

Marcin Lisicki

Możliwości zastosowania badania *due diligence* w procesie inwestycyjnym metodą partnerstwa publiczno-prywatnego

Wstęp

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie zagadnienia partnerstwa publiczno-prywatnego w kontekście zastosowania badania *due diligence* w procesie zawierania umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym. Publikacja jest efektem moich przemyśleń w kwestii wykorzystania jednej z kluczowych analiz przeprowadzanych w ramach inwestycji realizowanych przez fundusze *private equity* do umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym. Badanie *due diligence* jest jednym z najistotniejszych elementów analizy przeprowadzanej przez fundusze *private equity* w toku podejmowania decyzji o inwestycji w nowo powstające przedsiębiorstwo, zwłaszcza mając na uwadze duże znaczenie przejęć i wykupów w dzisiejszej gospodarce.

Publikacja wynika z szerszego zainteresowania zaangażowaniem funduszy *private equity* w realizację projektów inwestycyjnych realizowanych metodą partnerstwa publiczno-prywatnego.

Badanie *due diligence* jest analizą wieloaspektową danego projektu inwestycyjnego. Wyróżnia się wiele różnego typu aspektów, które mogą stanowić takie badanie. Może być ono przeprowadzane w aspektach: prawnym, ekonomicznym, finansowym, technicznym, pracowniczym, z zakresu ochrony środowiska, menadżerskim itp. Jego celem jest należyte i dogłębne zapoznanie się z sytuacją danego projektu inwestycyjnego. Tłumacząc na język polski, *due diligence* oznacza należyta staranność. Ta należyta staranność musi wynikać z realizowanej inwestycji. W omawianym aspekcie umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym należyta staranność ma na celu przeprowadzenie dokładnych i wyczerpujących analiz nad przygotowywanym projektem infrastrukturalnym.

I. Partnerstwo publiczno-prywatne

Idea partnerstwa publiczno-prywatnego pojawiła się w Stanach Zjednoczonych i w krajach Europy Zachodniej wraz z rozwojem kapitalizmu i dążeniem do decentralizacji władzy publicznej. Przy takich założeniach dążono bowiem do realizacji zadań infrastrukturalnych na poziomie jednostek samorządu terytorialnego. Ponadto

realizacja tych zadań miała być wykonywana ze środków pochodzących z budżetów poszczególnych jednostek samorządów terytorialnych. W takiej sytuacji jednostki terytorialne zostały zmuszone do poszukiwania oszczędności we własnych budżetach. Mechanizmem umożliwiającym realizację projektów infrastrukturalnych jest partnerstwo publiczno-prywatne. Umożliwia on bowiem z jednej strony zaoszczędzenie jednostkom samorządu terytorialnego środków finansowych, które miałyby być przeznaczone na inwestycję infrastrukturalną, z drugiej zaś doprowadza do podziału ryzyka między obydwu partnerów umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym, to jest podmiot publiczny, jakim jest jednostka samorządu terytorialnego, oraz podmiot prywatny, jakim jest przedsiębiorstwo realizujące inwestycję. W ramach partnerstwa publiczno-prywatnego mogą uczestniczyć dwie strony. Zawsze musi to być z jednej strony podmiot publiczny, a z drugiej – podmiot prywatny. Umowa o partnerstwie publiczno-prywatnym nie może łączyć tylko podmiotów publicznych albo tylko podmiotów prywatnych.

Zadania infrastrukturalne, według ustawy¹, są powierzone podmiotowi publicznemu. Są to zadania ustawowe związane z zapotrzebowaniem społeczności lokalnych na zaspokajanie podstawowych potrzeb. Obowiązki te zostały zasadniczo wymienione w ustawach samorządowych, to jest w ustawach: o samorządzie gminnym, powiatowym i województwa². Analizując na przykład ustawę o samorządzie gminnym, należy zwrócić uwagę na jej artykuł 7, w którym wymienione zostały zadania własne gminy. Według art. 7 ust. 1 u.s.g.: „Zaspokajanie zbiorowych potrzeb wspólnoty należy do zadań własnych gminy. W szczególności zadania własne obejmują sprawy:

- 1) ładu przestrzennego, gospodarki nieruchomościami, ochrony środowiska i przyrody oraz gospodarki wodnej;
- 2) gminnych dróg, ulic, mostów, placów oraz organizacji ruchu drogowego;
- 3) wodociągów i zaopatrzenia w wodę, kanalizacji, usuwania i oczyszczania ścieków komunalnych, utrzymania czystości i porządku oraz urządzeń sanitarnych, wysypisk i unieszkodliwiania odpadów komunalnych, zaopatrzenia w energię elektryczną i ciepłą oraz gaz,
- 3a) działalność w zakresie telekomunikacji;
- 4) lokalnego transportu zbiorowego;
- 5) ochrony zdrowia;
- 6) pomocy społecznej, w tym ośrodków i zakładów opiekuńczych;
- 7) gminnego budownictwa mieszkaniowego;
- 8) edukacji publicznej;
- 9) kultury w tym bibliotek gminnych i innych instytucji kultury oraz ochrony zabytków i opieki nad zabytkami;

¹ Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym (tekst jedn.: Dz. U. z 2001 r. Nr 142, poz. 1591 z późn. zm., dalej: u.s.g.).

² Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie powiatowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2001 r. Nr 142, poz. 1592 z późn. zm.); ustawa z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie województwa (tekst jedn.: Dz. U. z 2001 r. Nr 142, poz. 1590 z późn. zm.).

- 10) kultury fizycznej i turystyki, w tym terenów rekreacyjnych i urządzeń sportowych;
- 11) targowisk i hal targowych;
- 12) zieleni gminnej i zadrzewień;
- 13) cmentarzy gminnych;
- 14) porządku publicznego i bezpieczeństwa obywateli oraz ochrony przeciwpożarowej i przeciwpowodziowej, w tym wyposażenia i utrzymania gminnego magazynu przeciwpowodziowego;
- 15) utrzymania gminnych obiektów i urządzeń użyteczności publicznej oraz obiektów administracyjnych;
- 16) polityki prorodzinnej, w tym zapewnienia kobietom w ciąży opieki socjalnej, medycznej i prawnej;
- 17) wspierania i upowszechniania idei samorządowej, w tym tworzenia warunków do działania i rozwoju jednostek pomocniczych i wdrażania programów pobudzania aktywności obywatelskiej;
- 18) promocji gminy;
- 19) współpracy i działalności na rzecz organizacji pozarządowych oraz podmiotów wymienionych w art. 3 ust. 3 ustawy z dnia 24 kwietnia 2003 r. o działalności pożytku publicznego i o wolontariacie (Dz. U. Nr 96, poz. 873, z późn. zm.);
- 20) współpracy ze społecznościami lokalnymi i regionalnymi innych państw”.

Jednocześnie w art. 7 ust. 2 u.s.g. jest mowa o tym, że „ustawy określają, które zadania własne gminy mają charakter obowiązkowy”. Oznacza to, że część z wyżej wymienionych zadań ma charakter obowiązkowy. Jeżeli tak, to gminy mają obowiązek je zrealizować na potrzeby społeczności lokalnych. Środki finansowe na realizację tych zadań pochodzą z budżetów samorządowych. Oznacza to konieczność poszukiwania przez jednostki samorządów terytorialnych oszczędności we własnych budżetach. Instrumentem umożliwiającym zaoszczędzenie środków budżetowych jest mechanizm partnerstwa publiczno-prywatnego. Jednostki samorządu terytorialnego zawierają umowę o partnerstwie publiczno-prywatnym ze spółką prywatną spoza sektora finansów publicznych. Umowa taka pozwala na rozłożenie ryzyka związanego z budową projektu infrastrukturalnego na dwa podmioty: z jednej strony podmiot publiczny, a z drugiej podmiot prywatny. Ponadto na podstawie takiej umowy środki finansowe związane z realizacją inwestycji pochodzą głównie od partnera prywatnego, który po zrealizowaniu inwestycji partycypuje w zyskach pochodzących z użytkowania infrastruktury.

Istota partnerstwa publiczno-prywatnego polega na przekazaniu realizacji projektów infrastrukturalnych przez jednostki samorządu terytorialnego podmiotom prywatnym. Zadania infrastrukturalne są zapisane w ustawach i odgórnie wymagane do realizacji przez samorządy terytorialne. Jest to emanacja obowiązującej w Unii Europejskiej zasady subsydiarności zapisanej w Traktacie o Unii Europejskiej. Artykuł 5 ust. 3 TUE stanowi: „Zgodnie z zasadą pomocniczości, w dziedzinach, które nie należą do jej wyłącznej kompetencji, Unia podejmuje działania tylko wówczas i tylko w takim

zakresie, w jakim cele zamierzonego działania nie mogą zostać osiągnięte w sposób wystarczający przez Państwa Członkowskie, zarówno na poziomie centralnym, jak i regionalnym oraz lokalnym, i jeśli ze względu na rozmiary lub skutki proponowanego działania możliwe jest lepsze ich osiągnięcie na poziomie Unii. Instytucje Unii stosują zasadę pomocniczości zgodnie z Protokołem w sprawie stosowania zasad pomocniczości i proporcjonalności. Parlamenti narodowe czuwają nad przestrzeganiem zasady pomocniczości zgodnie z procedurą przewidzianą w tym Protokole”³.

Zasada subsydiarności została również zapisana w preambule Konstytucji RP oraz rozwinięta w orzecznictwie.

Komisja Europejska wydała w 2003 roku również wytyczne dotyczące udanego partnerstwa publiczno-prywatnego. Znajdują się w nich praktyczne wskazówki co do sposobu realizacji umów o partnerstwie publiczno-prywatnym.

Innymi dokumentami z zakresu partnerstwa publiczno-prywatnego są zielona księga z 30 kwietnia 2004 roku w sprawie partnerstw publiczno-prywatnych i prawa unijnego w zakresie zamówień publicznych i koncesji, decyzja Eurostatu dotycząca wpływu przedsięwzięć typu PPP na dług i deficyt publiczny, a także działania związane z udzielaniem pomocy publicznej.

W polskim prawodawstwie obowiązuje obecnie ustawa o partnerstwie publiczno-prywatnym z 2008 r., która zastąpiła ustawę o partnerstwie publiczno-prywatnym z 2005 r.⁴

Można zatem stwierdzić, że partnerstwo publiczno-prywatne ma być narzędziem do efektywnej realizacji zadań infrastrukturalnych, które zgodnie z zasadą subsydiarności powinny być realizowane jak najbliżej obywateli na poziomie jednostek samorządu terytorialnego.

Projekty realizowane w ramach umów o partnerstwie publiczno-prywatnym dotyczą przede wszystkim inwestycji z zakresu użyteczności publicznej, jak drogi, szkoły, wodociągi, kanalizacja, odprowadzanie ścieków i inne. Duża część tych inwestycji może stanowić potencjalne zagrożenie dla środowiska naturalnego. Tak jest na przykład chociażby z wytyczaniem autostrad. Brak prawidłowego opracowania projektu tych inwestycji może się spotkać z niezadowoleniem społeczeństwa z realizowanej inwestycji. Pociąga to protesty społeczne, a zwłaszcza wzmożoną aktywność organizacji ekologicznych. Z tego względu przed podpisaniem umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym jest konieczne przeprowadzenie dokładnych analiz biorących pod uwagę wiele czynników wpływających na realizację inwestycji. Do tego typu analiz mogłoby być wykorzystane wieloaspektowe badanie *due diligence*. Badanie mogłoby dotyczyć kwestii prawnych związanych z samym opracowaniem umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym. Ponadto można byłoby przeprowadzić *due diligence* z zakresu ochrony środowiska. Badanie miałoby na celu odpowiedzenie na pytanie, czy dana inwestycja infrastrukturalna nie zagraża środowisku, czy jest prawidłowo zlokalizowana, czy nie

³ Traktat z Lizbony z dnia 13 grudnia 2007 r. zmieniający Traktat o Unii Europejskiej i Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską – wersja skonsolidowana.

⁴ Dz. U. z 2009 r. Nr 19, poz. 100 z późn. zm.

pogorszy komfortu życia społeczności lokalnych. Ponadto należałoby przeprowadzić *due diligence* z zakresu finansów i budżetu. Mogłoby ono dać odpowiedź na pytanie, czy inwestycja nie jest przeszacowana, nie jest za droga, czy jest opłacalna.

Na gruncie prawa Stanów Zjednoczonych można doszukiwać się początków funkcjonowania funduszy *private equity*. Istotne znaczenie dla ich powstania miał wielki kryzys gospodarczy z lat trzydziestych XX wieku. Następnie druga wojna światowa spowodowała kryzys na rynkach europejskich. W Stanach Zjednoczonych pierwszą znaną inwestycją – niejako prekursorką – powstania funduszy mechanizmów finansowych używanych przez fundusze *private equity* było sfinansowanie przez powstałą w 1946 roku firmę ARD (American Research and Development) w 1958 roku firmy DEC (Digital Equipment Corporation)⁵. To właśnie w Stanach Zjednoczonych w 1933 roku po wielkim kryzysie uchwalono ustawę o papierach wartościowych (Securities Act). Zamieszczono w niej koncepcję *due diligence defence*. Zawarta w dziale 11 ustawy oznacza zakaz przeoczeń, przeinaczeń oraz świadomych pominięć we wniosku o dopuszczenie do obrotu giełdowego. Sama zasada *due diligence defence* oraz reguła 176, która określa warunki przeprowadzenia wiarygodnego badania, odnoszą się do sytuacji, w jakich wyniki badania *due diligence* są środkiem dowodowo-obronnym w pozwach sądowych o dopuszczeniu się zaniedbań w trakcie przeprowadzania transakcji konsolidacyjnej. Zasada ta ma na celu udowodnienie przez stronę pozwaną, że podejmowane przez nią decyzję w trakcie analizy przedsięwzięcia opierały się na wiarygodnych przesłankach. Koncepcja *due diligence* jest bezpośrednio unormowana tylko w powyższej ustawie, i to tylko w odniesieniu do wykorzystania samego badania jako środka obrony przed zarzutami o zaniedbanie⁶.

Inną ustawą, w której nawiązano do zasady *due diligence defence*, była ustawa z 1934 roku o giełdzie papierów wartościowych. Ponadto zasada *due diligence defence* została użyta w ustawie z czerwca 2002 roku – Sarbanes Oxley Act – przeciwko tak zwanej kreatywnej księgowości. Ustawa nakłada szereg obowiązków na podmioty, które uczestniczą w transakcjach konsolidacyjnych przedsiębiorstw. Według powyższej ustawy badanie *due diligence* powinno być przeprowadzone w sposób wiarygodny zapewniający prawdziwość informacji o stanie finansowym przejmowanego przedsiębiorstwa⁷.

Prawo Unii Europejskiej reguluje kwestię fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Analiza ta jest przedstawiona w rozporządzeniu Rady Europy nr 4064/89/EWG. Jest to tak zwane rozporządzenie MCR (Merger Control Regulation). Na podstawie powyższego rozporządzenia wyłącznie Komisja Europejska jest uprawniona do badania prawidłowości przejęć przedsiębiorstw na rynku europejskim⁸.

⁵ M. Lisicki, *Private equity – alternatywna forma pozyskiwania kapitału*, prezentacja przedstawiona na zajęciach dydaktycznych w Instytucie Europeistyki UJ.

⁶ W. Foltyn, *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstw*, Warszawa 2005, s. 38.

⁷ *Ibidem*, s. 39.

⁸ *Ibidem*.

II. Zaangażowanie funduszy private equity w partnerstwo publiczno-prywatne wraz z badaniem *due diligence* w procesie inwestycyjnym

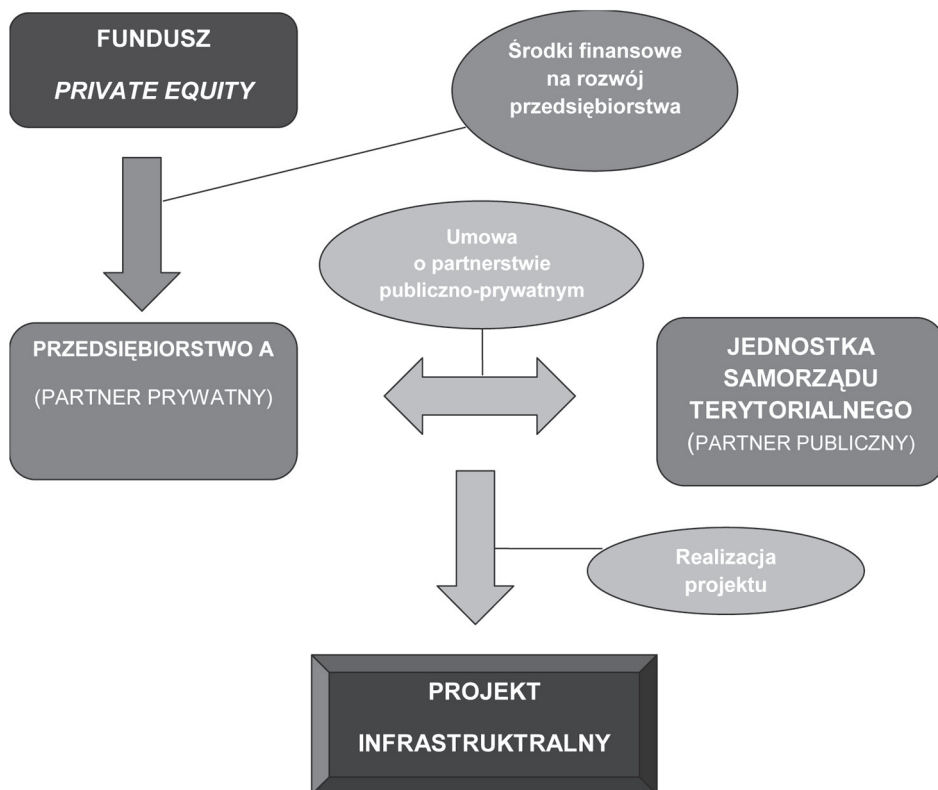
W tym miejscu należałoby się zastanowić, w jaki sposób można zwiększyć efektywność realizacji umów o partnerstwie publiczno-prywatnym. Czy umowa taka mogłaby połączyć z jednej strony podmiot publiczny, jakim jest jednostka samorządu terytorialnego, a z drugiej podmiot prywatny, jakim miałby być fundusz *private equity*?

Fundusze *private equity* wydają się idealnym partnerem dla podmiotu publicznego. Trzeba bowiem zaznaczyć, że umowa o partnerstwie publiczno-prywatnym zawsze pociąga za sobą ryzyko związane z realizacją inwestycji. To ryzyko na początku inwestycji jest wysokie, natomiast wraz z kontynuacją danego projektu infrastrukturalnego maleje. Fundusze *private equity* są ze swej natury podmiotami działającym w niszowych sektorach gospodarki, w których ryzyko inwestycyjne jest bardzo wysokie. Jednak fundusze poszukują w swoich działaniach takich projektów, które mają duże szanse na szybki, dynamiczny i zyskowny rozwój. Szczególnie wyróżniającą się w tych warunkach jest strategia *venture capital* realizowana wieloetapowo. Fundusze *private equity* przed podpisaniem umowy o realizacji przedsięwzięcia przeprowadzają badanie *due diligence* w celu zapoznania się z nowym podmiotem, w który chcą za-inwestować środki finansowe. Badanie to obejmuje kwestie prawne i ekonomiczne. Jeżeli zatem zaangażujemy fundusze *private equity* w realizację umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym, to pozyskamy partnera doświadczonego w realizacji umów o dużym ryzyku inwestycyjnym.

Fundusze *private equity* są podmiotami o dużym doświadczeniu w kwestiach inwestowania w przedsięwzięcia o dużym potencjale wzrostu przy jednoczesnym wysokim ryzyku wiążącym się z początkami działalności doinwestowanego przedsięwzięcia. Z tego względu fundusze *private equity* są idealnymi partnerami dla podmiotów publicznych mających na celu realizację projektu infrastrukturalnego metodą partnerstwa publiczno-prywatnego. Trzeba przy tym wziąć pod uwagę fakt, że fundusze *private equity* przed podjęciem decyzji o zaangażowaniu środków finansowych przeprowadzają badanie *due diligence* w wielu aspektach. Z tego względu mają pod tym kątem bardzo duże doświadczenie w przeprowadzeniu tego badania.

Kwestię zaangażowania funduszy *private equity* w partnerstwo publiczno-prywatne można analizować na podstawie dwóch potencjalnych modeli: pośredniego oraz bezpośredniego zaangażowania funduszy.

Pośrednie zaangażowanie funduszy *private equity* w partnerstwo publiczno-prywatne przedstawiono na rysunku 1.

Rys. 1. Pośrednie zaangażowanie funduszu typu *private equity*

Źródło: M. Lisicki, *Zaangażowanie funduszy private equity w partnerstwo publiczno- prywatne* (w:) *System finansowy i gospodarka UE*, cz. 1, pod red. J. Zombirt, Kraków 2010, s. 69.

W modelu przedstawionym na rysunku 1 fundusz *private equity* podejmuje decyzję o dostarczaniu środków finansowych jednej ze stron umowy o partnerstwie publiczno- prywatnym. W tym przypadku środki finansowe będą przekazywane partnerowi prywatnemu, który podpisał umowę o partnerstwie publiczno- prywatnym z drugim podmiotem – partnerem publicznym. Partner prywatny dzięki środkom finansowym pochodzącym od funduszu *private equity* miałby zdolność finansową do realizacji umowy o partnerstwie publiczno- prywatnym. Jednak aby doszło do tego typu finansowania, fundusz *private equity* powinien przeprowadzić wieloaspektowe badanie *due diligence*, z jednej strony, kondycji podmiotu prywatnego, w który miałby zainwestować środki finansowe, z drugiej – projektu infrastrukturalnego, który miałby się stać przedmiotem umowy o partnerstwie publiczno- prywatnym.

Biorąc pod uwagę powyższe kwestie należałoby się zastanowić nad aspektami, które powinny być analizowane w dwóch odrębnych badaniach *due diligence*.

1. Badanie *due diligence* partnera prywatnego

Badanie to miałyby polegać na analizie tych samych zagadnień, jakie są brane pod uwagę przez fundusz *private equity* podejmujący decyzję o finansowaniu nowo powstałego czy rozwijającego się przedsiębiorstwa.

Aby we właściwy sposób zrozumieć istotę prawnego *due diligence*, należy na samym początku zrozumieć definicję przedsiębiorstwa zawartą w art. 55¹ k.c.⁹ Według art. 55¹ k.c.: „Przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Obejmuje ono w szczególności:

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

Opierając się na powyższej definicji, należy teraz wziąć pod uwagę, że prawidłowo przeprowadzone prawne *due diligence* powinno uwzględniać poszczególne składniki przedsiębiorstwa. Badanie to mogłoby być zastosowane do analizy partnera prywatnego w modelu pośredniego zaangażowania funduszu *private equity* w partnerstwo publiczno-prywatne.

2. Badanie *due diligence* projektu infrastrukturalnego

Badanie to fundusz *private equity* rozpoczynałby przed podpisaniem umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym. Analizowałby następujące dziedziny:

- prawno-ekonomiczne aspekty samej umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym;
- kwestie wpływu projektu infrastrukturalnego na środowisko;
- środki finansowe, jakie będą musiały zostać zainwestowane w ramach realizowanej inwestycji;
- kwestie zarządu i operacji rynkowych, dotyczące zarządu przedsiębiorstwa;
- kwestie zasobów ludzkich w przedsiębiorstwie;

⁹ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm., dalej: k.c.).

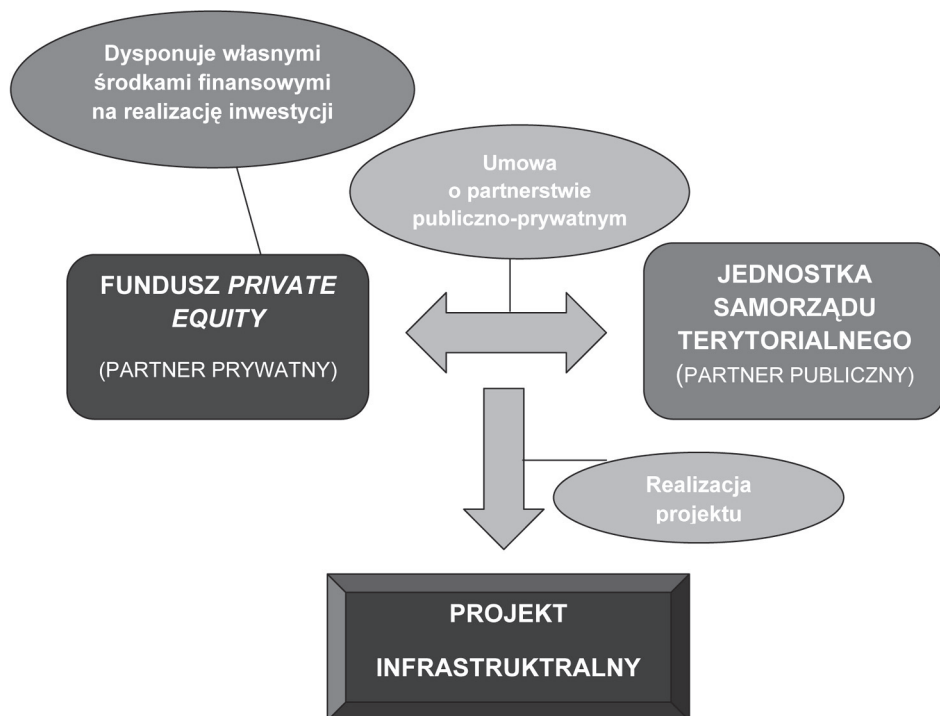
- kwestie podatkowe w ramach świadczonych usług po realizacji inwestycji;
- analizy związane z zarządzaniem kapitałem ludzkim, to jest analiza kadry menadżerskiej oraz pracowniczej w ramach świadczenia usług w ramach określonego w umowie projektu infrastrukturalnego;
- analizy techniczne związane ze sposobem budowy infrastruktury, to jest kwestie maszyn, badania geologiczne pod inwestycję itp.

Badanie *due diligence* przeprowadzane przed podpisaniem umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym powinno obejmować wieloaspektową analizę projektu infrastrukturalnego. Przede wszystkim należałoby zbadać kwestie prawne związane z prawidłowo skonstruowaną umową o partnerstwie publiczno-prywatnym.

Ponadto ważnym aspektem takiej umowy byłoby zbadanie opłacalności projektu pod względem jego zgodności z normami z zakresu ochrony środowiska.

Drugim modelem zaangażowania funduszy *private equity* w partnerstwo publiczno-prywatne byłby model zaangażowania bezpośredniego przedstawiony na rysunku 2.

Rys. 2. Bezpośrednie zaangażowanie funduszu typu *private equity*



Źródło: M. Lisicki, *Zaangażowanie funduszy private equity w partnerstwo publiczno-prywatne* (w:) *System finansowy i gospodarka UE*, cz. 1, pod red. J. Zombirt, Kraków 2010, s. 72.

Założeniem modelu przedstawionego na rysunku 2 byłby fakt, że fundusz *private equity*, a w zasadzie firma zarządzająca funduszem *private equity*, wspomagałaby bezpośrednio projekt infrastrukturalny, bez konieczności współuczestniczenia w tym projekcie przedsiębiorstwa prywatnego. Firma zarządzająca funduszem *private equity* podpisywałaby umowę bezpośrednio z partnerem publicznym, jakim jest jednostka samorządu terytorialnego. Środki finansowe na budowę infrastruktury pochodziłyby bezpośrednio z funduszu *private equity*.

W modelu tym należałoby przebadać zdolności koordynacyjne jednostki samorządu terytorialnego. Ponadto ważnym aspektem analizy byłaby kwestia związana z wpływem inwestycji infrastrukturalnej na środowisko naturalne. Można by było zatem wykorzystać *due diligence* z zakresu ochrony środowiska.

Nie ma jednego aktu prawnego regulującego sposób przeprowadzania badania *due diligence* ani w Polsce, ani w Stanach Zjednoczonych czy w ustawodawstwie Unii Europejskiej. Na gruncie polskim do badania *due diligence* znajduje zastosowanie ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych¹⁰. Kodeks ten określa wiele kwestii związanych z obrotem gospodarczym, chociażby takich jak obowiązki informacyjne przedsiębiorstw o ich stanie prawno-finansowym oraz kwestie dostarczania dokumentów. Jednym z ogólnych przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych spółek jest art. 5 § 1 k.s.h., który mówi, że: „Dokumenty i informacje o spółce kapitałowej oraz spółce komandytowo-akcyjnej wymagają ogłoszenia lub złożenia dokumentu lub informacji do sądu rejestrowego, z uwzględnieniem przepisów o Krajowym Rejestrze Sądowym”. Według art. 5 § 2 k.s.h.: „Ogłoszeniu podlegają również informacje o osiągnięciu lub utracie przez spółkę handlową pozycji dominującej w spółce akcyjnej. Statut może przewidywać, że zamiast ogłoszenia wystarczy zawiadomić wszystkich akcjonariuszy listami poleconymi”. Kwestie dotyczące przedstawiania dokładnych informacji poszczególnym wspólnikom są określone w przepisach szczegółowych. W tytule IV k.s.h. są również unormowane kwestie związane z łączeniem, podziałem i przekształcaniem spółek.

Osoby dokonujące badania *due diligence* powinny posiadać odpowiednie kwalifikacje. Dotyczy to na przykład biegłych rewidentów, którzy są zaangażowani w przeprowadzanie *due diligence* z zakresu finansów, albo biegłych rzeczoznawców zaangażowanych w wycenę nieruchomości przedsiębiorstwa w ramach prawnego *due diligence*.

Inne zagadnienia dotyczące kadry zaangażowanej w przeprowadzanie *due diligence* są określone chociażby w przepisach regulujących zawody korporacyjne, jak ustawa o adwokaturze czy ustawa o radcach prawnych¹¹.

W tym miejscu należy zaznaczyć, że fundusze *private equity* jako wyspecjalizowane w finansowaniu przedsiębiorstw posiadają często własne grupy specjalistów i ekspertów: prawników, ekonomistów, finansistów czy menadżerów, którzy, wykorzystując

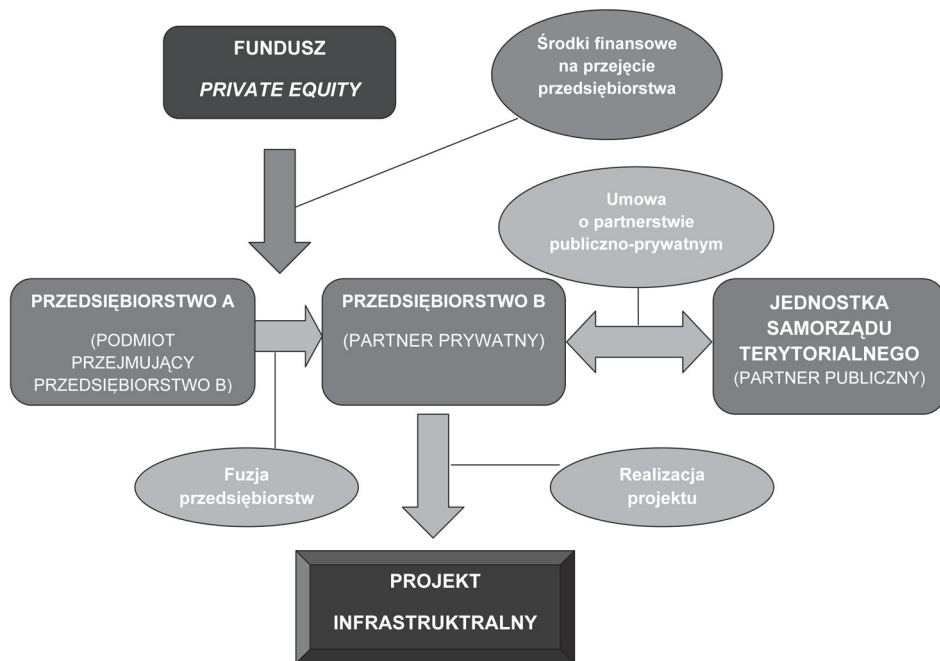
¹⁰ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm., dalej: k.s.h.).

¹¹ W. Fołtyn, *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstw*, Warszawa 2005, s. 38.

własne doświadczenia, angażują się w działalność przedsiębiorstw w celu prawidłowej kontroli i nadzoru realizowanego finansowania. Tego typu grupy ekspertów mogłyby być wykorzystywane w ramach modelu pośredniego funduszy *private equity* w partnerstwo publiczno-prywatne. W modelu tym fundusz mógłby wprowadzić własnych ekspertów w celu nadzoru i kontroli środków finansowych przeznaczonych na realizację projektu infrastrukturalnego.

W przedstawionym powyżej modelu pośredniego zaangażowania funduszu *private equity* w partnerstwo publiczno-prywatne fundusz *private equity* wspomaga dodatkowo inne przedsiębiorstwo prywatne, które chce przejąć partnera prywatnego, który zawarł umowę o partnerstwie publiczno-prywatnym z podmiotem publicznym. Efektem końcowym takiej transakcji byłoby przejęcie przez podmiot prywatny za pomocą środków finansowych pochodzących od funduszu *private equity* partnera prywatnego, który ma zawartą umowę o partnerstwie publiczno-prywatnym z jednostką samorządu terytorialnego. Założenie takie przedstawia rysunek 3.

Rys. 3. Pomoc funduszu *private equity* w przejęcie partnera prywatnego przez inne przedsiębiorstwo prywatne



Źródło: opracowanie własne

Przy takim założeniu badanie *due diligence* odgrywałoby bardzo ważną rolę jeszcze nawet przed podpisaniem umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym przez partnera prywatnego. Należałoby bowiem zastanowić się już na wstępie, czy

potencjalna strategia przejęcia podmiotu prywatnego przez przedsiębiorstwo, które nie jest zaangażowane w umowę o partnerstwie publiczno-prywatnym, przyniesie w przyszłości zakładany wysoki zysk z użytkowania projektu infrastrukturalnego. Jeżeli tak, oznaczałoby to, że przedsiębiorstwo dokonujące fuzji przy pomocy kapitału pochodzącego od funduszu *private equity* miałyby gwarancję dużego zysku i zwrotu zainwestowanego na tym etapie kapitału.

Podstawowym badaniem *due diligence* w przedstawionym powyżej modelu jest *due diligence* prawne, dotyczące przejęcia jednego przedsiębiorstwa przez drugie. W jego ramach ważne jest wejście w struktury przejmowanego przedsiębiorstwa prawników, którzy będą mieli za zadanie nadzór nad przebiegiem poszczególnych etapów przejęcia. W ramach przeprowadzanego badania *due diligence* bierze się pod uwagę następujące obszary transakcji¹²:

- wycena – polega na usystematyzowaniu i identyfikacji aktywów dla celów wyceny;
- finanse – podmiot przejmujący chce wypełnić wymagania pożyczkodawców;
- struktura finansowania transakcji – na wybór przeprowadzenia transakcji przejęcia lub wykupu przedsiębiorstwa B mogą wpłynąć wielkość i struktura zobowiązań;
- negocjacje – w trakcie negocjacji przedstawiciele spółki przejmującej chcą zwerifikować przedstawione im dane i gwarancje w związku ze zobowiązaniami;
- faza końcowa – ujawnienie i weryfikacja wszystkich aktywów powinno zbiec się z zakończeniem przygotowanej transakcji, co pozwoli na pełną weryfikację transakcji.

Przeprowadzenie prawnego *due diligence* wiąże się z wieloma dokumentami, które strony przeprowadzające badanie są zobowiązane podpisać. Dokumenty te to¹³:

- kwestionariusz *due diligence* – procedura przeprowadzania badania rozpoczyna się od stworzenia kwestionariusza, który stanowi zestaw standardowych pytań obejmujących stan prawny spółki. Kwestionariusz powinien przedstawiać poszczególne zagadnienia, które powinny zostać uregulowane. Powinny zostać ustalone sfery dotyczące danej spółki, a także wyeliminowanie sfer, które jej nie dotyczą. Następnie powinny zostać ustalone te zagadnienia, które badającego w danej spółce interesują;
- *data room* – polega na zgromadzeniu przez spółkę będącą przedmiotem transakcji (w tym przypadku przedsiębiorstwo B) wszystkich istotnych elementów transakcji w jednym miejscu. Obecnie coraz częściej stosowany jest elektroniczny *data room*, w którym wszystkie najważniejsze informacje o spółce znajdują się na komputerze;
- list ujawniający (*disclosure letter*) – w liście tym przedsiębiorstwo przejmowane samo z siebie ujawnia obciążenia jego stanu prawnego.

¹² *Ibidem*, s. 49.

¹³ K. Kocemba, D. Latawiec-Chara, M. Tomczak, *Due diligence*, Warszawa 2011, s. 57–62.

Zakończenie

W niniejszej publikacji zawarłem swoje przemyślenia związane z wykorzystaniem badania *due diligence* w różnych modelach zastosowania funduszy *private equity* w partnerstwo publiczno-prywatne. Badanie *due diligence* w powyższych trzech modelach zaangażowania funduszy *private equity* odgrywa niezmiernie ważną rolę w procesie prawidłowego zawierania umowy, a następnie realizacji infrastruktury publicznej. Należy jednak wziąć pod uwagę koszty, jakie pochłania samo badanie. Z jednej strony byłoby ono idealnym sposobem na dokładne prześledzenie całej procedury związanej z umową o partnerstwie publiczno-prywatnym. Z drugiej strony trzeba zauważyć, że jednostki samorządu terytorialnego jako główne podmioty publiczne zawierające większość umów o partnerstwie publiczno-prywatnym szukają oszczędności we własnych budżetach samorządowych. Ponadto samo przeprowadzanie tak głębokiej analizy, jaką jest badanie *due diligence*, pochłania bardzo duże koszty. Kwota takiego badania sięga niekiedy nawet 3 mln złotych. Jest to zatem duże ograniczenie dla swobodnego przeprowadzenia takiej analizy.

Drugą poruszaną przeze mnie kwestią jest czas, w którym badanie *due diligence* powinno nastąpić. Zaznaczam, że badanie takie powinno być dokonywane w czasie zawierania umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym. Trzeba jednak zauważyć, że często badanie to jest dokonywane jeszcze przed samym podjęciem decyzji przez partnera publicznego o zawarciu umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym. Jest tak w szczególności wówczas, gdy mamy na myśli *due diligence* z zakresu ochrony środowiska. Często zdarza się, że inwestycje infrastrukturalne są związane potencjalnie z narażaniem środowiska naturalnego na szkody. Aby uniknąć degradacji środowiska, jednostki samorządu terytorialnego są obowiązane jeszcze przed podjęciem decyzji o podpisaniu umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym zlecić przeprowadzenie określonych analiz dotyczących wpływu danej inwestycji na środowisko naturalne. W takim przypadku nie będzie konieczne zastosowanie tego aspektu w badaniu *due diligence* w trakcie podpisywania umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym, bowiem analiza taka już wcześniej została przeprowadzona.

Przedstawione przeze mnie koncepcje są ściśle teoretyczne. Są to propozycje, które mogą, choć nie muszą zostać zastosowane w praktyce. Dopiero po ich wdrożeniu do praktyki można będzie stwierdzić, czy faktycznie będą przynosiły określone skutki prawno-ekonomiczne i czy faktycznie będą się sprawdzały.