

**BADANIE
DUE DILIGENCE
W TRANSAKCJACH
FUZJI I PRZEJĘĆ**
Znaczenie i skutki prawne

Grzegorz Keler



Wolters Kluwer

**BADANIE
DUE DILIGENCE
W TRANSAKCJACH
FUZJI I PRZEJĘĆ**
Znaczenie i skutki prawne

Grzegorz Keler

SERIA **MONOGRAFIE**

Stan prawny na 11 kwietnia 2021 r.

Recenzent

Prof. dr hab. Andrzej Kidyba

Wydawca

Monika Pawłowska

Redaktor prowadzący

Joanna Ołówek

Opracowanie redakcyjne

Małgorzata Masłowska

Projekt okładek serii

Wojtek Kwiecień-Janikowski, Przemek Dębowski



Ta książka jest wspólnym dziełem twórcy i wydawcy. Prosimy, byś przestrzegał przysługujących im praw. Książkę możesz udostępnić osobom bliskim lub osobiście znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A jeśli musisz skopiować część, rób to jedynie na użytek osobisty.

Szanujmy prawo i własność

Więcej na www.legalnakultura.pl

Polska Izba Książek

© Copyright by Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2021

ISBN 978-83-8223-889-1

ISSN 1897-4392

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Dział Praw Autorskich

01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33

tel. 22 535 82 19

e-mail: PL-ksiazki@wolterskluwer.com

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

SPIIS TREŚCI

Wykaz skrótów	9
Wstęp	11
Rozdział 1	
Pojęcie badania due diligence	21
1.1. Geneza instytucji badania due diligence	22
1.2. Przedmiot badania due diligence	30
1.2.1. Postrzeganie przedmiotu due diligence w doktrynie	30
1.2.2. Pojęcie fuzji i przejęć	33
1.2.3. Pojęcie przedsiębiorstwa	37
1.2.4. Transakcje w przedmiocie przedsiębiorstwa a badanie due diligence	40
Rozdział 2	
Cele badania due diligence w transakcjach fuzji i przejęć	47
2.1. Weryfikacja celów inwestycyjnych	51
2.2. Ustalenie wartości przedsiębiorstwa mającego stanowić przedmiot transakcji	76
2.3. Identyfikacja ryzyka związanego z transakcją	88
2.4. Pozyskanie wiedzy ułatwiającej strukturyzację transakcji, przyjęcie najbardziej odpowiedniego modelu jej finansowania, a także przeprowadzenie procesu integracyjnego	104
2.5. Zebranie i zabezpieczenie dokumentów oraz informacji	116

Rozdział 3

Rodzaje i sposób przeprowadzenia badania due diligence	121
3.1. Typologia badania due diligence	121
3.2. Sposób przeprowadzenia badania due diligence	132
3.2.1. Czynności wykonywane w ramach badania due diligence	133
3.2.2. Inne praktyczne problemy związane z przeprowadzeniem badania due diligence	139

Rozdział 4

Źródła obowiązku przeprowadzenia badania due diligence	141
4.1. Przepisy Kodeksu spółek handlowych	142
4.1.1. Przepisy dotyczące spółek osobowych	142
4.1.2. Przepisy dotyczące spółek kapitałowych	147
4.1.3. Przepisy dotyczące planów restrukturyzacyjnych	153
4.2. Obrót giełdowy	160
4.3. Stosunki cywilnoprawne	162
4.4. Prawo upadłościowe i restrukturyzacyjne	168
4.5. Postępowanie egzekucyjne	182

Rozdział 5

Badanie due diligence w kontekście odpowiedzialności cywilnoprawnej zbywcy, nabywcy i audytora	187
5.1. Rękojmia przy sprzedaży przedsiębiorstwa	190
5.1.1. Charakter prawny sprzedaży przedsiębiorstwa	190
5.1.2. Stosowanie przepisów o rękojmi do sprzedaży przedsiębiorstwa	194
5.2. Rękojmia przy sprzedaży udziałów i akcji	196
5.2.1. Charakter prawny sprzedaży udziałów i akcji	196
5.2.2. Stosowanie przepisów o rękojmi do sprzedaży udziałów i akcji	197
5.3. Znaczenie badania due diligence z punktu widzenia rękojmi przy sprzedaży przedsiębiorstwa oraz udziałów i akcji	199
5.4. Znaczenie badania dla uchylenia się od skutków prawnych oświadczenia woli złożonego pod wpływem błędu	202

5.5. Odpowiedzialność odszkodowawcza za niewykonanie lub nienależyte wykonanie zobowiązania w kontekście oświadczeń i zapewnień	213
5.6. Badanie due diligence a odpowiedzialność stron transakcji za zobowiązania związane z prowadzeniem przedsiębiorstwa	219
5.7. Odpowiedzialność audytora w związku z wykonaniem badania due diligence	220
 Rozdział 6	
Badanie due diligence a ochrona tajemnicy przedsiębiorstwa i informacji poufnej	225
6.1. Ochrona informacji poufnej w kontekście badania due diligence	226
6.1.1. Pojęcie tajemnicy przedsiębiorstwa	226
6.1.2. Ujawnienie tajemnicy przedsiębiorstwa dla celów badania due diligence	228
6.2. Badanie due diligence a ochrona informacji poufnej w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi	234
6.2.1. Pojęcie informacji poufnej	234
6.2.2. Ujawnienie informacji poufnej dla celów badania due diligence	237
6.3. Udostępnianie informacji poufnych a kwestie antymonopolowe	239
6.4. Obowiązek zachowania poufności przez audytorów	241
 Zakończenie	247
 Bibliografia	253

WYKAZ SKRÓTÓW

Akty normatywne:

k.c.	-	ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2020 r. poz. 1740 ze zm.)
k.k.	-	ustawa z 6.06.1997 r. – Kodeks karny (Dz.U. z 2020 r. poz. 1444. ze zm.)
k.p.c.	-	ustawa z 17.11.1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 2020 r. poz. 1575 ze zm.)
k.s.h.	-	ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2020 r. poz. 1526 ze zm.)
Prawo restrukturyzacyjne (pr. restr.)	-	ustawa z 15.05.2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. z 2020 r. poz. 814 ze zm.)
Prawo upadłościowe	-	ustawa z 28.02.2003 r. – Prawo upadłościowe (Dz.U. z 2020 r. poz. 1228 ze zm.)
rozporządzenie MAR	-	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173/1 ze zm.)

Inne:

BIP	-	Biuletyn Informacji Publicznej
Dz.U.	-	Dziennik Ustaw
Dz.Urz. UE	-	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej

EPS	– stopy wzrostu zysku na akcję/udział (<i>earnings per share</i> – EPS)
MoP	– Monitor Prawniczy
NI	– Nota Interpretacyjna
NSA	– Naczelny Sąd Administracyjny
PKZW	– Powszechne Krajowe Zasady Wyceny opracowane przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych
SN	– Sąd Najwyższy
TK	– Trybunał Konstytucyjny
UOKiK	– Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów
WSA	– Wojewódzki Sąd Administracyjny

WSTĘP

Jednym ze skutków przemian gospodarczych, które nastąpiły w Polsce po 1989 r., jest przenoszenie na polski grunt rozwiązań stosowanych w obrocie gospodarczym w krajach rozwiniętych. Nierzadko są to rozwiązania znane w Stanach Zjednoczonych i krajach Europy Zachodniej od wielu lat, zaś na polskim gruncie zupełnie nowe. Tam, gdzie to możliwe praktyka zwykle niejako wyprzedza regulacje prawne, stąd często owe instytucje, znane od dawna w gospodarkach państw zachodnich, w Polsce przynajmniej przez pewien czas funkcjonują bez żadnej podstawy prawnej. Niekoniecznie należy z tego wyciągać negatywne wnioski; wszak co do zasady ludzka kreatywność, szczególnie w zakresie gospodarowania, jest nieograniczona, i nie sposób przewidzieć wszelkich rozwiązań, które mogą być jej efektem¹.

Taką instytucją powszechnie stosowaną w stosunkach gospodarczych krajów zachodnich już w okresie międzywojennym, która w Polsce została recypowana dopiero po transformacji ustrojowej, jest badanie *due diligence*. Instytucja ta jest ściśle związana z funkcjonowaniem wolnego rynku, gdyż pełni ona istotną rolę w procesie wymiany, który w warunkach gospodarki centralnie sterowanej jest wysoce ograniczony, przy czym w radykalnych formach ustroju komunistycznego czy socjalistycznego jest to ograniczenie do absolutnego minimum.

Pojęcie badania *due diligence* zostanie szczegółowo wyjaśnione w dalszej części niniejszej publikacji. Na potrzeby wstępnych rozważań warto

¹ R. Lewandowski, *Znaczenie i funkcja badania „due diligence” w ramach sprzedaży przedsiębiorstwa*, MoP 2004/6.

wskazać, że badanie to polega na analizie stanu prawnego i faktycznego przedmiotu transakcji, które służyć ma różnorakim celom, w szczególności zaś podjęciu decyzji co do dokonania transakcji, ustaleniu ceny nabycia i określeniu ryzyka, które może się wiązać z jej przeprowadzeniem². Badanie due diligence może dotyczyć w zasadzie każdego przedmiotu umowy cywilnoprawnej czy innej czynności, której skutkiem jest przeniesienie własności lub posiadania. Co więcej, analiza taka w ogóle nie musi być związana z jakąkolwiek czynnością prawną. Nie ma przeszkód ku temu, by przeprowadzono badanie jakiegokolwiek bytu prawnego, nawet bez związku z jakąkolwiek aktywnością mającą znaczenie prawne³.

W praktyce jednak badanie due diligence przeprowadza się zwykle w związku z transakcjami o znacznej wartości. Dotyczy to przede wszystkim transakcji, których przedmiotem jest nieruchomości, przedsiębiorstwo lub ewentualnie ruchomości, o ile ich wartość jest dla strony decydującej się na przeprowadzenie badania istotna.

Badanie due diligence przeprowadzane jest przede wszystkim w związku z transakcjami fuzji i przejęć. Pojęcie to zostanie wyjaśnione w dalszej części publikacji. W tym miejscu, dla przedstawienia kontekstu publikacji niezbędnego dla lepszego zrozumienia treści niniejszego wstępu, wskazać należy, że co do zasady transakcje fuzji i przejęć polegają na integracji podmiotów gospodarczych poprzez połączenie spółek bądź przez bezpośrednie lub pośrednie przeniesienie własności lub innego tytułu prawnego do przedsiębiorstwa.

Najczęściej podmiotem zainteresowanym przeprowadzeniem badania jest nabywca, tj. podmiot, który na skutek określonej czynności nabywa własność lub inny tytuł prawny do przedmiotu transakcji; dla celów niniejszej publikacji przez nabywcę rozumiany będzie również

² R.E. Hoskisson, M.A. Hitt, R.D. Ireland, *Competing for Advantage*, South-Western/Thomson Learning, Cincinnati, Mason USA, OH 2012, s. 251.

³ E. Piątek, I. Dziedzic-Jagocka, *Due diligence – źródła danych do analizy*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Szczecin 2015, s. 653

podmiot, który uczestniczy w połączeniu spółek. Ponadto dla celów niniejszej publikacji pojęcie „transakcji” będzie używane do wszelkich czynności, których skutkiem jest przeniesienie własności lub innego prawa (np. przekazanie do odpłatnego używania) do danego przedmiotu, przy czym przedmiot ten rozumiany jest szeroko: jako rzecz, prawo lub jakkolwiek inny byt prawny.

W tym miejscu wskazać należy, że niniejsza publikacja stanowiła dla autora poważne wyzwanie z uwagi na niespójność terminologiczną istniejącą w literaturze poświęconej badaniu due diligence oraz transakcjom fuzji i przejęć, na którą nakłada się dodatkowo niespójność pomiędzy terminologią pojawiającą się w literaturze a językiem prawnym i prawniczym. Niespójności te mają kilka przyczyn.

Po pierwsze zarówno pojęcie badania due diligence, jak i pojęcie transakcji fuzji i przejęć pojawiają się głównie w polskiej literaturze ekonomicznej⁴. Pojęcia używane w nauce ekonomii nie korespondują zaś z językiem prawnym i prawniczym. Sztandarowym przykładem może być zamienne posługiwanie się przez autorów pojęciami „przedsiębiorstwa”, „firmy” i „spółki”, które na gruncie prawnym są pojęciami całkowicie odrębnymi.

Kolejną przyczyną problemów terminologicznych jest brak języka prawnego odnoszącego się do niektórych aspektów poruszanych w niniejszej publikacji. Należy podkreślić, że samo pojęcie badania due diligence do niedawna w ogóle nie występowało w polskim prawodawstwie, a obecnie funkcjonuje jedynie na gruncie dwóch rozporządzeń wykonawczych⁵

⁴ Por. B. Kowalska, *Skuteczność fuzji i przejęć w procesie konsolidacji przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2009/2(13), t. 2, s. 104.

⁵ Rozporządzenie Ministra Infrastruktury i Rozwoju z 10.07.2015 r. w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój 2014–2020 (Dz.U. z 2020 r. poz. 2133); rozporządzenie Ministra Infrastruktury i Rozwoju z 12.06.2014 r. w sprawie minimalnych wymogów programowych dla studiów podyplomowych w zakresie wyceny nieruchomości (Dz.U. z 2014 r. poz. 826 ze zm.).

o wąskim, specjalistycznym zakresie regulacji i nie stanowi samodzielnej instytucji prawnej.

Kolejnym, oprócz braku stosownego języka prawnego dotyczącego badania *due diligence*, powodem, dla którego w toku tworzenia niniejszej publikacji zaistniały pewne wątpliwości terminologiczne, był brak stosownego języka prawniczego, czego przyczyną jest niezwykle uboga literatura prawnicza dotycząca tematyki niniejszej publikacji. Kwestia ta zostanie szerzej omówiona w dalszej części wstępu. W tym miejscu należy podkreślić, że brak bogatszego dorobku doktryny w tym zakresie skutkuje niewykształceniem do tej pory pojęć prawniczych, które byłyby możliwe do zastosowania i jednocześnie możliwie najbardziej adekwatne. Poszczególni autorzy próbują co prawda wprowadzać pewne pojęcia, które mogłyby być przydatne dla określenia niektórych zjawisk i sytuacji prawnych, jednak często nie znajduje to żadnego odzwierciedlenia w pracach innych autorów. Przykładem może być używanie przez R. Lewandowskiego⁶ pojęcia transakcji *share deal* i *asset deal*, które wydaje się poprawne i uzasadnione z juretycznego punktu widzenia, ale być może ze względu na to, że w polskiej literaturze stanowi pewne *novum*, poza nielicznymi wyjątkami nie zostało przyjęte w literaturze czy orzecznictwie.

Również w orzecznictwie tematyka *due diligence* jest rzadko spotykana i zwykle porusza się ją jedynie „wpadkowo”, przy okazji rozstrzygania w sprawach dotyczących kwestii innej natury⁷. Nie ma zatem wykształconego, stosowanego przez prawników teoretyków i praktyków języka prawniczego, który mógłby znaleźć zastosowanie przy tworzeniu niniejszej publikacji.

Jedną z przyczyn problemów terminologicznych, z którymi zetknięto się przy tworzeniu niniejszej publikacji, jest również szeroki zakres sytuacji prawnych, które obejmują niektóre pojęcia. Przykładowo próba zastąpienia pojęcia transakcji fuzji i przejęć poprzez wymienienie

⁶ R. Lewandowski, *Znaczenie...*

⁷ Przykładowo: postanowienie WSA w Krakowie z 19.10.2015 r., I SA/Kr 1301/15, LEX nr 1821593, oraz wyrok SN z 29.10.2010 r., I CSK 595/09, LEX nr 688663.

czynności wchodzących w jego zakres i używanie takiego zawilego określenia każdorazowo, gdy zachodzi potrzeba odniesienia się do tego rodzaju transakcji, doprowadziłoby do sytuacji, w której praca stałaby się nieczytelna.

Przechodząc do sygnalizowanego już problemu związanego z brakiem rozbudowanej literatury prawniczej dotyczącej tematyki badania due diligence, wskazać należy, że dotąd w Polsce nie ukazała się monografia, która w kompleksowy sposób poruszałaby to zagadnienie. Bodaj jedyną próbę stworzenia takiego opracowania podjęli: K. Kocemba, D. Łatawiec-Chara i M. Tomczak⁸, przy czym ich publikacja, choć zawiera wiele interesujących spostrzeżeń i wielokrotnie będzie cytowana w niniejszej publikacji, ma raczej charakter praktycznych wyjaśnień, quasi-poradnika, a z całą pewnością nie jest publikacją naukową i, jak się wydaje, do tego miana nie aspiruje.

Tematyka prawnych aspektów badania due diligence została poruszona w kilku artykułach. Bodaj pierwszym autorem, który poświęcił tym zagadnieniom osobny tekst, był S. Włodyka⁹. Jego artykuł opublikowany w 1999 r., a więc przed ponad dwudziestoma laty, do dziś stanowi punkt odniesienia dla autorów zajmujących się tematyką badania due diligence. Jednym z nich jest R. Lewandowski¹⁰, który znacznie pogłębił, a miejscami dokonał krytyki rozważań przeprowadzonych uprzednio przez S. Włodykę. W ostatnich latach dorobek w tym zakresie wzbogaciła E. Janik¹¹, która skupiła się na aspektach tego badania w transakcjach fuzji i przejęć. Tematykę due diligence poruszali również M. Mazgaj¹² i M. Śledzikowski¹³.

⁸ K. Kocemba, D. Łatawiec-Chara, M. Tomczak, *Due Diligence*, Warszawa 2011, s. 1.

⁹ S. Włodyka, *Due diligence review w prawie polskim*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1999/9, s. 14.

¹⁰ R. Lewandowski, *Znaczenie...*

¹¹ M.in. E. Janik, *Due diligence w restrukturyzacji spółki [w:] Restrukturyzacja spółek handlowych: zagadnienia ekonomiczne i prawne*, red. A. Witosz, J. Wojtyła, „Studia Ekonomiczne. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach” 2012/86, s. 31–42.

¹² M. Mazgaj, *O roli due diligence (oraz oświadczeń i zapewnień) w prawie kontraktów*, „Acta Iuris Stetinensis, 2017/3 (19), s. 15–25.

¹³ M. Śledzikowski, *Istota due diligence prawnego w prawie polskim i amerykańskim*, „Studenckie Prace Prawnicze, Administratywistyczne i Ekonomiczne” 2013/14, s. 125–139.

Odniesienia do tematyki badania due diligence można odnaleźć również w pracach monograficznych oraz komentarzach do Kodeksu spółek handlowych. Jednym z autorów, którzy najczęściej nawiązują do tego zagadnienia, jest A. Witosz¹⁴. Specyficzne aspekty prawne tego rodzaju analizy bywają też przedmiotem zainteresowania autorów zajmujących się prawem podatkowym i rachunkowością.

Z powyższego wynika, że istnieje literatura poświęcona prawnym aspektom badania due diligence, jednak ma ona charakter raczej przyczynkowski; zwykle dotyczy wybranych, wąskich aspektów tegoż badania. Rzadko zdarza się również, by prawnicy teoretycy odnosili się do dorobku nauk ekonomicznych w tym zakresie, mimo że wydaje się to niezbędne, choćby z uwagi na fakt, iż literatura ekonomiczna poświęcona zagadnieniu badania due diligence jest znacznie bogatsza od analogicznego dorobku doktryny prawa.

Chociaż literatura ekonomiczna poświęcona badaniu due diligence jest bogatsza od literatury prawniczej, to jednak i ona jest stosunkowo uboga. Dodatkowo ma ona w dużej mierze charakter odtwórczy i często ogranicza się do przytaczania stanowiska autorów obcojęzycznych, zwłaszcza z krajów anglosaskich, przede wszystkim ze Stanów Zjednoczonych. Trzeba przy tym wskazać, że pozycje amerykańskie w dużej mierze mają charakter praktycznych poradników i niezwykle trudno snuć na ich podstawie głębsze rozważania. Niemniej jednak nie sposób lekceważyć znaczenia dorobku nauk ekonomicznych na tym polu, paradoksalnie właśnie dlatego, że uwzględnia on rozmaite doświadczenia praktyczne.

Jak już wskazywano, w polskich warunkach badanie due diligence jest przede wszystkim instytucją obecną w praktyce stosunków gospodarczych, która nie ma przy tym szerokich podstaw jurystycznych, jak również nie zostały jej poświęcone liczne opracowania o charakterze teoretycznym. Praktyka jej stosowania wciąż ewoluuje i nie sposób jest uwzględnić wszystkich tego rodzaju zmian czy to w przepisach prawa, czy też w analizach dogmatycznych. Stąd właśnie wynika konieczność

¹⁴ A. Witosz, *Przekształcenia spółek w Kodeksie spółek handlowych*, Bydgoszcz–Katowice 2001, s. 55.

i zasadność sięgnięcia do literatury uwzględniającej doświadczenia praktyczne i pojawiające się w oparciu o te doświadczenia nieformalne zasady działania uczestników obrotu gospodarczego.

Przeprowadzenie analizy znaczenia i skutków prawnych badania due diligence jest uzasadnione ze względu na istnienie wielu wątpliwości pojawiających się w związku z instytucją badania due diligence na gruncie prawnym. Podstawowa i zasadnicza wątpliwość dotyczy tego, czy instytucja ta ma w ogóle jakiekolwiek znaczenie prawne. Jak już wskazano, żaden przepis prawa powszechnie obowiązującego nie odnosi się wprost do badania due diligence. Mogłoby to sugerować, że analiza taka jest prawnie obojętna i w zasadzie nie wywołuje żadnych skutków prawnych.

Z drugiej jednak strony wydaje się, że instytucja mająca tak istotne i, jak się wydaje, wciąż rosnące znaczenie praktyczne nie może nie wiązać się z żadnymi skutkami prawnymi. Charakter tej instytucji wskazuje, że ma ona znaczenie na gruncie stosunków cywilnoprawnych, a przy tym samo badanie nie jest czynnością prostą, która nie musi się wiązać z nawiązywaniem jakichkolwiek stosunków prawnych, ale zwykle jego przeprowadzenie poprzedza zawarcie umowy pomiędzy zlecającym badanie a audytorem, a także podjęcie wiążących ustaleń pomiędzy uczestnikami transakcji co do zasad, zgodnie z którymi zostanie przeprowadzone badanie. Okoliczności te sugerują, że badanie due diligence może mieć pewne znaczenie na gruncie prawa cywilnego.

Rozważyć należy jednak, czy oprócz tego istnieją jakieś inne stosunki prawne, mające znaczenie z punktu widzenia badania due diligence, jak i takie, dla których przeprowadzenie lub nieprzeprowadzenie tego rodzaju analizy oraz jej ewentualny wynik mogą mieć znaczenie.

W związku z powyższym główne pytanie, na które autor postarał się odpowiedzieć w niniejszej publikacji, brzmi: Czy badanie due diligence ma znaczenie prawne i jakie może wywierać skutki prawne?

Wątpliwości w powyższym zakresie dotyczą w szczególności następujących kwestii:

- 1) Czy przeprowadzenie badania due diligence w związku z transakcją fuzji lub przejęcia jest obligatoryjne i jakie mogą być konsekwencje jego nieprzeprowadzenia?
- 2) Jaka jest rola badania due diligence dla planów restrukturyzacyjnych?
- 3) Czy przeprowadzenie lub nieprzeprowadzenie badania due diligence w związku z transakcją fuzji lub przejęcia oraz jego ewentualne wyniki mogą mieć znaczenie z punktu widzenia odpowiedzialności za wady rzeczy sprzedanej oraz odpowiedzialności nabywcy za zobowiązania związane z prowadzeniem przedsiębiorstwa?
- 4) Czy, i ewentualnie na jakiej podstawie, audytor odpowiada za nieprawidłowe przeprowadzenie badania due diligence w związku z transakcją fuzji lub przejęcia?
- 5) Czy istnieją inne konsekwencje prawne przeprowadzenia badania due diligence, a także jego nieprzeprowadzenia?

Pierwsze z powyższych zagadnień wydaje się mieć istotne znaczenie z punktu widzenia osób prowadzących sprawę spółki i członków organów spółek, tymczasem kwestia ta nie tylko w zasadzie nie doczekała się wyjaśnienia w literaturze czy orzecznictwie, ale nie zostały nawet podjęte próby takiego wyjaśnienia.

Kwestia roli badania due diligence dla planów restrukturyzacyjnych doczekała się omówienia przez A. Witosza¹⁵, jednak inni autorzy w zasadzie nie wypowiadali się na ten temat. Ponadto wydaje się, że zagadnienie to wymaga omówienia w kontekście ewentualnego obowiązku przeprowadzenia badania due diligence.

Znaczenie badania due diligence w transakcjach fuzji i przejęć z punktu widzenia rękojmi za wady rzeczy sprzedanej, a w pewnym stopniu także odpowiedzialności odszkodowawczej i wad oświadczeń woli jest jedną z najbardziej kontrowersyjnych kwestii poruszonych dotychczas w literaturze dotyczącej prawnych aspektów tego badania¹⁶. Nie została

¹⁵ A. Witosz [w:] *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, red. W. Pyziół, LEX 2008.

¹⁶ Por. m.in.: R. Lewandowski, *Znaczenie...*

ona jednoznacznie wyjaśniona ani w doktrynie, ani w orzecznictwie, stąd wskazane wydaje się dokonanie pogłębionej analizy w tym zakresie, szczególnie wobec faktu, że problem ten jest wielowątkowy i nie sprowadza się do ustalenia, czy przeprowadzenie lub nieprzeprowadzenie badania może mieć znaczenie na gruncie przepisów regulujących te zagadnienia. Kwestia odpowiedzialności audytora ma z kolei istotne znaczenie praktyczne. Dotąd w zasadzie nie została ona poruszona w literaturze.

Kwestie związane z ochroną tajemnicy przedsiębiorstwa i innych tajemnic prawnie chronionych w związku z badaniem due diligence były już poruszane w literaturze. Niemniej jednak ze względu na wagę tego zagadnienia zasadne wydaje się ponowne jego przeanalizowanie, jak również podsumowanie i ocena poglądów doktryny w tym zakresie.

Podstawą dociekań nad istotą badania due diligence będzie analiza literatury prawniczej polskiej i zagranicznej. Natomiast przy ocenie znaczenia i charakteru due diligence zostanie pomocniczo uwzględniony dorobek nauk ekonomicznych, co jest uzasadnione szczególnym, głównie ekonomicznym charakterem tej instytucji, jak również nieco bogatszą literaturą ekonomiczną poświęconą temu zagadnieniu niż w przypadku literatury prawniczej. Wyniki analizy pozwolą na ustalenie aktualnego stanu wiedzy w zakresie tematyki niniejszej publikacji.

Systematyka publikacji jest w dużej mierze konsekwencją konieczności wyjaśnienia, czym jest badanie due diligence z punktu widzenia praktycznego, z uwzględnieniem dorobku nauk ekonomicznych. Poczynienie szczegółowych ustaleń w tym zakresie jest konieczne dla dokonania analizy prawnej. Nie sposób bowiem dokonać stosownej oceny skutków prawnych badania due diligence bez ustalenia, czym właściwie jest to badanie, jaki jest jego przedmiot, w jakim celu się je przeprowadza i w jaki sposób jest ono wykonywane.

Rozdział 1

POJĘCIE BADANIA DUE DILIGENCE

Przed przystąpieniem do ustalenia znaczenia i skutków prawnych badania due diligence w transakcjach fuzji i przejęć wyjaśnienia wymaga samo pojęcie badania due diligence. W tym celu zasadne jest przedstawienie genezy tej instytucji. Ma to związek z faktem, iż na polskim gruncie nadal jest ona stosunkowo nowa, a jej pojawienie się w obrocie gospodarczym ma związek z otwarciem polskiego rynku na kapitał zagraniczny. To właśnie praktyka gospodarcza państw zachodnich, w szczególności anglosaskich, stała u podstaw stosowania badania due diligence w Polsce. Przy tym, jak zostanie wykazane niżej, jej znaczenie prawne na polskim gruncie jest istotnie odmienne od znaczenia na gruncie w prawie amerykańskim, z którego się wywodzi.

W dalszej części rozdziału dokonano również wyjaśnienia kilku kwestii terminologicznych istotnych z punktu widzenia niniejszej pracy. W szczególności wyjaśniono pojęcie transakcji fuzji i przejęć, które może budzić wątpliwości na gruncie języka prawnego i prawniczego, natomiast z wielu powodów jest najbardziej adekwatne dla określenia czynności, w związku z którymi najczęściej wykonuje się badanie due diligence.

1.1. Geneza instytucji badania due diligence

Instytucja badania due diligence wywodzi się ze Stanów Zjednoczonych¹ i ma swoje źródła w zasadach obowiązujących w systemie *common law*. Samo pojęcie due diligence nie odnosi się jedynie do badania przedmiotu transakcji gospodarczej, ale jego znaczenie jest zbliżone do pojęcia „należytej staranności”². Podobnie jak to jest na gruncie prawa polskiego, również w systemie amerykańskim należyta staranność stanowi pewien wzorzec zachowania w określonych sytuacjach³.

J. Katner podkreśla, że pojęcia due diligence nie należy jednak rozumieć dosłownie jako należyta staranność, gdyż może to stworzyć zamieszanie pojęciowe. Obecnie poprzez pojęcie due diligence należy rozumieć: „proces gromadzenia, a także efekt gromadzenia informacji dotyczących przedmiotu transakcji. W języku polskim przybliżone znaczenie mają pojęcia: *audyt prawny*, *badanie stanu prawnego spółki*, *raport z badania*⁴. Używanie tych pojęć nie ma jednak charakteru międzynarodowego, stąd też część autorów wskazuje, by nie rezygnować z pojęcia due diligence, które jest najlepiej rozumiane pod tą nazwą i ma wówczas wymiar uniwersalny⁵.

Samo badanie due diligence ma związek z obowiązującą w systemie *common law* zasadą *caveat emptor*⁶, zgodnie z którą to na kupującym

¹ L.S. Spedding, *Due Diligence Handbook: Corporate Governance, Risk Management and Business Planning*, Cima 2009, s. 4.

² R. Lewandowski, *Znaczenie i funkcja badania „due diligence” w ramach sprzedaży przedsiębiorstwa*, MoP 2004/6.

³ J. Weiner, *Due diligence in M&A transactions: a conceptual Framework* [w:] P. Louis, D.J. Leary, M.A.B. Carlson, R.L. Allen, M.S. Dorf, F.A. Ciatto, *Business Due Diligence Strategies*, 2011 ed.: *Leading Lawyers on Navigating Recent M&A Deals, Updating Diligence Strategies, and Understanding the Impact of Technology (Inside the Minds)*, Aspatore 2011, s. 6 [za:] *Black’s Law Dictionary*, red. B.A. Garner, West Group 2009.

⁴ *System Prawa Prywatnego*, t. 9, *Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, red. W.J. Katner, Legalis 2018.

⁵ *System...*, Legalis 2018 [za:] K. Kocemba, D. Latawiec-Chyra, M. Tomczak, *Due diligence*, Warszawa 2011, s. 12.

⁶ R. Lewandowski, *Znaczenie i funkcja badania „due diligence” w ramach sprzedaży przedsiębiorstwa*, MoP 2004/6 [za:] *Due diligence, disclosures and warranties in the corporate acquisition practice*, red. D. Baker, R. Jillson, W.J.L. Calkoen, Londyn 1992, s. 143.

cięży obowiązek zbadania przedmiotu sprzedaży⁷. Tym samym w interesie kupującego jest dołożenie wszelkich starań w celu ustalenia stanu prawnego i faktycznego przedmiotu sprzedaży, gdyż jeśli zostaną zidentyfikowane po dokonaniu transakcji, nie będzie on mógł dochodzić roszczeń wobec sprzedawcy z tytułu rękojmi.

Na gruncie anglosaskim pojęcie staranności (diligence) pojawiło się na przełomie XVII i XVIII w.⁸ Natomiast instytucja badania due diligence w związku z transakcjami fuzji i przejęć rozpowszechniła się w amerykańskim obrocie od czasu wejścia w życie U.S. Securities Act z 1933 r.⁹ Akt ten stanowił reakcję amerykańskiego ustawodawcy na wielki kryzys, który rozpoczął się w 1929 r.¹⁰ Zdaniem części ówczesnych ekonomistów jedną z przyczyn kryzysu była nadmierna swoboda funkcjonowania rynku kapitałowego, w tym giełdy. U.S. Securities Act miał na celu uregulowanie niektórych zasad jego funkcjonowania, tak aby uniknąć podobnych sytuacji w przyszłości¹¹.

W odniesieniu do transakcji fuzji i przejęć akt ten miał na celu m.in. ochronę inwestorów przed próbami ukrycia przed nimi istotnych informacji o stanie podmiotu mającego stanowić przedmiot transakcji. W sekcji 11 U.S. Securities Act przewidziano odpowiedzialność cywilnoprawną za nieprawdziwe oświadczenie lub zaniedbanie w zakresie przekazania nabywcy informacji na temat papierów wartościowych, które są oferowane do nabycia. Odpowiedzialność taka dotyczy nie tylko samego emitenta, ale również członków jego władz (*directors*), a także księgowych, inżynierów i rzeczoznawców, którzy składali oświadczenia odnośnie do przedmiotu transakcji. Co istotne, osoby takie (niebędące emitentem) mogły uwolnić się od odpowiedzialności, jeżeli dowiodły,

⁷ J.D. McCamus, *Caveat emptor: the position at common law* [w:] *Real property law: conquering the complexities*, red. I. Law, Toronto 2003, s. 99.

⁸ M. Śledzikowski, *Istota...*, s. 127.

⁹ Securities Act of 1933, Enacted May 24, 2018, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf> (dostęp: 23.06.2018 r.).

¹⁰ W.J. Gole, P.J. Hilger, *Due diligence: An M&A value creation approach*, New Jersey 2009, s. 8.

¹¹ Lisa. S. Spedding, *Due Diligence...*, s. 4.

iz miały racjonalne podstawy do wydania oświadczenia o takiej treści, jak to, które zostało przez nie złożone.

Jak wskazuje M. Lisicki, „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 decyzje w trakcie analizy przedsięwzięcia opierały się na wiarygodnych przesłankach”¹².

Dalsze istotne postanowienia w zakresie badania due diligence zawarto w ustawie Sarbanes Oxley Act z 2002 r.¹³ Jak podaje M. Lisicki: „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 przedsiębiorstwa”¹⁴.

Można zatem powiedzieć, że instytucja badania due diligence wyrasta z dwóch, w dużej mierze sprzecznych ze sobą, korzeni: z jednej strony jest zasada *caveat emptor*¹⁵, która skutkuje koniecznością zabezpieczenia się przez nabywcę przed skutkami ukrycia przez sprzedającego wad rzeczy sprzedanej, z drugiej zaś strony istnieją przepisy mające na celu ochronę inwestorów, które w pewnym sensie stanowią wyłom w fundamentalnej dla systemu *common law* zasadzie *caveat emptor*¹⁶.

¹² M. Lisicki, *Możliwości zastosowania badania due diligence w procesie inwestycyjnym metodą partnerstwa publiczno-prywatnego* [w:] *Hereditas Mercaturae. Księga pamiątkowa dedykowana świętej pamięci profesorowi Stanisławowi Miklaszewskiemu*, red. P. Czubik, Z. Mach, Kraków 2012, s. 100.

¹³ The Sarbanes-Oxley Act of 2002 (Pub.L. 107–204, 116 Stat. 745), enacted July 30, 2002.

¹⁴ M. Lisicki, *Możliwości...*, s. 100.

¹⁵ J.R. Carleton, C.S. Linberry, *Achieving Past-Merger Success: A Stakeholder's Guide to Cultural Due Diligence, Assessment and Integration*, San Francisco, CA 2004, s. 71.

¹⁶ M. Śledzikowski, *Istota...*, s. 129.

Z czasem znaczenie badania due diligence dla obrotu gospodarczego wzrastało. Początkowo było ono przeprowadzane przy ofertach publicznych, jednak z czasem zaczęło być stosowane również przy okazji innych transakcji, w szczególności w zakresie fuzji i przejęć. Ekspansja gospodarcza amerykańskich przedsiębiorstw i rozpowszechnienie tamtejszych praktyk stosowanych w obrocie skutkowały z kolei przeniesieniem instytucji badania due diligence do kolejnych państw, w których funkcjonuje gospodarka wolnorynkowa, w szczególności do Wielkiej Brytanii, państw Europy kontynentalnej oraz Japonii¹⁷.

W systemach prawnych państw Europy kontynentalnej instytucja badania due diligence rozwijała się jednak nieco inaczej niż w Stanach Zjednoczonych. W tym miejscu warto przytoczyć przykład Francji jako kraju wysoko rozwiniętego, w którym funkcjonuje gospodarka rynkowa (aczkolwiek z silnie rozwiniętym sektorem publicznym, który zatrudnia ok. 21% pracujących osób¹⁸, przy czym wydatki publiczne stanowią 56% produktu krajowego brutto, co stanowi jeden z najwyższych wskaźników wśród państw członkowskich Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju¹⁹). W tych warunkach w naturalny sposób pojawiły się i rozpowszechniły transakcje fuzji i przejęć wraz z towarzyszącymi im instytucjami o charakterze ekonomicznym lub prawnym, w tym również badanie due diligence.

Podobnie jak to jest z wieloma pojęciami pochodzącymi z języka angielskiego, pojęcie badania due diligence ma swoje odpowiedniki francuskojęzyczne, używane co najmniej tak samo często jak określenie oryginalne, a są to *préacquisition audit*, co dosłownie można przetłumaczyć jako „audyt przed nabyciem”, a także *audit préalable*, co z kolei oznacza „audyt wstępny” czy też „audyt uprzedni”. Nie oznacza to jednak, że w praktyce obrotu gospodarczego we Francji badanie due diligence funkcjonuje tylko w wersji poprzedzającej transakcję ani też,

¹⁷ M. Jarzemowska, *Modernizacja czy amerykańizacja japońskiego nadzoru korporacyjnego – zarys problemu*, „Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance” Vol. 15, No. 2/2/2017, s. 34–38.

¹⁸ *Vive la différence*, „The Economist” z 07.05.2009 r.

¹⁹ Dane OECD za rok 2018, <https://data.oecd.org/gga/general-government-spending.htm> (dostęp: 30.01.2021 r.).

że co do zasady przeprowadzane jest na zlecenie nabywcy. Od strony praktycznej metodyka i sposób przeprowadzania badania due diligence, a w konsekwencji również jego typologia, mają charakter uniwersalny i ich ogólny charakter jest taki sam niezależnie od państwa, w którym jest przeprowadzane badanie. Różnice mogą dotyczyć cech o drugorzędnym znaczeniu i wynikać mogą ze szczególnych uregulowań prawnych obowiązujących w danym kraju lub specyfiki obrotu gospodarczego. W przypadku państw Europy Zachodniej różnice te są tym mniej istotne, że zasady funkcjonowania rynku oraz kultura prawna w tychże państwach są zbliżone.

We francuskim systemie prawnym, podobnie jak to jest w Polsce, nie istnieje całościowa regulacja prawna odnosząca się do problematyki badania due diligence. Wiele przepisów prawnych odnosi się natomiast do transakcji, które można zaliczyć do fuzji i przejęć w rozumieniu niniejszej publikacji. Część z nich jest skonstruowana odmiennie niż w prawie polskim; dotyczy to również przepisów istotnych z punktu widzenia badania due diligence.

Regulacje prawne w tym zakresie znajdują się przede wszystkim w dwóch zasadniczych aktach prawnych: Kodeksie cywilnym z 21.03.1804 r. (fr. *Code Civil*)²⁰ oraz Kodeksie handlowym z 10.09.1807 r. (fr. *Code de Commerce*)²¹. Przy tym zakres regulacji tych aktów prawnych jest nieco inny niż w przypadku polskiego Kodeksu cywilnego i Kodeksu spółek handlowych.

Istotny z tego punktu widzenia jest art. L141-1 Kodeksu handlowego. Zgodnie z tym przepisem w przypadku przeniesienia własności przedsiębiorstwa poprzez zbycie jego składników zbywca jest zobowiązany do przekazania nabywcy informacji na temat:

²⁰ Code civil des Français z 21.03.1804 r., https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006070721/?isSuggest=true.

²¹ Code de Commerce z 10.09.1807 r., https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000005634379/?isSuggest=true.

- 1) nazwy poprzedniego zbywcy, daty i formy zbycia oraz ceny, z uwzględnieniem wartości niematerialnych i prawnych, towarów i urządzeń;
- 2) służebności i zastawów obciążających składniki przedsiębiorstwa;
- 3) przychodów w ostatnich trzech latach obrotowych poprzedzających sprzedaż lub w krótszym okresie, jeżeli składniki przedsiębiorstwa zostały nabyte później;
- 4) wyniku operacyjnego w tym okresie;
- 5) umów najmu, dat ich zawarcia, czasu ich trwania oraz nazw i adresów stron, jeżeli takowe umowy zostały zawarte.

Co ważne, w przypadku nieprzekazania przez zbywcę informacji w powyższym zakresie, nabywca może domagać się stwierdzenia nieważności umowy sprzedaży w ciągu roku od jej zawarcia.

Przepis ten wprowadza zatem zasadę informowania nabywcy przez zbywcę o istotnych cechach nabywanego przedsiębiorstwa. Przy tym zasada ta nie ma jedynie charakteru teoretycznego i deklaratywnego, ponieważ niewywiązanie się przez zbywcę z tego obowiązku może skutkować nieważnością umowy.

Wydaje się jednak, że przywołany przepis Kodeksu handlowego przewiduje obowiązek udzielenia określonych informacji, a nie jedynie umożliwienia zapoznania się z dokumentami, które takie informacje zawierają. Krótko mówiąc, zbywca nie może zwolnić się od przewidzianego w tym przepisie obowiązku poprzez umożliwienie nabywcy przeprowadzenia badania due diligence. Natomiast niewątpliwie sam może takie badanie przeprowadzić, a jego wyniki będą przydatne dla przygotowania wymienionych wyżej informacji. Dane te mogą z kolei zostać wykorzystane przez nabywcę przy przeprowadzeniu przez niego badania due diligence, zwłaszcza jeżeli z jakichś względów zakres dokumentów i informacji, do których ma dostęp i na których może się oprzeć, jest wąski.

Dalsze obowiązki zbywcy wynikają z art. L141-2 Kodeksu handlowego. Zgodnie z tym przepisem w dniu sprzedaży udostępnia on nabywcy księgi rachunkowe z trzech ostatnich lat obrotowych. Jest to kolejny