diligence*), są przeprowadzane analizy pod kątem szans rozwojowych (rozmiarów działalności, modelu biznesu, nabywców produktów lub usług, czasu wykonywania poszczególnych operacji), otoczenia (ekonomicznego, technologicznego, prawnego, społecznego, regulacyjnego), zaangażowanych osób (przedsiębiorców, zespołu kierowniczego, udziałowców) oraz wymagań kontraktowych (struktury umów, wyceny projektu).

Ocena propozycji najczęściej obejmuje dwa etapy. Pierwszym jest wstępna wycena i zbadanie możliwości dopasowania projektu do kryteriów przyjętych przez inwestora, jego wiedzy, znajomości branży. W drugim natomiast następuje szczegółowa ocena przedłożonej propozycji i biznesplanu, rozmowy z kierownictwem projektu, zaciąganie opinii doradców i konsultantów, szacowanie potencjalnych korzyści finansowych. Inwestorzy sprawdzają projekt pod kątem stopnia i fazy rozwoju, oferowanych produktów i popytu na nie, strategii rozwoju i możliwości wzrostu w przyszłości [Brinlee, McClure Franklin, Bell, Bullock 2004, s. 274].

Przeprowadzenie wstępnej wyceny jest podstawą określenia przez przedsiębiorców i inwestorów wielkości kapitału, jaki może być uzyskany z inwestycji. Podstawą do jej przeprowadzenia powinny być wyniki *due diligence*. Naturalną tendencją ze strony zbywających jest ustalenie możliwie jak najwyższej ceny, a dla inwestorów jak najniższej. Jeśli zbywający ustawi cenę na zbyt wysokim poziomie, może wystąpić ryzyko, że inwestorzy „uciekną” zanim nawet koncepcja zostanie sprawdzona. Inwestorzy przyglądają się przedsięwzięciom pod kątem zidentyfikowania transakcji „wygrywających” i zapewniających wyjątkowo wysoki zwrot. Jeśli natomiast zbywający będzie w stanie przekonać inwestorów do zaakceptowania nadmiernie wysokiej ceny, to końcowy wynik transakcji może być bolesny dla pierwszych inwestorów, którzy odczują obniżenie wartości swojej inwestycji. W wielu wypadkach to wystarczy do zniechęcenia kolejnych inwestorów, którzy będą nieufnie podchodzić do angażowania się w inwestycję, z której obecni są niezadowoleni. Z drugiej strony zbyt niska cena może w dużym stopniu ograniczać motywację zbywających, ponieważ w wypadku zbyt dużego zaangażowania inwestorów zewnętrznych mogą odczuwać zagrożenie utraty kontroli nad przedsięwzięciem i w konsekwencji utracić bodźce do działania.

Kolejną kwestia wymagającą rozpatrzenia jest struktura finansowania całej inwestycji. Optymalny dobór struktury finansowania i skalkulowanie kosztów finansowych daje przedsięwzięciu dobrą wyjściową pozycję do sukcesywnego zwiększania inwestycji i pozyskiwania nowych źródeł finansowania [De Noble 2001, s. 366]. Wnikliwa bieżąca analiza kosztów finansowych związanych z dostępnymi źródłami finansowania przedsięwzięcia będzie nastawiona na zmniejszenie kosztów finansowania i określenie wymagań w odniesieniu do stopy dyskontowej lub aktywów finansowych w dalszych etapach rozwoju. Taka koncepcja demonstruje skalę finansowych wymagań, zabezpiecza wszystkie elementy finansowania w jednym pakiecie, może zmniejszyć koszty przez usunięcie elementów niepewności i prezentuje silny wizerunek inwestycji zwiększający

jej prestiż. Należy jednak mieć na uwadze, że wdrożenie takiego przemysłanego i analitycznego podejścia do finansowania przedsięwzięcia może być trudne, szczególnie w przypadku nowych, małych przedsięwzięć [Aernoudt 2005, s. 369].

Potencjalni inwestorzy przy podejmowaniu decyzji biorą pod uwagę także branżę, której inwestycja dotyczy, rozwiązania techniczne i technologiczne, ewentualne udogodnienia podatkowe lub parapodatkowe, rekomendacje znajomych lub profesjonalistów, osobiste zaufanie do przedsiębiorcy oraz biznesplan. Ranga poszczególnych czynników i ich znaczenie przy podejmowaniu decyzji zależą od konkretnego projektu i upodobań czy polityki inwestycyjnej danego inwestora. Dla dużych, doświadczonych inwestorów najważniejsze znaczenie mają wyniki przeprowadzonego rachunku efektywności oparte na biznesplanie i innych elementach, wskazujące na możliwe korzyści do uzyskania dla funduszy. Znajomość branży i specyfiki procesu produkcyjnego, lokalizacja przedsięwzięcia oraz zaufanie do przedsiębiorcy nie przesądza o przewadze danej inwestycji nad innym. Z kolei mali początkujący inwestorzy preferują projekty zlokalizowane blisko ich miejsca zamieszkania, w branżach, w których mają doświadczenie, znają i rozumieją specyfikę procesów technologicznych i mają zaufanie do osoby przedsiębiorcy. I znów, dużo mniejsze znaczenie wpływające na podjęcie decyzji inwestycyjnych mają kalkulacje zawarte w biznesplanie oraz udogodnienia podatkowe [Paul, Whitham, Johnson 2003, s. 320].

Niezbędnym elementem związanym z zaangażowaniem kapitałowym oraz zawieraniem kontraktów są negocjacje, które powinny dotyczyć kluczowych kwestii projektu i jego finansowania, takich jak warunki umowy, rola przedsiębiorcy i rola inwestorów, wartość inwestowanego kapitału, zabezpieczenia finansowe i niefinansowe projektu itp. Bardzo istotne jest formalne zabezpieczenie interesów potencjalnych inwestorów, znajdujące wyraz w podpisywanej przez strony umowie czy umowach stanowiących podstawę do dochodzenia ewentualnych roszczeń. Warunki umów powinny być dopasowane do specyfiki określonego projektu i inwestora. Na etapie negocjacji są uzgadniane także rodzaje i warunki wsparcia projektu przez inwestorów.

Mniej doświadczeni inwestorzy kładą większy nacisk na dużą szczegółowość umów zawierających klauzule zabezpieczające ich interesy. Wraz z nabraniem doświadczenia inwestorzy coraz bardziej skupiają się na elementach, które mogą mieć wpływ na finansowy zwrot, a ściślej na ich udział w zyskach i ich realizację w czasie. Zakres umów staje się bardziej złożony, kiedy występuje potrzeba zawarcia umów z kilkoma inwestorami.

## Podsumowanie

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*.

Proces inwestycyjny wymaga synchronizacji działań podmiotów zainteresowanym udanym wdrożeniem i eksploatacją planowanej inwestycji, czyli zbywających, doradców, pośredników i inwestorów, wszystkich z różnymi cechami i różnymi osobowościami. Stąd ważnym czynnikiem osiągnięcia powodzenia jest wszechstronna analiza planowanego przedsięwzięcia – pod względem wymogów formalnych, wyników *due diligence*, strategii rozwoju i analizy warunków zewnętrznych. *Due diligence* nie powinno być traktowane jako wypełnienie wymogów formalnych wynikających z przepisów prawa, ale jako aktywny instrument wspomagający podejmowanie decyzji inwestycyjnych.

*Due diligence* ma charakter zindywidualizowany i swoim zakresem obejmuje analizę pod względem prawno-formalnym, finansowym, marketingowym, konkurencyjności, technicznym, ekologicznym. Prawidłowe przeprowadzenie *due diligence* wymaga wysokich umiejętności analitycznych, doświadczenia w przeprowadzaniu analizy ryzyka oraz dobrej znajomości specyfiki działania badanego podmiotu. Połączenie wyników *due diligence* z wiedzą i doświadczeniem inwestorów w prowadzeniu negocjacji i uzgadnianiu warunków może wpłynąć na bardziej precyzyjną identyfikację i ocenę ryzyka oraz na respektowanie interesów stron przez minimalizowanie występującej między stronami asymetrii informacji.

## Literatura

- AERNOUDT R., ERIKSON T.: *Business Angels Networks: A European Perspective*, Journal of Enterprising Culture 3/2003.
- AERNOUDT R.: *Executive Forum: Seven Ways to Stimulate Business Angels' Investments*, Venture Capital No. 4, 2005.
- Banking Terminology*, 3rd Ed. American Bankers Association, Washington 1991.
- BRINLEE J.B., MCCLURE FRANKLIN G., BELL J.R., BULLOCK CH.A.: *Educating entrepreneurs of Angel and Venture Capital*, Financing Options. [www.sbaer.uca.edu/research/asbe/2004](http://www.sbaer.uca.edu/research/asbe/2004).



- DE NOBLE A.: *Review Essay. Raising finance from business angels*, Venture Capital Vol. 3, No. 4, 2001.
- DULINIEC A.: *Finansowanie przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2007.
- FIET J.O.: *Venture Capital Risk Assessment: An Empirical Test Comparing Business Angels and Venture Capital Funds*. Academy of Management Proceedings, 1991.
- FOŁTYN W.: *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstwa*. Poltext, Warszawa 2005.
- JOHNSON H.: *Fuzje i przejęcia. Narzędzia podejmowania decyzji strategicznych*. Liber, Warszawa 2000.
- KELLY P., HAY M.: *Business angel contracts: the influence of context*, Venture Capital Vol. 5, No. 4, 2003.
- KUTSUNA K., HONJO Y.: *Start-up and Post – Entry Performance Evidence from Japan*. Discussion Papers Series. Kobe University, Kobe 2005.
- MARZĄLEK J.: *Wyzwania i nadzieje business angels w finansowaniu przedsiębiorstw*, [w:] Mikołajczyk B. (red.), *Finansowe uwarunkowania konkurencyjności przedsiębiorstw z uwzględnieniem sektora MSP*. Difin, Warszawa 2006.
- MASON C.M., HARRISON R.T.: *Barriers to investment in the informal venture capital sector*, Entrepreneurship & Regional Development No. 14, 2002.
- MASON C.: *Informal Source of Venture Finance*, Hunter Centre of Entrepreneurship. University of Strathclyde, Glasgow 2005.
- MASON C.M., HARRISON R.T.: *Improving Access to Early Stage Venture Capital in Regional Economies: A New Approach to Investment Readiness*. Local Economy Vol. 19, No. 2, 2004.
- MĄCZYŃSKA E.: *Due diligence w ocenie wartości przedsiębiorstw*. www.centrumwiedzy.edu.pl, 2001.
- PAUL S. WHITHAM G. JOHNSON J.B., *The operation of the informal venture capital market in Scotland*. Venture Capital Vol. 5, No. 4, 2003.
- PRASAD D., BRUTON G.D., VOZILIS G.: *Signaling value to business angels: the proportion of the entrepreneur's net worth invested in a new venture as a decision signal*, Venture Capital Vol. 2, No. 3, 2000.
- VAN OSNABRUGGE M. *A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Procedures: an Agency Theory-Based Analysis*, Venture Capital No. 2, 2000.
- WÓJTOWICZ J.: *Due diligence, czyli ryzyko pod kontrolą*. www.ipo.pl, 2007.

## **Due diligence as a source of information at investment decision process**

### **Abstract**

Investors have involved their own savings or trusted capitals in projects to gain higher returns than from other investments, according to a rule – higher risks, higher returns. A key problem is an access to entrepreneurs' comprehen-

sive and viable information, which can considerably diminish risks of incorrect investment decisions. An aim of article is to indicate places and possibilities to achieve appropriate information necessary to make investment decisions by investors, to reduce information asymmetry and moral hazard risks on stage of access to information about investment opportunities, approach to *due diligence* and a final evaluation of investment offers, and to indicate threats of incomplete, ill or even untruly information.