

Raport z badania due diligence to nie to samo co wycena majątkowa

W transakcjach zakupu wielu aktywów biznesowych, np. nieruchomości komercyjnych i gruntowych, czy fuzji i przejęć przedsiębiorstw, występują dwa rodzaje dokumentów, które dość często są ze sobą mylone: wycena rzeczoznawcy majątkowego oraz raport z badania due diligence, którego przygotowanie wymaga wielobranżowego wsparcia eksperckiego. Wskazujemy różnice między nimi

Krzysztof Czerkas

dr nauk ekonomicznych, doradca restrukturyzacyjny, nr licencji 932, były członek zarządu BRE Banku Hipotecznego i Skarbiec TFI SA odpowiedzialny za zarządzanie ryzykiem

Alojzy Kiziniewicz

rzecznik majątkowy, członek Królewskiego Instytutu Dyplomowanych Rzeczników RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors)

Badanie due diligence (dalej: d.d.) przeprowadza zazwyczaj kupujący aktywa, na swój własny koszt, aby ograniczyć ryzyko inwestycyjne. To kompleksowa analiza przedmiotu transakcji (nieruchomości, majątku, przedsiębiorstwa albo jego zorganizowanej części) oraz jej okoliczności (kondycji ekonomiczno-finansowej zbywcy). Pojęcie due diligence wywodzi się z anglosaskiej zasady caveat emptor, czyli: niech się kupujący strzeże. W prawodawstwie anglosaskim nie występuje – jak w polskim kodeksie cywilnym – zasada rękąmi w odniesieniu do rzeczy nabytej. Prawo w Polsce okazuje się często niewystarczające w kontekście ryzyka zakupu i kredytowania. Dlatego kupujący zleca analizę, która jest prowadzona:

- zarówno w odniesieniu do transakcji nabycia majątku lub przedsiębiorstwa albo jego zorganizowanych części (tzw. asset deal), jak i nabycia akcji lub udziałów (tzw. share deal) oraz
- z zachowaniem zasady należytej staranności, co wiąże się z uzyskaniem od sprzedającego wielu dokumentów oraz żądaniem wyjaśnień w przypadku wątpliwości.

Kompleksowe d.d.

Badanie to jest również uniwersalnym narzędziem, pomocnym w negocjacjach transakcyjnych. Opiera się na dokumentach i informacjach pozyskanych od zbywcy aktywów oraz na zewnętrznych źródłach informacji, tj. KRS, KRZ, BIG itd. Due diligence umożliwia wskazanie wad przedmiotu transakcji, które powinny się przełożyć na niższą cenę zakupu oraz na korzystniejsze warunki płatności. Dla banków i instytucji finansowych przeprowadzenie kompleksowego badania d.d. w momencie ubiegania się o kredyt na zakup aktywów stanowi nie tylko o ograniczeniu ryzyka, lecz jest jednocześnie potwierdzeniem profesjonalnego zarządzania.

Jaki powinien być zakres kompleksowego badania d.d.? Przedstawmy to na przykładzie nabycia nieruchomości komercyjnej. Całościowe d.d. powinno obejmować:

- ▶ **d.d. prawne**
Przedmiotem badań są:
■ tytuł prawny do przedmiotu transakcji, w tym badanie prawidłowości poprzedniego nabycia aktywów nieruchomości;
- istnienie ewentualnych roszczeń reprivatyzacyjnych;
- ciężary i ograniczenia prawne związane z nieruchomością, np. prawo pierwokupu;
- obciążenia w działach III i IV księgi wieczystej prowadzonej dla nieruchomości;
- kwestie służebności, zwłaszcza te nieuregulowane;
- umowy najmu (rozkład praw i obowiązków pomiędzy najemcą a wynajmującym, istnienie możliwości rozwiązania umowy zawartej na czas określony – opcje break) oraz umowy o zarządzanie nieruchomością (włącznie z kwalifikacją +/- goodwill zarządcy);
- zgody i pozwolenia związane z wybudowaniem, rozbudowaniem i użytkowaniem nieruchomości;
- ryzyko zakwestionowania transakcji na podstawie przepisów kodeksu karnego (art. 301 k.k.), prawa restrukturyzacyjnego (art. 304 p.r.), prawa upadłościowego (art. 127 p.u.);
- skarga pauliańska (art. 527–531 k.c.).

▶ d.d. techniczne i funkcjonalne

- W tym zakresie przedmiotem badań są m.in.:
- stan techniczny nieruchomości na podstawie dokumentacji i oględzin obiektu włącznie z otoczeniem;
 - kontrola wymiarów i specyfikacji obiektów oraz sprawdzenie inwentaryzacyjne powierzchni (włącznie z ustaleniem powierzchni wspólnej);
 - sprawdzenie zgodności projektu i wykonania zmian z obowiązującymi przepisami;
 - weryfikacja wszelkich posiadanych zgód na legalne użytkowanie budynku i urządzeń;
 - pomiary kontrolne lub całkowite powierzchni budynku oraz porównanie z istniejącymi umowami najmu;
 - sprawdzenie dokumentacji dotyczącej fit-outów, tj. wyposażenia ze strony najemców lub właścicieli i zmian dokonanych po uzyskaniu ogólnego pozwolenia na budowę;
 - badania środowiskowe (najczęściej wykonywane przez odrębną firmę) w zakresie zastosowania odpowiednich materiałów, zachowania procedur zabezpieczeń utylizacji, występowania potencjalnych skażeń wody i terenu lub emisji zanieczyszczeń z badanego budynku;

- sprawdzenie dotychczasowego zarządzania budynkiem w kontekście dokonywania przeglądów okresowych instalacji i urządzeń włącznie z remontami;
- badanie warunków gwarancji i ich wysokości w stosunku do wartości prac oraz możliwości ich egzekucji (tutaj techniczne d.d. pokrywa się z analizą prawną);
- identyfikacja usterek wymagających usunięcia lub wymagających przyszłych nakładów, które mogą obniżyć cenę transakcyjną;
- sprawdzenie systemów zabezpieczeń i monitoringów.

▶ d.d. finansowe

W tym przypadku jest badane istnienie ewentualnych zobowiązań finansowych wobec wierzycieli, w tym banków finansujących oraz obligatariuszy. Częścią finansowego d.d. jest analiza:

- aktualnych rozliczeń z najemcami (włącznie z terminowością), w tym wpłaconych kaucji i gwarancji;
- umów z podwykonawcami oraz dostawcami mediów (włącznie z analizą płatności);
- identyfikacja niezapłaconych przez sprzedającego należności i ich waga/znaczenie;
- kondycji najemców i ich planów wobec Polski (chodzi tu np. o plany ekspansji lub wycofania się z Polski albo plany fuzji z innymi podmiotami).

Bardzo istotną częścią finansowego d.d. jest też zbadanie kondycji finansowej zbywcy w kontekście ewentualnych roszczeń wobec nowego właściciela/kredytobiorcy (w obliczu skargi pauliańskiej oraz wskazanych wcześniej możliwości zakwestionowania transakcji nabycia na podstawie prawa restrukturyzacyjnego lub upadłościowego).

▶ d.d. podatkowe

Obejmuje ono zbadanie prawidłowości naliczania i odprowadzania podatków. Sprawdzane są wówczas kwestie ewentualnych zaległości podatkowych oraz w odprowadzaniu składek ZUS. Ważnym elementem badania due diligence jest sprawdzenie opodatkowania przedmiotu transakcji – VAT (zakup nieruchomości) lub PCC (zakup przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części). Rozróżnienie w tym zakresie może być trudne i dlatego w ramach podatkowego d.d. należy uzyskać od Krajowej Informacji Skarbowej (KIS) wiążące interpretacje podatkowe, dzięki czemu będzie można rozstrzygnąć, co jest przedmiotem nabycia – nieruchomości czy zorganizowana część przedsiębiorstwa.

Raport

Ostateczny raport z badania due diligence dotyczący nieruchomości komercyjnej powinien zawierać:

- analizę rynku lokalnego ze szczególnym uwzględnieniem nieruchomości konkurencyjnych;
- opis nieruchomości komercyjnej i jej otoczenia;
- badanie pozwoleń na budowę i użytkowanie;
- szczegółową analizę kosztów zarządzania budynkiem oraz prawidłowości i zakresu obsługi administracyjnej;
- koszty budżetowane i rozliczone (ewentualne niedobory, zaliczki z kosztami faktycznie rozliczonymi);
- weryfikację budżetu zarządzania włącznie z optymalizacją kosztów utrzymania;
- rekomendacje dotyczące koniecznych nakładów inwestycyjnych w celu zachowania i podniesienia jakości i standardu budynku.

W ramach d.d. są analizowane także umowy najmu i czynszu pod kątem ich trwania i stabilności przychodów czynszowych, standardu nieruchomości, kosztów utrzymania nieruchomości na tle konkurencji.

Wskazywane są również: prognoza przyszłej konkurencji z szacowaną wyceną obiektu po zakończeniu obecnych umów najmu włącznie z pełną analizą umów najmu ze szczególnym uwzględnieniem klauzul nietypowych w relacji do standardów rynkowych (wnioski i rekomendacje odnośnie do tych umów) oraz perspektywy dalszej komercjalizacji nieruchomości wraz z prognozą jej efektów.

Raport z badania d.d. powinien ponadto zawierać wnioski i rekomendacje dotyczące potencjału rozwojowego lub zagrożeń związanych z przedmiotem transakcji.

Opcjonalnie, w świetle obowiązujących regulacji, raport d.d. może zawierać model finansowy dla oceny przyszłej wartości aktywów. Rzecznik majątkowy może również opcjonalnie przeprowadzić: analizę SWOT, analizę scenariuszową, badanie wrażliwości wartości nieruchomości na zmiany parametrów wejściowych i wyjściowych (rynkowych).

Należy zaznaczyć, że w przygotowaniu raportu z badania due diligence są zaangażowani specjaliści z różnych branż (prawnicy, finansisci, doradcy podatkowi, inżynierowie budowlani). Nic nie stoi na przeszkodzie, by kupujący zaprosił do takiego zespołu również rzeczoznawcę majątkowego pracującego dla zbywcy majątku. Wówczas może on być odpowiedzialny za analizę lokalnego rynku nieruchomości i za model wyceny.

Operat szacunkowy

Z kolei wycena nieruchomości oraz innych składników majątkowych jest w Polsce prowadzona na podstawie:

- ustawy o gospodarce nieruchomościami;
- rozporządzenia ministra rozwoju i technologii w sprawie wyceny nieruchomości;
- prawa bankowego;
- rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

Wycena może zostać przeprowadzona metodami majątkowymi (porównania) lub dochodowymi (metoda DCF lub kapitalizacji prostej). Przeprowadzając wycenę, rzeczoznawca majątkowy ustala jedynie orientacyjnie (według księgi wieczystej) stan: prawny, techniczny (według oględzin) i podatkowy (według dostarczonych dokumentów, stanowiących załączniki do wyceny). Te ustalenia mają charakter zdecydowanie zawężony w stosunku do analiz przeprowadzonych w ramach d.d.

Rzecznik majątkowy nie jest prawnikiem, finansistą, inżynierem i doradcą podatkowym w jednej osobie. Dlatego tak istotne jest zrozumienie kontekstu jego odpowiedzialności za ewentualne nieprawidłowości i ryzyka, których nie da się zidentyfikować w rutynowej wycenie majątkowej.

Istotne różnice

Granica pomiędzy badaniem due diligence a wyceną nieruchomości (operatem szacunkowym) nie jest dla przedsiębiorców nabywających aktywa oczywista i jasna. Co więcej, niektóre firmy i instytucje, włącznie z kredytodawcami, funduszami inwestycyjnymi, są błędnie przekonane, że wyceny powinny być niemalże równoważne z d.d. Należy pamiętać, że szczególna ostrożność towarzysząca prawidłowej wycenie ma być skoncentrowana na rynkowym wyniku, odzwierciedlającym definicję wartości rynkowej wraz z okolicznościami jej towarzyszącymi (kwestia problematyczna może być dochodzenie, w jakim stopniu wyceniana nieruchomość nie spełnia oczekiwań rynkowych, aby rekomendować stosowne zmiany).

Paradoksalnie może wystąpić sytuacja, w której to rzeczoznawca majątkowy, zachowujący wszelkie standardowe zasady wyceny, włącznie z precyzyjnymi algorytmami, może uzyskać nieprawidłowy/nierealistyczny wynik co do wartości rynkowej w odniesieniu do danych wyjściowych związanych ściśle z daną nieruchomością. Należy bowiem zauważyć, że wycena rzeczoznawcy majątkowego obejmuje jedynie fragment obszaru analizy d.d., bez szczegółowych, ww. badań stanu technicznego zabudowy oraz np. badania stanu prawnego, analizy finansowej zbywcy czy opodatkowania przedmiotu transakcji. Wyniki tych analiz mogą się przełożyć na uzyskaną wartość nieruchomości.

Z punktu widzenia zarządu nabywcy aktywa przeprowadzenie kompleksowego badania d.d. jest istotnym elementem spełnienia zasady starannej oceny transakcji, czyli business judgement rule, opisanej w art. 293 par. 3 k.s.h. Chodzi tu o udokumentowany proces podejmowania decyzji o zakupie włącznie z analizą przedmiotu transakcji. Analizą spełniającą te wymogi jest właśnie zalecane badanie d.d.

Sam fakt potrzebnego czasookresu oraz kosztów realizacji d.d. w odniesieniu do wyceny majątkowej sygnalizuje różnicowanie zakresu. Przykładowo dla typowego nadania d.d. to ok. dwa miesiące (dla zespołu), a dla standardowej wyceny majątkowej – dwa tygodnie (dla pojedynczego rzeczoznawcy).

Uwaga! Pozorne oszczędności uzyskiwane dzięki zastąpieniu kompleksowego badania d.d. samą wyceną, w której też jest niby zawarty opis czynników ryzyka związanych z nieruchomością, mogą – w kontekście zasady business judgement rule z k.s.h. – obrócić się przeciw zarządowi kupującego (włącznie ze stroną kredytującą). Jest to możliwe choćby wtedy, gdy zmierzają się do realizacji transakcji nabycia aktywu (np. roszczenia reprivatyzacyjne, skarga pauliańska itp.). Brak kompleksowego badania d.d. może być interpretowany przez współników spółki np. jako działanie zarządu na jej szkodę spowodowane zaniechaniem analizy ryzyka nabywanego aktywów. ©

Podstawa prawna

- ustawa z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 18; ost.zm. Dz.U. z 2024 r. poz. 96)
- ustawa z 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 1145; ost.zm. Dz.U. z 2024 r. poz. 1881)
- rozporządzenie ministra rozwoju i technologii z 5 września 2023 r. w sprawie wyceny nieruchomości (Dz.U. z 2023 r. poz. 1832)
- ustawa z 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 1646; ost.zm. Dz.U. z 2024 r. poz. 1863)
- rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE z 2024 r. L2795)