

Istota *due diligence* prawnego w prawie polskim i amerykańskim

JEL classification: K22

Słowa kluczowe: *due diligence*, analiza, transakcje biznesowe, prawo polskie i amerykańskie, ryzyko, uwarunkowania prawne

Keywords: *due diligence*, analysis, business transactions, Polish and American law system, risk, legal requirements

Abstrakt: Analiza *due diligence* jest kompleksowym badaniem przedsiębiorstwa pod względem jego kondycji handlowej, finansowej, prawnej i podatkowej, w celu identyfikacji związanych z nim szans i ryzyka przed podjęciem właściwych decyzji dotyczących transakcji kapitałowej. Autor w niniejszym artykule przybliży istotę analizy *due diligence* w prawie polskim oraz amerykańskim. Zapozna czytelnika z genezą pojęcia *due diligence* wywodzącą się z systemu prawa *common law*. Następnie autor przechodzi na grunt zastosowania analizy *due diligence*, równocześnie wskazując na jej celowość, podkreślając daleko idące korzyści wynikające z przeprowadzenia prawidłowego badania prawnego. W artykule zostały wskazane ramy prawne różniące systemy obydwu państw, ze szczególnym uwzględnieniem oczekiwań, jakie stawiane są przed prawidłowo przeprowadzonym *due diligence*. Autor stara się wskazać na najważniejsze problemy związane z przeprowadzeniem *due diligence*, takie jak: niepewność i złożoność stanów prawnych, dostęp do informacji oraz brak zobiektywizowanych źródeł wiedzy.

The essence of legal due diligence in Polish and American law

Abstract: Due diligence is a complex analysis of the company in terms of its business, financial, legal and tax condition in order to identify the opportunities and risks associated before making actual decisions on an equity transaction. The author of the article introduces the essence of due diligence in Polish and American Law. The article acquaints the reader with the genesis of the concept of “due diligence” derived from the common law system. Next, the author goes on to explain the application of due diligence, while pointing to its usefulness and emphasizing the far-reaching benefits of conducting a proper legal investigation. The article presents the legal frameworks which make legal systems of the two countries different, with particular emphasis on the expectations towards properly conducted due diligence. The author identifies the key issues associated with

conducting due diligence, such as the uncertainty and complexity of the legal status, access to information and the lack of objective sources of knowledge.

Wstęp

Świat wychodzący z kryzysu gospodarczego zapoczątkowanego w Stanach Zjednoczonych, który szybko przeniósł się na państwa europejskie, a w tym także na Polskę, stopniowo zaczyna dostrzegać, jak ważne w dzisiejszych czasach jest rzetelne i należyte sprawdzenie partnera transakcyjnego zarówno pod kątem finansowym, jak i prawnym. Rozszerzenie przez Billa Clintona zdolności kredytowej bez możliwości uzyskania stosownego zabezpieczenia przez banki amerykańskie było tylko „kroplą w morzu” amerykańskiej mentalności. Amerykanie wydawałoby się, że zapomnieli o tym, jak ważne jest kontrolowanie przepływu środków pieniężnych, a przecież były to tak szumnie skandowane hasła po zamachu na World Trade Center w 2001 roku. Rząd amerykański uchwalił wówczas *Uniting and Strengthening America by Providing Appropriate Tools to Restrict, Intercept and Obstruct Terrorism Act of 2001* (USA PATRIOT Act) jako sztandarowy projekt walki z terroryzmem. Akt ten uznawał *due diligence* jako jedną z najskuteczniejszych broni, która miała uchronić Amerykanów przed finansowaniem terroryzmu przez każdorazowe staranne sprawdzenie nie tylko samej transakcji, lecz także jej kontrahenta. Inne sygnały o konieczności zwiększenia pewności transakcji dochodziły z branży energetycznej, w której pod koniec 2001 roku jeden z największych dostawców energii w Stanach Zjednoczonych ogłosił swoją upadłość po skandalu związanym z fałszowaniem dokumentacji finansowej spółki przez jej kadrę zarządzającą. Po doniesieniach o braku dołożenia należytej staranności akcje energetycznego giganta w krótkim czasie spadły z około \$90, do zaledwie kilku centów, pomimo że Enron był postrzegany jako tzw. *blue chip*, a więc spółka ciesząca się wyjątkowym zaufaniem inwestorów.

Wydaje się, że świat, a w tym także Polska powoli zaczyna dostrzegać to, jak ważne jest każdorazowe sprawdzenie przedmiotu i podmiotu transakcji. Po wskazanych wyżej wydarzeniach państwa funkcjonujące w systemie prawa precedensu przypominały sobie o tym, jaką rolę odgrywa w tym systemie prawnym pewność. Wynika to przede wszystkim z „mentalności” *common law* i *equity law*.

Istotą niniejszego artykułu jest przedstawienie jednego z najbardziej skutecznych mechanizmów zwiększającego pewność i zaufanie stron transakcji, a wciąż traktowanego w naszym kraju po macoszemu, z nieco egzotycznie brzmiącą dla inwestorów nazwą, jaką jest *due diligence*.

Jest to problem stosunkowo nowy, jaki pojawił się w praktyce gospodarczej w ostatnim czasie w związku z silnym upowszechnieniem się transakcji, których przedmiotem jest przedsiębiorstwo oraz udziały w spółce kapitałowej. Ma

w związku z tym bardzo ubogą literaturę. W Polsce do tej pory został praktycznie niezauważony¹.

Pochodzenie pojęcia *due diligence* z prawa amerykańskiego

Pojęcie *due diligence*, które od lat uznawane jest w praktyce międzynarodowej, wywodzi się z amerykańskiego systemu prawnego, w którym jednak paradoksalnie próżno szukać jego definicji. Aby lepiej zrozumieć jego znaczenie i zakres, a także dokonać wstępnej klasyfikacji i analizy, konieczne jest zapoznanie się z rodowodem tej konstrukcji.

Genezy terminu *due diligence* należy poszukiwać zarówno w systemie *common law*, jak i *case law* — prawie tworzonym sędziowskimi decyzjami w oparciu o aktualne problemy prawne. System *common law* tworzył się w średniowiecznej Anglii podbitej przez Normanów i od tego czasu jest on obowiązującym systemem prawnym zarówno w niej samej, jak i między innymi w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej jako prawo bazujące na decyzjach sędziowskich zapadających w formie precedensów bądź wynikających z poprzednich rozstrzygnięć. Dokładne wskazanie daty narodzin *due diligence* jest bardzo trudne, gdyż jest to proces rozciągnięty w czasie. *Black's Law Dictionary* uznawany za amerykańską „biblię” prawa definiuje *due diligence* jako „rozsądną staranność oczekiwaną od zwykłej osoby, która chce uczynić zadość warunkom natury prawnej oraz zwolnić się od odpowiedzialności”².

Koncepcja staranności (łac. *diligence*) bazuje na jednej z podstawowych zasad prawa rzymskiego, jakim była *diligentia*. Prawo rzymskie rozróżniało dwa główne typy staranności (*diligence*):

- *diligentia quam suis rebus* — wychodząca z założenia, iż nie można od dłużnika zajmującego się cudzymi sprawami żądać innej staranności aniżeli ta, jaką okazywałby on wobec spraw własnych³;
- *diligentia exactissima* lub *diligentia boni partisfamilia* — model staranności, jakiej zwykło się oczekiwać od abstrakcyjnie pojmowanego modelu dobrego gospodarza⁴.

Natomiast prawo anglosaskie po raz pierwszy zainteresowało się pojęciem staranności (łac. *diligence*) na przełomie XVII i XVIII wieku⁵, wyróżniając: zwykłą, nadzwyczajną oraz niską staranność. Sądy amerykańskie rozwinęły to wyliczenie, systematyzując je hierarchicznie w stopniu od pierwszego do najwyższego w następujący sposób:

¹ S. Włodyka, *Due diligence review w prawie polskim*, Warszawa 1999, s. 10.

² *Black's Law Dictionary*, 8th ed., New York 2008.

³ *Ibidem*.

⁴ E. Post, *The Elements of Roman Law by Gaius*, Oxford Calderon Press 1894, s. 452.

⁵ W. Jones, *Oxford University Press*, Oxford 1971, s. 364.

- niska staranność (ang. *low diligence*);
- powszechna staranność (ang. *common diligence*);
- zwykła staranność (ang. *ordinary diligence*);
- rozsądna staranność (ang. *reasonable diligence*);
- odpowiednia staranność (ang. *proper diligence*);
- nadzwyczajna staranność (ang. *extraordinary diligence*);
- wysoka staranność (ang. *high diligence*);
- najwyższy możliwy stopień staranności w danej sprawie (ang. *highest possible degree of diligence*);
- szczególna staranność (*utmost diligence*)⁶.

Oczywiste wydaje się pytanie, jaki typ staranności (*diligence*) będziemy rozumieć przez „*due*” *diligence*? Czy będzie to zwyczajna, nadzwyczajna czy niska staranność? Najrozsądniejszym rozwiązaniem wydaje się szukanie odpowiedzi na gruncie konkretnej transakcji. W niektórych okolicznościach wystarczające będzie przeprowadzenie badania o niskiej staranności, a inne będzie wymagało zachowania szczególnej staranności. Podejście to potwierdziło orzecznictwo sądów amerykańskich, które ukonstytuowały następujące koncepcje:

- „staranność jest względnym terminem, nienadającym się do zdefiniowania. To, co sprowadza się do *due diligence* na podstawie jednych faktów, może stanowić zupełnie coś innego na podstawie innych faktów”⁷;
- „to co konstytuuje »zwykły obowiązek«, »staranność« zależy w głównej mierze od okoliczności konkretnej, pojedynczej sprawy”⁸;
- „staranność jest względnym terminem i musi być proporcjonalna do niebezpieczeństwa, przed którym ma chronić transakcję”⁹.

Termin *due diligence* wszedł do uniwersalnego użytku w 1933 r. w wyniku przyjęcia przez Kongres Stanów Zjednoczonych Securities Act¹⁰ (pol. ustawa o papierach wartościowych). Osoby przygotowujące prospekt emisyjny spółki debiutującej na rynku publicznym zostały w niej zobowiązane do unikania przeoczeń, przeinaczeń oraz świadomych pominieć we wniosku o dopuszczenie do obrotu giełdowego. W rozdziale jedenastym niniejszego dokumentu prawodawca ustanowił linię obrony *due diligence*, z której korzystać mogły osoby odpowiedzialne za stworzenie prospektu emisyjnego oskarżone o wprowadzenie opinii publicznej w błąd przez zawarcie w nim niepoprawnych lub fałszywych informa-

⁶ *Words and Phrases: Permanent Edition. 1658 to Date. All Judicial Constructions and Definitions of Words and Phrases by the State and Federal Courts from the Earliest Times, Alphabetically Arranged and Indexed*, St. Paul, Minn 1965.

⁷ *Slemons v. Paterson*, Cal. App., 92 P. 2d 956, 958. Superseded 96 O.2d 125, 14 Cal.2d 612.

⁸ *Louisville, N. A. & C. Ry. Co. V. Red*, 47 Ill. App 662.

⁹ *Brand v. Schenectady & T.R. Co.*, 8. Barb. 368, 378.

¹⁰ The Securities Act of 1933 (48 Stat. 74, enacted 1933-05-27, codified at 15 U.S.C. § 77a et seq.).

cji¹¹. Dopóki gwarant emisji papierów wartościowych był w stanie wykazać, że przeprowadził analizę z należytą starannością, dopóty nie podlegał odpowiedzialności za nieuwajnienie informacji przewidzianych ustawą. Koncepcja *due diligence* przedstawiona została bezpośrednio tylko w tej ustawie i tylko w kontekście wykorzystywania tego środka jako zabezpieczenia gwaranta przed zarzutami o zaniedbanie lub zaniechanie.

W prawie amerykańskim pod pojęciem *due diligence* powszechnie rozumie się to, co w polskim prawie oznacza „należytą staranność”. Chodzi więc tutaj o instytucję odpowiedzialności cywilnej. A zatem pojęcie *due diligence* rozumiane jest w Stanach Zjednoczonych jako generalny wzorzec odpowiedzialnego zachowania. Mianowicie na przykład prawo spółek posługuje się pojęciem *due diligence*, jeśli chodzi o wzorzec badania staranności członków ich zarządu, do którego przestrzegania są oni zobowiązani. Ponadto *due diligence* jest wzorcem staranności w przypadku odpowiedzialności z powodu niedbalstwa.

Konieczność przeprowadzenia *due diligence* w prawie amerykańskim wynika jednak z innego źródła i wiąże się z fundamentalną tam zasadą prawa sprzedaży pod nazwą *caveat emptor* (niech kupujący się strzeże)¹². Według tej maksymy obowiązki kupującego w ramach *due diligence* należą do jego elementarnych powinności. Powinien on więc zbadać, co kupuje, ponieważ tylko w ten sposób może rozpoznać, jakie uprawnienia będą mu przysługiwać w stosunku do sprzedającego¹³. Zasada *caveat emptor* oznacza również, że rzetelny i sumienny sprzedawca z zasady nie odpowiada za wady przedmiotu sprzedaży. Zasadę tę w umowach zakupu, także sporządzanych w Polsce, wyraża się często zastrzeżeniem, że obiekt podlega sprzedaży w stanie, „w jakim jest” (ang. *where is as is*), lub że sprzedający „nie odpowiada za wady ukryte”.

Należy przy tym podkreślić, iż w anglosaskich systemach prawnych nie ma przepisów odnoszących się do rękojmi za wady przedmiotu sprzedaży, korespondujących z polskimi instytucjami rękojmi za wady fizyczne oraz rękojmi za wady prawne. W związku z tym istotne znaczenie w stosunkach prawnych w systemach *common law* mają rozbudowane postanowienia kontraktowe regulujące zakres odpowiedzialności stron¹⁴.

Obecnie środowisko biznesowe przyjmuje *due diligence* za zawodowy standard. Początkowo obejmowało ono tylko oferty publiczne największych przedsiębiorstw, jednak w następnych dekadach, wraz z kolejnymi falami wielomilionowych inwestycji w latach 80. XX wieku, analiza prawna znalazła kolejne

¹¹ W.K. Sjostrom, *The Due Diligence Defense Under Section 11 of the Securities Act of 1933*, <http://ssr.com/abstract=864584> (dostęp: 22.02.2013).

¹² J.R. Carleton, C.S. Lineberry, *Achieving Past-Merger Success: A Stakeholder's Guide to Cultural Due Diligence, Assessment, and Integration*, San Francisco, CA 2004, s. 51.

¹³ K. Libiszewski *et al.*, *Transakcje przejęć i fuzji*, Warszawa 2011, s. 29.

¹⁴ *Ibidem*.

zastosowania. O ile w wypadku ofert publicznych ogólne regulacje państwowe dawały gwarancję rękojmi wiarygodności ogłaszanych informacji, o tyle w wypadku procesów inwestycyjnych czy konsolidacyjnych zaangażowane podmioty musiały same zadbać o zgromadzenie niezbędnych danych i ich ocenę. *Due diligence* rozwijało się w niewiarygodnym tempie. Z czasem awansowało ono do żelaznej normy, stosowanej w wielu krajach świata, w zupełnie różnych systemach gospodarczych. W ostatnich latach koncepcja *due diligence* zdobyła specyficzny rynek japoński, przyczyniając się do racjonalizacji zachodzących tam procesów konsolidacyjnych dotychczas opartych na przestarzałej formule *keiretsu* — systemu wzajemnych powiązań między przedsiębiorstwami¹⁵.

Podobne tendencje można zaobserwować także w naszym kraju. Wielomilionowe inwestycje w pełni zaistniały w polskiej rzeczywistości gospodarczej dopiero w drugiej połowie lat 90. Nie znaczy to, że badań *due diligence* wcześniej nie przeprowadzano. Faktycznie funkcjonowało ono już w pierwszej połowie tej dekady, znajdując zastosowanie przy wsparciu procesów prywatyzacyjnych. Nie było co prawda tak nazwane, ale metodyka tych badań odpowiadała duchowi *due diligence*¹⁶.

W słowniku polskich prawników *due diligence* to pojęcie stosunkowo młode. Na łamach „Parkietu” zapisało się w kwietniu 1998 roku. Pół roku później termin ten znalazł się na łamach „Rzeczypospolitej”, a do chwili obecnej nie zawiera się w żadnym obowiązującym akcie prawnym. Po macoszemu traktowane jest także przez jurysdykturę, sądy w sposób szczątkowy odnoszą się do problemu *due diligence*. Jednym z orzeczeń zasługujących na uwagę w zakresie konstytuującym pojęcie *due diligence* jest wyrok Sądu Najwyższego z dnia 29 października 2010 r., w którym Sąd Najwyższy stwierdził, że: „badanie *due diligence* przeprowadzane zwykle przed zakupem udziałów i akcji, przedsiębiorstw, ich zorganizowanych części, podjęciem decyzji o łączeniu, przekształceniach, a także podjęciem decyzji w zakresie innych inwestycji o charakterze kapitałowym może mieć różny zakres w zależności od wymagań zlecającego. Zwykle znacznie szerszy niż audyt sprawozdania finansowego, przegląd ksiąg, czy audyt podatkowy. Istotnie, badanie to pozwala, ogólnie ujmując, na podjęcie przez potencjalnych inwestorów racjonalnych i optymalnych decyzji, a jego wyniki mogą stanowić istotny instrument negocjacji poprzez wpływ na wycenę przedmiotu transakcji”.

W związku z tym możemy stwierdzić, iż przez *due diligence* prawne należy rozumieć czynności właściwe, nie zaś wszystkie możliwe i przez taki pryzmat należy je postrzegać, także w kontekście niniejszego artykułu.

¹⁵ W. Fołtyn, *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstw*, Warszawa 2005, s. 26.

¹⁶ *Ibidem*.

Zastosowanie

Stopień złożoności procesów inwestycyjnych wymusza zmiany niemal w każdym obszarze działalności spółki. Dlatego też inwestorzy powinni być w najwyższym stopniu zainteresowani wykryciem potencjalnych problemów, zlecając przeprowadzenie analizy *due diligence*. Właściwe wykorzystanie tego badania pozytywnie wpływa na realizowanie transakcji. Wielomilionowe inwestycje, takie jak na przykład transakcje fuzji czy przejęć, to w istocie jedna z bardziej skomplikowanych form kreowania wzrostu przedsiębiorstw, jednak badanie *due diligence* oraz jego aspekty znacząco wykraczają poza sferę czysto inwestycyjną. Obecnie zastosowanie tej procedury obejmuje również inwestycje dokonywane przez fundusze podwyższonego ryzyka, transakcje prywatyzacyjne czy też przedsięwzięcia *joint venture*. Właśnie złożone operacje są naturalnym środowiskiem dla *due diligence*, gdyż filozofia tych przedsięwzięć polega na akceptacji wyższego ryzyka, co jednocześnie wymusza redukcję asymetrii informacyjnej¹⁷.

Przykładowo w transakcjach typu fuzji lub przejęcia *due diligence* odnosi się głównie do działań przejmującej jednostki mających na celu przegląd potencjalnego kandydata transakcji. Te działania mają zapewnić kupującego, że jego zakup nie będzie stwarzał żadnego niepotrzebnego ryzyka, przede wszystkim dla niego samego, ale także dla innych akcjonariuszy. Termin ten stosuje się również do wzajemnej oceny czynności podejmowanych przez dwie strony planowanej fuzji. Wydaje się, że *due diligence* powinno znaleźć zastosowanie przede wszystkim przy ocenie korzyści i zobowiązań planowej transakcji przez jak najdokładniejsze dotarcie do wszystkich istotnych aspektów z przeszłości, teraźniejszości i przyszłości jednostki będącej potencjalnym celem¹⁸. Specjaliści, którzy dokonują tej analizy, powinni skupiać się przede wszystkim na ryzyku. Czynności te nie powinny jednak polegać na odkryciu każdego potencjalnego ryzyka. Taka analiza *due diligence* byłaby zbyt rozciągnięta w czasie i mogłaby zrazić sprzedającego¹⁹. Dlatego zakres zastosowania *due diligence* powinien być rozsądny, nie zaś perfekcyjny.

Dobry zwyczaj w jednej dziedzinie szybko przeszczepia się także na inne. Formuła *due diligence* cieszy się na przykład poparciem uczestników rynku obrotu nieruchomościami, w których analizę tę coraz powszechniej stosuje się przed zakupem czy najmem gruntu lub budynku, zarówno o charakterze mieszkalnym, jak i komercyjnym. Oczywiście badanie w tym sektorze ma swoją indywidualną specyfikę, uwzględniającą aspekt budowlano-techniczny²⁰.

¹⁷ A.R. Lajoux, Ch.M. Elson, *The Art of M&A — Due Diligence*, New York 2011, s. 9.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ K. Kocemba, D. Latawiec-Chara, M. Tomczak, *Due diligence*, Warszawa 2011, s. 13.

²⁰ R. Dębowski, *Badanie stanu nieruchomości przed zakupem daje wiele korzyści*, „Rzeczpospolita” 31.01.2008.

Formuła *due diligence* rozprzestrzenia się także na inne branże. Na przełomie 2003 i 2004 r., Grupa ITI, po podpisaniu z Pol-Motem umowy przedwstępnej dotyczącej zakupu 80% akcji, przeprowadziła analizę przedinwestycyjną klubu piłkarskiego Legia Warszawa²¹. Jest to kolejny dowód na to, że nie powinniśmy przypisywać *due diligence* jednego konkretnego znaczenia, gdyż nie jest ono pojęciem homogenicznym o hermetycznych i niezmiennych procedurach.

Cele *due diligence* są ściśle skorelowane z charakterem danej transakcji i powinny być każdorazowo ustalane przez strony przeprowadzające badanie. Niemniej jednak można wyróżnić na pewnym poziomie abstrakcji następujące zadania:

a. ustalenie kondycji finansowej potencjalnego celu transakcji, czy w świetle nowych informacji, pozyskanych w procesie *due diligence*, planowana transakcja jest nadal rentowna;

b. weryfikacja celów inwestycyjnych oraz planowanej strategii względem przejmowanego podmiotu;

c. zabezpieczenie kupującego przed potencjalnymi roszczeniami na gruncie prawnym;

d. identyfikacja różnych rodzajów ryzyka towarzyszącego transakcji, mogącego w znaczny sposób wpłynąć na jej rentowność, które na pierwszy rzut oka jest niewykrywalne;

e. pozyskanie wiedzy ułatwiającej ustalenie prawidłowej ceny, zaplanowanie odpowiedniej strategii negocjacji oraz struktury transakcji.

Ryzyko towarzyszące transakcji może mieć dwojaki charakter i być związane bądź to z samym projektem inwestycji (ryzyko wewnętrzne), bądź z jej otoczeniem (ryzyko zewnętrzne)²². Naturalnie ta druga kategoria jest trudniejsza do zweryfikowania, a możliwości oddziaływania na nią są bardzo skromne. Inny podział wyróżnia ryzyko przewidywalne i nieprzewidywalne. Nawiązując do tego podziału, Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych w sprawie *In re Software Toolworks Inc. Sec. Litig.* podkreślił, że „byłoby nierozsądne polegać na oświadczeniach kierownictwa jednostki, jeśli mogą być one rozsądnie zweryfikowane”²³. Jednocześnie jednak sąd w przywołanym orzeczeniu stwierdził, że nie jest nieuzasadnione bazowanie na oświadczeniach jednostki kierowniczej w odniesieniu do informacji, które są wyłącznie w jej posiadaniu oraz nie mogą zostać rozsądnie zweryfikowane przez strony trzecie. Innymi słowy, niektóre informacje, a co za tym idzie wiążące się z nimi ryzyko, mogą zostać zweryfikowane. Dlatego *due diligence* ma na celu rozpoznanie i minimalizację ryzyka przewidywalnego w oparciu o otrzymane informacje.

²¹ K. Guzowski, *Bez komentarza*, „Rzeczpospolita” 12.12.2003.

²² A.R. Lajoux, Ch.M. Elson, *op. cit.*, s. 23.

²³ *Ibidem*.

Trzonem każdego badania *due diligence* jest eksploracja prawnego i finansowego aspektu działania przedsiębiorstwa. Do niedawna samo pojęcie *due diligence* ograniczało się w zasadzie wyłącznie do tych dwóch płaszczyzn. Praktyka pokazuje jednak, że celowe jest rozszerzenie analizy na takie dziedziny, jak zasoby ludzkie, aspekty ekologiczne czy zarządczo-organizacyjne. Rozszerzenie spektrum badania przyczynia się do uzyskania bardziej kompleksowego oglądu kondycji firmy. Niepokojące informacje dla kupującego uzyskiwane w trakcie badania tych obszarów noszą nazwę tzw. czerwonych flag (ang. *red flags*)²⁴. Stanowią one swoistego rodzaju alerty dostrzegalne najczęściej na następujących płaszczyznach:

a. finansowej, obejmujące zmiany w rachunkach bankowych, nagłą sprzedaż akcji czy nietypowe wskaźniki dochodów oraz wypadków, może to wskazywać na oszustwo lub potencjalną upadłość;

b. operacyjnej, włączając bardzo niskie lub bardzo wysokie obroty oparte na braku strategii rynkowej, co może wskazywać na niestabilność dokonywanych przez spółkę operacji;

c. prawnej, włączając potencjalne naruszenia prawa prywatnego oraz publicznego przez spółkę.

W przeciwieństwie do klasycznego audytu, skoncentrowanego na suchej kontroli poprawności sporządzonych raportów i sprawozdań, zadaniem *due diligence* jest weryfikacja ryzyka, które ma znaczenie dla przyszłej działalności przedsiębiorstwa.

Tabela 1. Audyt a analiza prawna

Wyszczególnienie	Audyt	<i>Due diligence</i> prawne
Cel	Weryfikacja przedstawionych danych oraz prezentacja rzeczywistego obrazu spółki.	Identyfikacja obszarów ryzyka oraz pomoc w negocjacjach.
Obszar zainteresowań	Przeszłość — niezależna weryfikacja danych.	Przeszłość, teraźniejszość i przyszłość — próba analizy sytuacji prawnej spółki.
Zakres badania	Zidentyfikowane w aktach prawnych.	Kwestie istotne dla inwestora.
Dostęp do danych	Nieograniczony.	Może być ograniczony.
Sposób realizacji	Wystandaryzowane testy.	Kontakt z przedstawicielami podmiotu.

Źródło: P. Howson, *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Aldershot 2003, s. 49.

²⁴ *Ibidem*, s. 32.

Ponadto z celowością *due diligence* wiąże się odpowiedź na bardzo ważne pytanie, a mianowicie „komu powinno zależeć na przeprowadzeniu *due diligence*”²⁵, inaczej mówiąc, dla kogo jest ono ważniejsze. Z jednej strony kupujący zwykle żadnej nadzwyczajnej wiedzy nie uzyskuje, a wydaje sporo pieniędzy i otrzymuje dużo niejasnych informacji. Informacje te zawierają w dodatku zwykle ogromną liczbę zastrzeżeń co do ich kompletności i zgodności ze stanem faktycznym. Z drugiej zaś strony sprzedający dzięki *due diligence* nierzadko uzyskuje w istocie rzeczy narzędzie, które może go uchronić przed odpowiedzialnością. Od momentu bowiem, gdy lojalnie odsłoni tajemnice spółki²⁶, okaże niezbędne dokumenty i udzieli wyjaśnień, będzie mógł powoływać się na ograniczenie odpowiedzialności, „bo przecież kupujący wiedział” — *caveat emptor*. Takie przedstawienie problemu może godzić w świadomość wielu przedsiębiorców, którzy twierdzą, że *due diligence* leży przede wszystkim w interesie kupującego, który badając obiekt transakcji przed nabyciem, chce wiedzieć, co kupuje i jakie go w związku z tym czeka ryzyko²⁷. Oczywiście będzie to główny cel przeprowadzenia *due diligence*, ale nie możemy zapominać o okolicznościach, które przedstawiłem powyżej.

Żaden z obowiązujących obecnie na terenie Polski oraz Unii Europejskiej aktów prawnych nie odnosi się wprost do koncepcji *due diligence*²⁸. Choć w znacznym stopniu reguły rządzące badaniem prawnym mają charakter zwyczajów transakcyjnych, to możemy na gruncie przepisów Kodeksu spółek handlowych oraz ustawy o rachunkowości doszukać się wytycznych, uznając je za pewien drogowskaz w zakresie *due diligence*. Zgodnie z wymogami prawa osoby przeprowadzające analizę muszą ponadto legitymować się odpowiednimi kwalifikacjami. Jako źródło standardów w tej materii należy również wskazać kodeksy etyki zawodowej.

W firmach prawniczych powoli następuje standaryzacja narzędzi służących *due diligence*, wynikająca z przenikania się reguł postępowania i przechodzenia prawników z jednych firm do innych. Wzorce pracy i *know-how* w zakresie przeprowadzenia *due diligence* z reguły nie nadają się do żadnej ochrony jako prawa własności intelektualnej, stąd ich nieuchronna dyfuzja.

²⁵ C. Suszyński, *Synergia w działalności współczesnych przedsiębiorstw*, [w:] *Przedsiębiorstwo — przedsiębiorczość — rynek*, red. A. Skowronek-Mielczarek, Warszawa 2003, s. 143.

²⁶ W.F. Alderman, J. Kanberg, *Due Diligence in Securities Litigation Reform Era: Some Practical Tips from Litigators on the Effective Conduct, Documentation, and Defense of Underwriter Investigation*, New York 1999, s. 198.

²⁷ *Ibidem*, s. 191.

²⁸ Należy słusznie przyjąć, że S. Włodyka, iż nie stanowi *due diligence* przegląd przedsiębiorstwa i jego wycena mająca miejsce w procesie prywatyzacji przedsiębiorstwa państwowego. Podobnie nie stanowi *due diligence* przegląd i wycena przedsiębiorstwa zarządzona ewentualnie przez sąd upadłościowy w przypadku zamierzonej sprzedaży przedsiębiorstwa upadłego (zob. S. Włodyka, *op. cit.*, s. 11 i literatura tam przywołana).

Przedsiębiorcy powinni także pamiętać, że wydatek poniesiony na zbadanie kondycji innej spółki w celu podjęcia decyzji inwestycyjnej stanowi koszt uzyskania przychodu. Teoretycznie pozostaje nim także w przypadku, gdy do inwestycji ostatecznie nie doszło — wówczas analiza przyczyniła się do uniknięcia strat. Czytamy o tym w piśmie Ministerstwa Finansów z dnia 2 września 2002 r. (nr PB4/AK-060-9093-273/02).

Jeśli mowa o regulacjach istniejących w Stanach Zjednoczonych, wyróżniamy dwa podstawowe źródła odpowiedzialności z tytułu *due diligence*: prawo zwyczajowe, włączając w nie prawo kontraktów, oraz prawo stanowe, w szczególności prawo stanowe oraz federalne. Jak podkreślałem we wcześniejszej części tego rozdziału, w żadnym akcie prawnym obowiązującym na terenie Stanów Zjednoczonych nie znajdziemy czystej koncepcji *due diligence*. Securities Act of 1993 oraz Securities Exchange Act of 1934 zawierają koncepcję tzw. *due diligence defense*, którą przytoczyłem wcześniej. Używali jej głównie prawnicy, by obronić swoich klientów przez zarzutami pogwałcenia przepisów wynikających z prawa papierów wartościowych, a w szczególności oferty publicznej. Pozytywnie też w tej kwestii wypowiedział się Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych, który stwierdził, że *due diligence* stanowi główny wyznacznik prawidłowego wywiązania się ze swoich obowiązków i prawidłowo przeprowadzone może stanowić obronę przez zarzutami niedbalstwa w związku z przeprowadzoną transakcją²⁹.

Mimo że wprowadzona w tych aktach koncepcja *due diligence defense* nie odnosi się wprost do żadnego modelu transakcyjnego, wywołuje w tym zakresie daleko idące skutki. Reguły *due diligence defense* pozwoliły wykształcić zarówno dla publicznych, jak i prywatnych spółek dobre praktyki w zakresie *due diligence* transakcyjnego, a w tym *due diligence* prawnego. Przykładowo, art. 11 Securities Act zakazuje używania materiałów, które są mylące i mogą wprowadzić kupującego w błąd. Zgodnie z tym artykułem możemy wyróżnić dwa standardy kierujące *due diligence*:

a. strony dysponują wiedzą ekspercką w zakresie przeprowadzenia transakcji (ang. *expert witnesses*), przeprowadzają one analizę *due diligence* tylko co do istotnych czynników transakcji, jeśli chodzi o pozostałe zapewnienia ufają one sobie wzajemnie co do ich prawdziwości oraz ponoszą za nie wzajemną odpowiedzialność. Jest długa lista zapewnień, które traktowane są jako wywołujące skutki prawne, w razie wątpliwości, czy dane zapewnienie jest wiążące pod względem prawnym, sędzia może zastosować odpowiednio tzw. standard „Dauberta”³⁰.

b. strony niemające wiedzy eksperckiej bazują na specjalistach. Aby uwolnić się od odpowiedzialności za błędy wykonawców w zakresie *due diligence*, powin-

²⁹ B. Fridman, J.A. Hatch, D.M. Walker, *Delivering on the Promise: How to Attract, Manage, and Retain Human Capital*, New York 1998, s. 4.

³⁰ A.R. Lajoux, Ch.M. Elson, *op. cit.*, s. 23.

ny one wykazać³¹, że nie mogły dowiedzieć się, iż informacje, które stanowiły trzon raportu, były nierzetelne.

W związku z tym amerykańska Komisja Papierów Wartościowych w swoich zaleceniach wywiera presję na spółki, by przeprowadzanie analizy *due diligence* powierzały niezależnym audytorom. Wprowadza ona także pewne podstawowe wymagania, którymi powinny kierować się strony transakcji, jak np. to, że wiedza pracownika wyższego szczebla powinna być wykorzystana w większym stopniu podczas *due diligence* niż pracownika niższego szczebla.

Najważniejsze problemy związane z przeprowadzeniem *due diligence*

Możliwość wystąpienia chęci ukrycia przez sprzedającego lub spółkę określonych informacji stanowi podstawowe ryzyko występujące w procesie *due diligence*. Jednak dość łatwo może ono zostać wyeliminowane przez przyjęcie odpowiednich zastrzeżeń umownych. Po pierwsze, kupujący może bardzo szybko zorientować się co do intencji sprzedającego, gromadząc informacje i analizując je. Jak już wcześniej stwierdzono, ryzyko to można wyeliminować przez odpowiednie sformułowanie zapewnień i gwarancji sprzedającego zawartych w treści umowy, połączonych ze skrupulatną listą informacji i dokumentów ujawnionych w trakcie badania. W ten dość prosty sposób ryzyko nieujawnienia określonych informacji przechodzi na sprzedającego.

Najistotniejszym problemem w procesie *due diligence* jest ograniczenie dostępu do informacji. Związane jest to zwłaszcza z charakterem danych ujawnianych w toku analizy. W wielu przypadkach główni chętni do nabycia spółki to jej najwięksi konkurenci, a każdy sprzedający powinien zawsze zakładać, że do transakcji może ostatecznie nie dojść. Powstaje zatem zasadniczy dylemat o zakres współpracy z potencjalnym kupującym, z jednej strony umożliwiając mu podjęcie decyzji, dzięki której sprzedający odniesie profity, z drugiej zaś nie odsłaniając przed nim całego spektrum spółki. W szczególności problematyczne w tym zakresie będzie ujawnianie informacji najbardziej wrażliwych, czyli umów handlowych, *know-how* czy wynalazków³². O ile ograniczenia takie są zasadne na etapie *due diligence* przedtransakcyjnego, o tyle dane te powinny zostać udostępnione kupującemu oraz osobie przeprowadzającej *due diligence*³³ po złożeniu wstępnej oferty, która została zaakceptowana przez sprzedającego.

Stan taki należy odróżnić od sytuacji, gdy spotykamy się z brakiem dokumentów, np. brak kolejnych uchwał posiedzenia zarządu, wniosków do Krajowego Rejestru Sądowego czy umów, które powinny znajdować się w data roomie. Takie

³¹ *Ibidem*.

³² K. Kocemba, D. Latawiec-Chara, M. Tomczak, *op. cit.*, s. 80.

³³ Zob. szerzej S. Włodyka, *op. cit.*, s. 12.

braki w dokumentach, na gruncie przyjętej praktyki należy uznać za standardowe i nie robić z nich wielkiej sprawy, rzadko bowiem spółki mają wszystkie dokumenty w należyтым porządku.

Prawdziwym problemem *due diligence* jest zawilość i złożoność stanów prawnych, w szczególności związanych z roszczeniami byłych właścicieli oraz postpaństwowym statusem spółek. Określenie stanów, które z reguły mają swoją wieloletnią historię, graniczy z cudem i jest wręcz niemożliwe, a na to wszystko nakłada się niepewność stanu prawnego co do przyszłego czy też wciąż możliwego konceptu ustaw reprivatyzacyjnych. Można by rzec, że właśnie temu służy *due diligence* określaniu przyszłości, jednak dla samego badania sensowna analiza takiego stanu jest niezwykle kosztowna i zazwyczaj nie mieści się zupełnie w budżecie na zapłatę wynagrodzenia za przeprowadzenie badania.

Niepewność stanów prawnych i interpretacji jest też podstawowym i najistotniejszym ryzykiem w *due diligence* podatkowym. W prawie podatkowym, inaczej niż w prawie cywilnym, dużą rolę odgrywają indywidualne interpretacje podatkowe, które szybko stają się wiążące w skali kraju w działaniu wszystkich urzędów skarbowych³⁴. Dlatego też na poziomie oświadczeń i zapewnień gwarancyjnych w zakresie podatków bardzo często wprowadza się zastrzeżenie, iż zapewnienia sprzedającego nie będą wiążące w przypadku zmiany ogólnie obowiązujących interpretacji przepisów podatkowych³⁵. W przeszłości taka niepewność w zakresie VAT-u od umów dzierżawy czy najmu mogłaby podważyć cały sens transakcji z punktu widzenia kupującego, gdyby okazało się, że ma on spłacać przeszłe zobowiązania podatkowe.

Due diligence nigdy nie opiera się wyłącznie na dokumentach i informacjach pochodzących od sprzedającego i spółki. W większości przypadków kupujący weryfikuje uzyskane dane ze źródłami obiektywnymi. Teoretycznie źródłem takiej wiedzy mogą być informacje uzyskane podczas badania przez biegłych rewidentów. Jednak nie powinny one stanowić podstawy do analizy aż do momentu złożenia oświadczenia co do ich prawdziwości³⁶. Podobnie sprawa ma się ze wszystkimi innymi raportami, wycenami czy ekspertyzami przygotowanymi na zlecenie sprzedającego lub samej spółki, kupujący nie powinien zawierać im w 100%, wychodząc od „własnoręcznie” przeprowadzonej analizy.

Inaczej natomiast rzecz się ma z danymi ujawnionymi w rejestrach publicznych, w szczególności z tymi, które opierają się na gwarancjach ustawowych danych w nich zawartych. Chodzi tutaj przede wszystkim o Rejestr ksiąg wieczystych oraz Krajowy rejestr sądowy. Rejestry te co do zasady mogą stanowić źródło zobiektywizowanych danych na temat spółki. Są co do zasady ważniejsze i bardziej decydujące niż informacje uzyskane ze spółki bądź od sprzedającego.

³⁴ *Ibidem*.

³⁵ A.R. Lajoux, Ch.M. Elson, *op. cit.*, s. 57.

³⁶ K. Kocemba, D. Latawiec-Chara, M. Tomczak, *op. cit.*, s. 81.

Należy jednak pamiętać, że sądy prowadzące takie rejestry działają nie najsprawniej i często dane zawarte w tych rejestrach nie są w pełni prawdziwe. Dlatego też w praktyce te obiektywne źródła informacji często rozmiągają się z rzeczywistością, a to z kolei tworzy kolejne problemy z ustaleniem stanu rzeczywistego.

Podsumowanie

W dobie kryzysu gospodarczego *due diligence* nabiera szczególnego znaczenia. Choć wyceny spółek są niższe, to jednak kupujący cechują się też większą ostrożnością. W polu ich zainteresowania znajdują się spółki o solidnych fundamentach, generujące stały, przyzwoity poziom strumieni pieniężnych. Nawet największe spółki giełdowe zaczynają liczyć się z każdym groszem. Wnioski z *due diligence* wspierają proces budowania i implementacji strategii rynkowej przedsiębiorstwa oraz pomagają w identyfikacji potencjalnych zagrożeń dla biznesu oraz uwarunkowań prawnych. Nawet jeżeli w rezultacie przeprowadzonego studium dochodzi do odstąpienia od transakcji, interpretować należy to jako uniknięcie strat przewyższających wielokrotnie koszty samego badania. Należy więc oczekiwać, że formuła *due diligence* zyska na popularności w polskich realiach na przestrzeni kolejnych lat.

Bibliografia

- Alderman W.F., Kandberg J., *Due Diligence in Securities Litigation Reform Era: Some Practical Tips from Litigators on the Effective Conduct, Documentation, and Defense of Underwriter Investigation*, New York 1999.
- Carleton R., Lineberry C.S., *Achieving Post-Merger Success: A Stakeholder's Guide to Cultural Due Diligence, Assessment, and Integration*, San Francisco, CA 2004.
- Dębowski R., *Badanie stanu nieruchomości przed zakupem daje wiele korzyści*, „Rzeczpospolita” 31.01.2008.
- Fołtyn W., *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstw*, Warszawa 2005.
- Fridman B., Hatch J.A., Walker D.M., *Delivering on the Promise: How to Attract, Manage, and Retain Human Capital*, New York 1998.
- Guzowski K., *Bez komentarza*, „Rzeczpospolita” 12.12.2003.
- Jones W., *Oxford University Press*, Oxford 1971.
- Kocemba K., Latawiec-Chara D., Tomczak M., *Due diligence*, Warszawa 2011.
- Lajoux A.R., Elson Ch.M., *The Art of M&A — Due Diligence*, New York 2011.
- Libiszewski K. et al., *Transakcje przejęć i fuzji*, Warszawa 2011.
- Post E., *The Elements of Roman Law by Gaius*, Oxford Calderon Press 1894.
- Skowronek-Mielczarek A., *Przedsiębiorstwo — przedsiębiorczość — rynek*, Warszawa 2003.
- Włodyka S., *Due diligence review w prawie polskim*, Warszawa 1999.

The essence of legal due diligence in Polish and American law

Summary

During economic crisis, due diligence becomes very important. Although companies valuations are lower, buyers are characterized by more caution. Of their interest are companies with a solid foundation, generating steady, decent level of cash flow. Even the largest stock companies begin to count every penny. The conclusions of due diligence support the process of building and implementing the company's market strategy and help identify potential risks to the business and legal requirements. Even if the analysis results in withdrawal from the transaction, it should be interpreted as avoidance of losses several times exceeding the cost of due diligence. We can expect that the due diligence formula will gain in popularity in the Polish reality over the next few years.