

PRZEWODNIK PO TRANSAKCJACH FUZZY I PRZEJĘĆ

redakcja Bartosz Marcinkowski

Maciej Ciszkieвич, Sylwia Kuca, Michał Kucharski
Marcin Kuliński, Bartosz Marcinkowski

PRAWO W PRAKTYCE

PIKTOGRAMY

wskazują ważne elementy
książki i ułatwiają
ich odnalezienie



Ważne



Przykłady



Podstawa prawna
Kontekst prawny



Pytania
Zadania



Rozwiązania
Odpowiedzi



Stanowisko stron
Pogląd



Orzecznictwo



Literatura



Historia



Nowe przepisy

PRZEWODNIK PO TRANSAKCJACH FUZZJI I PRZEJĘĆ

redakcja Bartosz Marcinkowski

Maciej Ciszewicz, Sylwia Kuca, Michał Kucharski
Marcin Kuliński, Bartosz Marcinkowski

PRAWO W PRAKTYCE



Wolters Kluwer

WARSZAWA 2020

Stan prawny na 1 sierpnia 2020 r.

Wydawca
Grzegorz Jarecki

Redaktor prowadzący
Kinga Zajęc

Opracowanie redakcyjne
Violet Design Wioletta Kowalska

Projekt okładek serii
Wojtek Kwiecień-Janikowski, Przemek Dębowski

Poszczególne rozdziały książki napisali:

Bartosz Marcinkowski – rozdz. I–II, V pkt 7.2, rozdz. VII

Maciej Ciszewicz, Michał Kucharski – rozdz. III pkt 2

Sylwia Kuca – rozdz. VI

Michał Kucharski – rozdz. III pkt 1

Marcin Kuliński – rozdz. IV, V pkt 1–6, 7.1, 7.3, 8–13

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.

prawolubni

SZANUJMY PRAWO I WŁASNOŚĆ
Więcej na www.legalnakultura.pl
POLSKA IZBA KSIĄŻKI

© Copyright by Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2020

ISBN 978-83-8187-612-4

Dział Praw Autorskich
01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33
tel. 22 535 82 19
e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

SPIS TREŚCI

Wykaz skrótów	13
---------------------	----

Wprowadzenie	15
--------------------	----

Rozdział I

M&A jako proces	19
-----------------------	----

1. Cele i motywy przeprowadzenia procesu M&A.
Zarys specyfiki nabyć, połączeń i restrukturyzacji/reorganizacji
(*acquisitions, mergers, reorganization/restructuring*) 19
2. Praktyka M&A w Polsce i na świecie 21
3. Terminologia stosowana w procesach M&A 22
4. M&A czyli co? Typowe operacje (transakcje) M&A 24
5. Aktorzy procesu M&A. Rola planowania i zarządzania
(*project management*) 29
6. Transakcyjne punkty krytyczne. „Rafy” w M&A 32
7. Studium przypadku: nabywanie spółek poza granicami Polski 37
8. M&A jako proces – uwagi końcowe 45

Rozdział II

Typowe elementy składowe procesu M&A	47
--	----

1. Identyfikacja przedmiotu transakcji – rola doradców prawnych
i finansowych na tym etapie 47
2. Przedmiot nabycia – *share deal, asset deal* 49
 - 2.1. *Share deal* 50
 - 2.2. *Asset deal* 51
3. Wybrane inne uwarunkowania transakcyjne 59
4. NDA/LoI/MoU/HoT. Moc wiążąca i szczegółowość dokumentacji
poprzedzającej (inicjującej) właściwą transakcję M&A 63

5. Badanie <i>due diligence</i> (DD) – obszar badania, typowy zakres i specyfika poszczególnych projektów <i>share deal</i> vs. <i>asset deal</i>	65
6. Dokumenty transakcyjne. <i>Share deal</i> vs. <i>asset deal</i>	69
7. Okres potransakcyjny – wzmianka	71
8. Rola doradców i służb wspierających proces M&A. Aspekty organizacyjne – wnioski	72

Rozdział III

Umowy w transakcjach M&A oraz typowe

postanowienia umowne	75
1. Rodzaje umów w transakcjach M&A	75
2. Konstrukcja umowy – typowe postanowienia umowne	82
2.1. Strony umowy	83
2.2. Definicje i siatka pojęciowa – ujednolicenie terminologii	84
2.3. Przedmiot umowy – sprzedaż udziałów, akcji, przedsiębiorstwa	85
2.3.1. Transakcje typu <i>share deal</i>	85
2.3.2. Transakcje typu <i>asset deal</i>	86
2.4. Przesłanki zamknięcia transakcji	88
2.4.1. Zgody organów administracji publicznej	88
2.4.2. Zgody i ograniczenia korporacyjne	94
2.4.3. Zgody innych osób trzecich	97
2.4.4. Brak istotnej niekorzystnej zmiany (klauzula MAC)	99
2.5. Cena w transakcjach M&A – wybrane aspekty prawne	100
2.5.1. Pojęcie i zapłata ceny	100
2.5.1.1. Wzajemność świadczeń sprzedającego i kupującego	100
2.5.1.2. Pojęcie ceny	101
2.5.1.3. Wybór waluty	102
2.5.1.4. Sposób zapłaty ceny	103
2.5.1.5. Moment zapłaty ceny	105
2.5.1.6. Struktura płatności ceny	107
2.5.1.7. Zapłata ceny przy uczestnictwie osób trzecich	108
2.5.2. Zapłata ceny – zabezpieczenie stron	110
2.5.2.1. Zatrzymanie ceny	110
2.5.2.2. Rachunek <i>escrow</i> – zagadnienia ogólne	112

2.5.2.3. Strony umowy <i>escrow</i>	113
2.5.2.4. Wpływ środków na rachunek <i>escrow</i>	115
2.5.2.5. Wpłata środków z rachunku <i>escrow</i>	116
2.5.2.6. Realizacja obowiązków przez bank	119
2.5.2.7. Uprawnienia sprzedającego w przypadku nieotrzymania ceny w umówionym terminie	120
2.5.3. Modele ustalenia ceny w transakcjach M&A	124
2.5.3.1. Wysokość ceny	124
2.5.3.2. Zakres swobody stron co do sposobu ustalenia ceny	125
2.5.3.3. Modele ustalania ceny – uwagi ogólne	127
2.5.3.4. <i>Completion accounts</i>	129
2.5.3.4.1. Ustalenie ceny na dzień <i>closingu</i> ...	129
2.5.3.4.2. Korekta ceny	130
2.5.3.4.3. Mechanizm <i>completion</i> <i>accounts</i> w praktyce	131
2.5.3.5. Mechanizm <i>locked box</i>	133
2.5.3.5.1. <i>Locked box date</i>	134
2.5.3.5.2. <i>Cash flow compensation</i> – zwiększenie ceny	135
2.5.3.5.3. Zabezpieczenie interesów kupującego. <i>Leakage. Permitted leakage</i>	136
2.5.3.5.4. Ograniczenia w zastosowaniu mechanizmu <i>locked box</i> . Rozwiązania mieszane	137
2.5.3.6. <i>Earn-out</i>	138
2.6. Oświadczenia i zapewnienia	140
2.6.1. Oświadczenia co do statusu sprzedającego	141
2.6.2. Oświadczenia dotyczące tytułu prawnego do udziałów lub akcji	141
2.6.3. Oświadczenia co do stanu spółki (przedsiębiorstwa spółki)	142
2.6.4. Oświadczenia kupującego	148
2.7. Odpowiedzialność sprzedającego za niezgodność oświadczeń i zapewnień ze stanem rzeczywistym	148

2.7.1. Uwagi wstępne	148
2.7.2. Mechanizm z rodowodem z prawa obcego	150
2.7.3. Regulacja umowna – dyskusje i wątpliwości	151
2.7.4. Istota odpowiedzialności odszkodowawczej o charakterze gwarancyjnym	154
2.7.5. Definicja szkody	155
2.7.6. Zasada najlepszej wiedzy sprzedającego	156
2.7.7. Ograniczenia czasowe oraz kwotowe	157
2.7.8. Odpowiedzialność wobec osób trzecich	158
2.7.9. Wiedza kupującego co do niezgodności oświadczeń i zapewnień z rzeczywistością. <i>Specific Indemnity</i>	159
2.8. Spełnienie warunków i zamknięcie transakcji (<i>closing/completion</i>)	160
2.9. Ład korporacyjny – <i>corporate governance</i>	162
2.10. Klauzule opcyjne	162
2.10.1. Opcja odkupu (<i>call</i>) i opcja sprzedaży (<i>put</i>)	163
2.10.2. Prawo pociągnięcia (<i>drag along</i>) i prawo przyłączenia (<i>tag along</i>)	164
2.10.3. Inne rodzaje klauzul opcyjnych	164
2.11. Odstąpienie od umowy	165
2.12. Inne standardowe klauzule (klauzule <i>boiler plate</i>)	165
2.13. Załączniki do umowy	169

Rozdział IV

<i>Due diligence</i>	171
1. Uwagi wstępne	171
2. Cel i sens badania	171
2.1. Badanie a transakcja	172
2.2. Czym jest <i>due diligence</i>	174
3. Fazy badania	175
3.1. Zakres dokumentacji	177
3.2. Informacje wstępne / zespół	178
3.3. Dostęp do dokumentacji i pytania do sprzedawcy	179
3.4. Analiza raportów i ocena ryzyk	181
3.5. Decyzja dotycząca dalszego ciągu transakcji	183
3.6. Badanie uzupełniające	183

4. Obszary badania	184
4.1. Czynniki określające zakres badania	184
4.2. Zakres czasowy badania	184
4.3. Obszary	185
5. Badanie prawne: elementy standardowe i zmienne	187
5.1. Udziały/akcje	189
5.2. Transakcje z podmiotami powiązanymi	189
5.3. Umowy i relacje z kluczowymi klientami i dostawcami	190
5.4. Relacje z instytucjami finansowymi	191
5.5. Prawa do nieruchomości	191
5.6. Aktywa ruchome i niematerialne	193
5.7. Zgody na transakcje	194
5.8. Relacje pracownicze	195
5.9. Spory i postępowania	196
5.10. Ubezpieczenie	197
5.11. Inne (nowe) obszary badania	197
6. Kolejność badania poszczególnych obszarów	198
7. Rodzaje i układ raportów z badania	199
8. Wiarygodność (analizy) danych	201
8.1. Źródła i nośniki informacji	201
8.2. Badanie „tradycyjne” a sztuczna inteligencja	203
9. Ograniczenia badania <i>due diligence</i>	204
9.1. Dostępność dokumentacji	204
9.2. Kontekst powstania dokumentów i sposób prezentacji	204
9.3. Różnice metodologiczne	206
9.4. Czas trwania a terminarz transakcji	206
9.5. Moment badania	207
9.6. Próg istotności	208
9.7. Transakcje „wymuszone” – <i>distressed asset sale</i>	209
10. Poufność i dane osobowe	210
10.1. Perspektywa nabywcy	210
10.2. Perspektywa sprzedawcy	211
10.2.1. Rozpowszechnienie informacji o transakcji	211
10.2.2. Tajemnica przedsiębiorstwa	212
10.2.3. Ochrona danych osobowych	212
11. <i>Vendor dd</i> – dobra praktyka	213

Rozdział V

Działania potransakcyjne	215
1. Zakres rozważań	215
2. Transakcja nie kończy się podpisem	218
3. „Bilans otwarcia”	220
4. Zawiadomienia i rejestracje	222
4.1. Transakcje typu <i>share deal</i>	222
4.1.1. Wspólnicy	222
4.1.2. Skład organów	223
4.1.3. Statut/struktura spółki targetowej	224
4.1.4. Władze skarbowe	224
4.1.5. Instytucje finansowe a pozostali kontrahenci	225
4.1.6. Organy koncesyjne/nadzorcze	226
4.2. Transakcje typu <i>asset deal</i>	227
5. Integracja/zmiany w grupie przejętych pracowników	228
5.1. Pracownicy	228
5.1.1. Transakcje typu <i>asset deal</i>	229
5.1.2. Transakcje typu <i>share deal</i>	230
5.2. Menadżerowie	230
5.3. Ryzyka dla kupującego	231
5.4. Uczestnictwo w PPK – wzmianka	232
6. Nowy zakres odpowiedzialności zarządu / menadżerów nabywcy a ubezpieczenie	233
6.1. Nowy zakres obowiązków i odpowiedzialności	233
6.2. Ubezpieczenie D&O	233
6.3. Ubezpieczenie od sprzeniewierzenia	234
7. Wprowadzenie procedur nabywcy	235
7.1. Kwestie <i>compliance</i>	235
7.2. Obszar GDPR/RODO i bezpieczeństwa cyfrowego	241
7.3. Procedury i organizacja pracy i działalności przedsiębiorstwa	244
8. Środowisko IT	246
8.1. Transakcje typu <i>share deal</i>	247
8.2. Transakcje typu <i>asset deal</i>	247
9. Ubezpieczenie przejętego przedsiębiorstwa	250
9.1. Transakcje typu <i>share deal</i>	250
9.2. Transakcje typu <i>asset deal</i>	251

10. Rozliczenia z kontrahentami	252
10.1. Transakcje typu <i>asset deal</i>	252
10.2. Transakcje typu <i>share deal</i>	256
11. Rozliczenia ze sprzedawcą	257
11.1. Cena sprzedaży	257
11.2. Roszczenia do sprzedawcy/ubezpieczyciela	258
12. Współpraca ze sprzedawcą	260
13. <i>Temporary service agreements</i> – TSA	260
13.1. Osobiste zaangażowanie – sprzedawca jako menadżer u kupującego	261
13.2. Sprzedawca jako wspólnik mniejszościowy	262

Rozdział VI

Zmiany organizacyjne	265
1. Po co łączyć, dzielić lub przekształcać	265
2. Krótki słowniczek	267
3. Mapowanie ryzyk	267
3.1. Badanie DD	267
3.2. <i>Clean team</i>	268
3.3. <i>Reliance letter</i>	270
4. Najważniejsze elementy planowanego połączenia	272
4.1. Kwestie ogólne	272
4.2. Łączenie się z udziałem spółek kapitałowych w organizacji	274
4.3. Sukcesja uniwersalna	275
4.4. Plan połączenia oraz sprawozdanie zarządu	278
4.5. Złożenie planu połączenia do sądu rejestrowego oraz zbadanie planu połączenia przez biegłego	283
4.6. Ogłoszenie planu połączenia	286
4.7. Zawiadomienia wspólników o zamiarze połączenia	288
4.8. Uchwała połączeniowa	289
4.9. Zgłoszenie uchwał połączeniowych do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego	293
4.10. Dzień połączenia	294
4.11. Ogłoszenie o połączeniu	295
4.12. Uproszczona procedura połączeniowa	296
4.13. Odpowiedzialność	298

4.14. <i>Timeline</i> (oś czasu)	300
5. Obszary istotne z perspektywy planowanego połączenia	304

Rozdział VII

Startupy – zarys specyfiki z perspektywy M&A	309
---	------------

1. Startupy i ich komercjalizacja. Uwagi wstępne	309
2. Identyfikacja głównych aktywów przedsięwzięcia	312
3. Relacje między pomysłodawcami – twórcami startupu	314
4. Formy prawne spółki startupowej	317
5. Formy prawne – prosta spółka akcyjna	321
6. Rundy finansowań i docelowe wyjście z inwestycji (<i>exit</i>)	332
7. Załatwianie spraw mniejszej wagi	333

Zakończenie	335
--------------------------	------------

Bibliografia	339
---------------------------	------------

Autorzy	341
----------------------	------------

WYKAZ SKRÓTÓW

k.c.	– ustawa z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 2019 r. poz. 1145 ze zm.)
k.p.	– ustawa z 26.06.1974 r. – Kodeks pracy (Dz.U. z 2020 r. poz. 1320 ze zm.)
k.p.c.	– ustawa z 17.11.1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz.U. z 2019 r. poz. 1460 ze zm.)
k.s.h.	– ustawa z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2019 r. poz. 505 ze zm.)
RODO	– rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z 27.04.2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych) (tekst mający znaczenie dla EOG) (Dz.Urz. UE L 119, s. 1, ze zm.)
u.k.u.r.	– ustawa z 11.04.2003 r. o kształtowaniu ustroju rolnego (Dz.U. z 2019 r. poz. 1362 ze zm.)
u.o.k.k.	– ustawa z 16.02.2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz.U. z 2020 r. poz. 1076 ze zm.)
ustawa nieruchomościowa	– ustawa z 24.03.1920 r. o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców (Dz.U. z 2017 r. poz. 2278 ze zm.)
u.z.n.k.	– ustawa z 16.04.1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji (Dz.U. z 2019 r. poz. 1010 ze zm.)

WPROWADZENIE

M&A – *Mergers and Acquisitions* – stanowią siłę napędową czy może raczej „koło zamachowe” wielu gospodarek. M&A pozwalają bowiem na skokowy rozwój przedsiębiorstw, zwiększając ich konkurencyjność na rynkach regionalnych czy globalnych.

Jednocześnie M&A – jako szczególnie silny segment usług obejmujących doradztwo prawne, podatkowe i biznesowe – nie są objęte kompleksowym programem nauczania akademickiego czy np. podczas aplikacji prawniczych. Pewne aspekty transakcji M&A są przedmiotem sesji programów MBA¹.

Problem zapewne wynika z faktu, że M&A nie wpisują się w tradycyjny podział na dziedziny i gałęzie prawa.

Przeciwnie, cechą M&A jest przekrojowość i multidyscyplinarność, w tym z fundamentalnymi elementami finansowymi i podatkowymi. Ponadto bardzo duże znaczenie w procesach M&A mają aspekty zarządcze, *project management* i organizacja wieloelementowego i wielowątkowego procesu, niekoniecznie przebiegającego w sposób linearny.

Nie sposób w końcu pominąć umiejętności negocjacyjnych i strategicznych – M&A to nie tylko zawodowe umiejętności merytoryczne (prawne, ekonomiczne, biznesowe), ale też sfera miękka – zdolność

¹ Prawnicy kancelarii DZP, będący autorami niniejszego opracowania, współpracują w tym zakresie między innymi z Akademią Leona Koźmińskiego w Warszawie.

przekonywania, zarządzania sytuacjami kryzysowymi czy szukania kompromisu. To także wytrzymałość fizyczna – wielotygodniowe procesy *due diligence* (na ich temat zob. niżej) czy wielogodzinne negocjacje stanowią codzienność w praktyce M&A.

Tak pojmowane M&A to nieustanne uczenie się nowych elementów – niekiedy wykraczających poza obszar kompetencji oczywistych dla prawnika czy ekonomisty – i przełamywanie własnych barier i ograniczeń.

Jednak absolwenci prawa czy ekonomii w większości wypadków zapoznają się ze specyfiką M&A dopiero w praktyce, nierzadko poprzez bezpośrednie zaangażowanie w skomplikowane i złożone procesy transakcyjne.

Mając świadomość owych uwarunkowań i potrzeb, autorzy niniejszego opracowania podjęli trud możliwie przekrojowego przedstawienia problematyki M&A z perspektywy polskiego prawa i praktyki jego stosowania.

Należy przy tym zastrzec, że zgodnie z tytułem jest to „przewodnik”, i to po wybranych zagadnieniach prawnych problematyki M&A, a nie pełne kompendium wiedzy w tym obszarze. Autorzy dołożyli jednak starań, aby każda z części – za którą każdy z autorów odpowiada samodzielnie – w dostatecznym stopniu prezentowała ich wieloletnie, bogate doświadczenia transakcyjne, jak również, tam gdzie okazuje się to niezbędne, refleksję teoretycznoprawną. Niemniej wzajemne przenikanie zagadnień i obszarów skutkuje pewnymi powtórzeniami i wzajemnymi zapożyczeniami treściowymi.

I jeszcze tytułem wyjaśnienia kilka uwag na temat zagadnień terminologicznych (o których obszerniej mowa w dalszej części książki). Obecnie M&A czerpie i wzoruje się na dorobku anglosaskim. Wynika to przede wszystkim z bogactwa brytyjskich i amerykańskich doświadczeń w dziedzinie budowania korporacji o międzynarodowym (globalnym) zasięgu i głębokości rynków. Między innymi dzięki anglosaskim wpływom gospodarczym język angielski to biznesowa *lingua franca*.

Stąd tak wiele zapożyczeń i zwrotów pochodzących wprost z języka angielskiego. Kierując się potrzebami praktycznymi, zwroty angielskie stosowane są w książce zamiennie z ich (niekoniecznie bardzo licznymi i niekoniecznie dostatecznie precyzyjnymi i jednoznacznymi) polskimi odpowiednikami. Zakładamy bowiem, że Czytelnicy naszej książki prędzej czy później zetkną się w praktyce z transakcją M&A, której uczestnicy będą posługiwać się angielską (anglosaską) aparaturą pojęciową.

Jednocześnie zwracamy uwagę, że proste przekładanie (wtłaczanie) pojęć angielskich na polski język prawniczy czy prawny może prowadzić do błędnych wniosków, gdyż stosując taką metodę, dokonuje się przeniesienia pojęć mających niekiedy precyzyjne znaczenie w języku prawniczym anglosaskiego systemu *common law* na grunt kontynentalnego prawa cywilnego i handlowego. Zabieg taki może prowadzić do licznych nieporozumień – nie tylko na linii pomiędzy prawnikami prezentującymi jeden z kontynentalnych systemów prawnych (w tym polski) a prawnikami wywodzącymi się z systemu *common law* (nawet po jego europeizacji). Nieporozumienia mogą powstawać także wówczas, gdy przy jednej transakcji M&A pracują prawnicy wywodzący się z kilku systemów kontynentalnej Europy – określone anglosaskie pojęcia mogą być inaczej interpretowane np. przez prawnika polskiego, a inaczej przez Włocha. Ów szczególny aspekt międzynarodowych transakcji M&A wymaga zatem szczególnego baczenia z uwagi na ryzyko zamieszania nomenklaturowego (efekt *lost in translation*).

Jednocześnie pragniemy zwrócić uwagę, że pandemia koronawirusa niewątpliwie wpływa i wpłynie na przyszły kształt procesów M&A, a także na treść niektórych regulacji oddziałujących na działalność spółek, w tym na działania w sferze *Mergers and Acquisitions*. Nasze prognozy i oceny w tym zakresie sygnalizujemy w zakończeniu niniejszego opracowania.

dr Bartosz Marcinkowski
Partner DZP
Praktyka Prawa Spółek, Fuzji i Przejęć

Rozdział I

M&A JAKO PROCES

1. Cele i motywy przeprowadzenia procesu M&A. Zarys specyfiki nabyć, połączeń i restrukturyzacji/reorganizacji (*acquisitions, mergers, reorganization/restructuring*)

Zasadniczym motywem podejmowania wysiłków zmierzających do rozpoczęcia, przeprowadzenia i zamknięcia transakcji zaliczanej do *Mergers and Acquisitions* jest potrzeba zapewnienia skokowego wzrostu (rozwoju) przedsiębiorstwa.

W tym ujęciu transakcje M&A można określić – w pewnym uproszczeniu – jako transakcje handlowe, mające jednak specyficzny przedmiot nabycia (*acquisition*), który stanowią akcje czy udziały w spółce (określanej w dalszej części nierzadko mianem „targetu” – kilka uwag terminologicznych oraz istotnych zastrzeżeń językowych zamieszczono w dalszej części), albo przedsiębiorstwo (jako zespół składników majątkowych przeznaczonych do realizacji określonych celów gospodarczych – obszerniej na ten temat zob. poniżej) bądź jego zorganizowana część.

Dotyczy to także okoliczności szczególnych, w których nabycie (akwizycja) M&A-owa ma np. za przedmiot przedsiębiorstwo jednoosobowego przedsiębiorcy czy spółkę osobową, w której nie występują zbywalne akcje ani udziały. Tego typu operacje M&A wymagają w większości

wypadków stosownego, niekiedy szczególnego i czasochłonnego przygotowania, polegającego na odpowiednim zrestrukturyzowaniu przedmiotu nabycia.

To zaledwie jedna z sytuacji wymagająca przeprowadzenia reorganizacji czy restrukturyzacji spółki i jej przedsiębiorstwa. I choć taka reorganizacja (restrukturyzacja) nie zawsze i nie wszędzie zaliczana jest do „dorosłego” czy „pełnoprawnego” M&A, to z perspektywy praktyki prowadzonej przez autorów niniejszego opracowania stanowi osobny, wysoce wyspecjalizowany obszar aktywności M&A¹.

Jeszcze inną odmianą aktywności M&A jest połączenie (*merger*) dwóch (lub większej liczby) spółek, dzięki czemu zwiększają one swą „masę rynkową”, zwiększając szanse powodzenia na rynku, nie tylko tworząc większy organizm gospodarczy, ale też eliminując określone słabości (w ostatecznym rozrachunku np. usprawniając procesy zarządcze i eliminując nieefektywności). W wariacji opisanego modelu wymóg (potrzeba) restrukturyzacji spółki i jej funkcjonowania może powodować potrzebę nabycia lub połączenia ze spółką o komplementarnym, a nawet konkurencyjnym profilu. W tym ujęciu zwykło się mówić, że *merger* skutkuje relacją, w której suma końcowa jest wyższa niż wartość sumowanych elementów składowych.

Powyżej wskazane, a także liczne inne czynniki zwykle brane są pod uwagę przez decydentów przed przystąpieniem do realizacji procesu M&A.

Szczególną kategorię motywów przeprowadzeniu procesu M&A stanowią okoliczności sukcesyjne, wiążące się z potrzebą zapewnienia spółce kontynuacji działalności w obliczu bądź to zmian pokoleniowych

¹ Częste nieporozumienie terminologiczne wywołuje samo pojęcie restrukturyzacji, tradycyjnie kojarzone z restrukturyzacją z prawa upadłościowego (*insolvency and restructuring*). Nie pogłębiając w tym miejscu analizy relacji zakresów pojęć restrukturyzacji i reorganizacji, w niniejszej pracy stosujemy je zamiennie, poświęcając uwagę restrukturyzacji innym niż tak zwane „upadłościowe”. Nie oznacza to jednak, że restrukturyzacje, o których mowa na dalszych kartach książki, nie będą w praktyce łączyć się z trudną sytuacją finansowo-biznesową obiektu transakcji (*distressed assets*).

zachodzących w gronie udziałowców, bądź też np. zmian ich planów życiowych i biznesowych. Okoliczności te dotyczą zazwyczaj przedsiębiorców prywatnych (*private entrepreneurs*) i firm rodzinnych, nie-rzadko kontrolowanych przez założyciela i jego najbliższych. Zwłaszcza w realiach polskich i innych państw bloku wschodniego jest to zjawisko i sytuacja powszechna, co wynika z historii i tradycji rozwoju biznesu po 1989 r.²

2. Praktyka M&A w Polsce i na świecie

Skoro z czysto ekonomicznego punktu widzenia transakcja – a raczej cała operacja – M&A ma wymiar handlowy, to jednak – co było już wzmiankowane – jej przyczyny, znaczenie, skutki, a zwłaszcza strategiczna doniosłość dalece odbiegają od zwykłego zakupu towarów i usług.

Stąd daleko idące odmienności oraz pogłębiająca się specjalizacja zarówno doradców, jak i działów M&A, koncentrujących się na projektach tego rodzaju.



Trzeba w tym miejscu wskazać, że do wczesnych lat 90. ubiegłego wieku transakcje M&A w Polsce praktycznie nie występowały (trudno za takie wszak uznawać akty nacjonalizacji polskich przedsiębiorstw i operacje konsolidacyjne w grupie przedsiębiorstw państwowych).

Jednocześnie zaś M&A tradycyjnie stanowił swoiste „koło zamachowe” rozwoju spółek i ich grup. Dlatego prawnicy, doradcy finansowi i podatkowi, biegli rewidenci czy księgowi, a przede wszystkim kierownictwo (zarządy) polskich spółek musieli w stosunkowo krótkim czasie

² W warunkach polskich inną cezurę może stanowić rok 1988 i przyjęcie tzw. ustawy Wilczka (to znaczy nieobowiązującej już ustawy z 23.12.1988 r. o działalności gospodarczej, Dz.U. Nr 41, poz. 324 ze zm.). Niezależnie od rozważań historycznych można uznać, iż powyższe uwagi dotyczą firm prywatnych, rozwijających się w wyniku i w warunkach przemian ustrojowych lat 90. XX w.

przyswoić wiedzę i umiejętności gromadzone przez dekady przez ich odpowiedników w państwach zachodnich, w tym takich jak Wielka Brytania i Stany Zjednoczone.

Trudno bowiem polemizować z poglądem, że mechanizmy transakcyjne, a także ich strukturyzacja, instrumentarium prawnoekonomiczne oraz nomenklatura (nazewnictwo) w przeważającej mierze pochodzą z systemów anglosaskich i anglosaskiej praktyki obrotu. Jednocześnie oczywiście rozwój i zmiany lokalnych (krajowych) regulacji w poszczególnych dziedzinach prawa prowadzą czy zgoła wymuszają mniejsze lub większe modyfikacje procesów M&A i ich skutków.

Stąd M&A to obszar ulegający ciągłej ewolucji, w którym aktywność prawodawców (w tym zmieniające się ustawodawstwo podatkowe czy sfera administracyjnoprawnej regulacji – reglamentacji – poszczególnych sfer działalności gospodarczej) wymusza modyfikację określonych rozwiązań transakcyjnych, a niekiedy nawet odstępianie od ich stosowania.

3. Terminologia stosowana w procesach M&A

Powyższe uwagi zakreslają przedmiot niniejszej publikacji. Aby jednak doprecyzować, o czym jest mowa w kolejnych rozdziałach, kilka uwag terminologicznych.

Osobom szczególnie dbającym o czystość języka polskiego i jego precyzję już na wstępie należy wyjaśnić, że dziedzina M&A wprost naszpikowana jest w warstwie językowej pojęciami i skrótami zaczerpniętymi z języka angielskiego.

Jak się wydaje, wynika to z kilku powodów. Po pierwsze, zarówno polski system prawny, jak i judykatura oraz nauka prawa dotychczas w stosunkowo nieznacznym i fragmentarycznym zakresie interesują się procesami M&A. Tym sposobem nie wykształciła się w naszym kraju rodzima aparatura pojęciowa i nazewnictwa odnoszące się do instytucji i zjawisk typowych dla M&A.

Po drugie, procesy M&A, o czym mowa niżej, mają często wymiar międzynarodowy, co zwykle wymusza stosowanie współczesnej *lingua franca*, czyli języka angielskiego. Dotyczy to nie tylko kontaktów i transakcji z udziałem Brytyjczyków czy Amerykanów. W praktyce można zaobserwować, że także korporacje o korzeniach niemieckich, francuskich, holenderskich czy skandynawskich nawet w komunikacji wewnętrznej stosują język angielski.

Nie powinno zatem dziwić, że transakcyjnym „językiem urzędowym” jest zazwyczaj angielski, a wersje dwujęzyczne dokumentacji transakcyjnej – poza wyjątkami odnoszącymi się np. do pełnomocnictw – są coraz rzadziej spotykane w praktyce³.



W niniejszym opracowaniu starano się przybliżyć polskiemu Czytelnikowi znaczenie terminów i skrótów pochodzących z języka angielskiego, niemniej w wielu wypadkach trudne lub zgoła niemożliwe okazuje się znalezienie należycie bliskich odpowiedników, zwłaszcza w precyzyjnym języku prawnym i prawniczym, gdzie użycie określonego sformułowania może mieć zasadnicze znaczenie z perspektywy wywoływanych skutków prawnych.

W tym kontekście na płaszczyźnie M&A daje się zaobserwować, jak praktyka obrotu przypisuje stosunkowo precyzyjne znaczenie sformułowaniom dopiero wchodzącym do języka prawniczego, które jednak stanowią zwroty technicznoprawne w obcych systemach prawnych⁴.

³ W nieodległej przeszłości zdolność zapewnienia sprawnego tłumaczenia często niezwykle obszernej dokumentacji transakcyjnej w sposób niezakłócający przebiegu procesu negocjacyjnego stanowiła niezwykle istotny walor, którym dysponowały jedynie największe kancelarie prawnicze. Obecnie jednak taka umiejętność odgrywa, jak się wydaje, mniejsze znaczenie.

⁴ Przykładem takiego zjawiska jest powszechne stosowanie pojęcia *reps & warranties*, oznaczającego zestaw zapewnień składanych przez strony umowy między innymi na temat ich zdolności dokonania określonej czynności prawnej, cech przedmiotu transakcji czy cech uczestników procesu M&A. Skutki owych *reps & warranties* są zwykle doprecyzowane w treści podpisywanej umowy. Więcej na ten temat zob. poniżej.

Niemniej, o czym była mowa we wprowadzeniu do niniejszej pracy, można cały czas zaobserwować nieporozumienia na tle językowym i znaczeniowym. Co ciekawe, dotyczy to nie tylko transakcji o charakterze międzynarodowym, ale też krajowych, w których strony i ich doradcy stosują nomenklaturę poznaną podczas wcześniejszych procesów M&A.

Tym sposobem można wskazać, że M&A ma niezwykle żywy charakter, a treść umów kształtowana jest – na wzór kontraktów anglosaskich (*common law*) – nie tylko i nie tyle przez obowiązujące przepisy, lecz przez praktykę i doświadczenie uczestników transakcji. Innymi słowy, biorąc pod uwagę brak systemowego nauczania dziedziny, jaką jest M&A, oraz efektywny brak dedykowanych podręczników, przewagę transakcyjną zyskuje nierzadko strona, która samodzielnie lub z udziałem doradców przeprowadziła już szereg transakcji M&A, poznając realnie występujące w praktyce i stosowane mechanizmy transakcyjne, specyficzne tylko dla M&A.

4. M&A czyli co? Typowe operacje (transakcje) M&A

❗ „Nabycia”, czyli akwizycje – z angielska *acquisitions* – oznaczają zespół uporządkowanych, ustrukturyzowanych i wzajemnie powiązanych zadań zmierzających do uzyskania kontroli nad innym przedsiębiorstwem.

Zwykle są one realizowane poprzez nabycie akcji bądź udziałów w spółce stanowiącej cel nabycia (target, spółka targetowa). Takie nabycie skutkuje zatem rozwojem grupy kapitałowej (grupy spółek), a nabycie akcji bądź udziałów prowadzi w konsekwencji do powstania całego „drzewka” zależności własnościowych, kapitałowych, osobowych i decyzyjnych.

❗ Znaczna komplikacja strukturalna wymaga niekiedy połączenia podmiotów (połączenia – czyli po angielsku *mergers*). Jest to jeden z powodów dokonywania zmian strukturalnych w drodze połączeń – mówimy wówczas o połączeniach grupowych dokonywanych w ramach reorganizacji (restrukturyzacji) grupy spółek. Połączenia mogą jednak stanowić także sposób wchłonięcia podmiotu zewnętrznego, co

ma znamiona akwizycji przeprowadzonej w określonej formule prawnej (przy wykorzystaniu konkretnych instrumentów prawa handlowego uregulowanych w tytule IV ustawy z 15.09.2000 r. – Kodeks spółek handlowych⁵, zatytułowanym „Łączenie, podział i przekształcanie spółek”).

Modelowo kodeksowe połączenie spółek oznacza operację, w wyniku której właściciele wspólnicy poszczególnych łączonych spółek stają się udziałowcami większego podmiotu powstałego w wyniku rejestracji połączenia.



Z przepisów Kodeksu spółek handlowych:

„Art. 491. § 1. Spółki kapitałowe mogą się łączyć między sobą oraz ze spółkami osobowymi; spółka osobowa nie może jednakże być spółką przejmującą albo spółką nowo zawiązaną”.

„Art. 492. § 1. Połączenie może być dokonane:

- 1) przez przeniesienie całego majątku spółki (przejmowanej) na inną spółkę (przejmującą) za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wydaje wspólnikom spółki przejmowanej (łączenie się przez przejęcie);
- 2) przez zawiązanie spółki kapitałowej, na którą przechodzi majątek wszystkich łączących się spółek za udziały lub akcje nowej spółki (łączenie się przez zawiązanie nowej spółki)”.

„Art. 493. § 1. Spółka przejmowana albo spółki łączące się przez zawiązanie nowej spółki zostają rozwiązane, bez przeprowadzenia postępowania likwidacyjnego, w dniu wykreślenia z rejestru.

§ 2. Połączenie następuje z dniem wpisania połączenia do rejestru właściwego według siedziby, odpowiednio spółki przejmującej albo spółki nowo zawiązanej (dzień połączenia). Wpis ten wywołuje skutek wykreślenia spółki przejmowanej albo spółek łączących się przez zawiązanie nowej spółki (...).”

Wzmiankowane już restrukturyzacje – czy precyzyjniej ujmując: reorganizacje (szerzej na ten temat mowa w dalszej części opracowania),

⁵ Dz.U. z 2019 r. poz. 505 ze zm.

to procesy zmierzające do efektywnej zmiany struktury właścicielskiej spółki (grupy spółek). Pośród rzeczonych reorganizacji można mówić np. o działaniach zmierzających do pełniejszego zespolenia grupy spółek (jej części), ale także o wydzielaniu określonych części przedsiębiorstwa zmierzającym do optymalizacji organizacji np. w drodze outsourcingu określonych funkcji dotychczas samodzielnie realizowanych przez spółkę.

Inną przyczyną działań reorganizacyjnych (restrukturyzacyjnych) jest potrzeba dostosowania działalności spółki lub grupy spółek do wymogów regulacyjnych, co zachodzi zwłaszcza na rynkach regulowanych, objętych administracyjnoprawną reglamentacją.

Często zdarza się też, że reorganizacja (restrukturyzacja) stanowi etap przygotowawczy, poprzedzający właściwy proces akwizycji M&A jako takiej. Reorganizacja w takich wypadkach prowadzona jest np. z uwagi na zgłoszone zainteresowanie konkretnym przedmiotem stanowiącym jedynie część przedsiębiorstwa spółki bądź też rozstrzygnięciem (ewentualnie spodziewanym rozstrzygnięciem) organów antymonopolowych, wymagających wydzielenia określonej działalności poza spółkę (grupę spółek) nabywającą kolejny podmiot.



Ustawa z 16.02.2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów⁶ (dział III „Koncentracje przedsiębiorców”, rozdział 1 „Kontrola koncentracji”) stanowi, że:

„Art. 13. 1. Zamiar koncentracji podlega zgłoszeniu Prezesowi Urzędu, jeżeli:

- 1) łączny światowy obrót przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 1 000 000 000 euro lub
- 2) łączny obrót na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 50 000 000 euro.

⁶ Dz.U. z 2019 r. poz. 369 ze zm.

2. Obowiązek wynikający z ust. 1 dotyczy zamiaru:

- 1) połączenia dwóch lub więcej samodzielnych przedsiębiorców;
- 2) przejęcia – przez nabycie lub objęcie akcji, innych papierów wartościowych, udziałów lub w jakikolwiek inny sposób – bezpośredniej lub pośredniej kontroli nad jednym lub więcej przedsiębiorcami przez jednego lub więcej przedsiębiorców;
- 3) utworzenia przez przedsiębiorców wspólnego przedsiębiorcy;
- 4) nabycia przez przedsiębiorcę części mienia innego przedsiębiorcy (całości lub części przedsiębiorstwa), jeżeli obrót realizowany przez to mienie w którymkolwiek z dwóch lat obrotowych poprzedzających zgłoszenie przekroczył na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej równowartość 10 000 000 euro”.

Kompetencje Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów w zakresie „wymuszenia” podziału przedsiębiorcy określone są w przepisach w sposób stosunkowo szeroki.

§ Art. 19 ust. 1 i 2 u.o.k.k., w rozdziale 2 zatytułowanym „Decyzje w sprawach koncentracji”, stanowi, że:

„1. Prezes Urzędu, w drodze decyzji, wydaje zgodę na dokonanie koncentracji, gdy – po spełnieniu przez przedsiębiorców zamierzających dokonać koncentracji warunków określonych w ust. 2 – konkurencja na rynku nie zostanie istotnie ograniczona, w szczególności przez powstanie lub umocnienie pozycji dominującej na rynku.

2. Prezes Urzędu może na przedsiębiorcę lub przedsiębiorców zamierzających dokonać koncentracji nałożyć obowiązek lub przyjąć ich zobowiązanie, w szczególności do:

- 1) zbycia całości lub części majątku jednego lub kilku przedsiębiorców,
- 2) wyzbycia się kontroli nad określonym przedsiębiorcą lub przedsiębiorcami, w szczególności przez zbycie określonego pakietu akcji lub udziałów, lub odwołania z funkcji członka organu zarządzającego lub nadzorczego jednego lub kilku przedsiębiorców,
- 3) udzielenia licencji praw wyłącznych konkurentowi – określając w decyzji, o której mowa w ust. 1, termin spełnienia warunków”.

Ponadto do niedawna znaczenie niekiedy zasadnicze dla podejmowania działań reorganizacyjnych (restrukturyzacyjnych) miały względy (korzyści) podatkowe, zmierzające do zapewnienia oszczędności w sferze danin publicznoprawnych.

 Dodatkowo należy zwrócić uwagę na fakt, że wszelkie zmiany własnościowe czy organizacyjne w spółce (grupie spółek) pociągają za sobą szereg poważnych konsekwencji ujawniających się z całą mocą w okresie potransakcyjnym.

Dotyczy to m.in. problematyki konsolidacyjnej w takich obszarach, jak HR, IT, struktury zarządcze, procesy decyzyjne, odpowiedzialność i zasady działania w relacjach z kontrahentami. Celowe i wysoce wskazane jest, aby powyższe obszary, pozornie „wtórne”, niekoniecznie bezpośrednio związane z transakcją M&A i jej przebiegiem, zostały należycie uwzględnione już na etapie planowania i realizacji procesu M&A. W tym ujęciu specyfika i znajomość branży i rynku, na którym działają uczestnicy procesu M&A, bardzo często ma kluczowe znaczenie dla ostatecznego powodzenia planowanej operacji i osiągnięcia zamierzonych rezultatów gospodarczych.

Proste zastosowanie przepisów Kodeksu spółek handlowych, ustawy z 23.04.1964 r. – Kodeks cywilny⁷ czy ustawy z 26.06.1974 r. – Kodeks pracy⁸ bynajmniej nie gwarantuje powodzenia przedsięwzięcia M&A, gdyż często w praktyce punkty krytyczne objawiają się w sferach i aspektach z perspektywy transakcyjnej pozornie drugorzędnych.

Znów zatem objawia się doniosłość doświadczenia oraz postrzegania procesu M&A jako przede wszystkim skomplikowanej operacji biznesowej, z istotnymi elementami prawnymi, podatkowymi czy finansowo-operacyjnymi. Niemniej wszystkie powyższe elementy są w pewnym sensie równorzędne i mogą przesądzić w ostatecznym rozrachunku o powodzeniu bądź porażce transakcji.

⁷ Dz.U. z 2019 r. poz. 1145 ze zm.

⁸ Dz.U. z 2020 r. poz. 1320 ze zm.

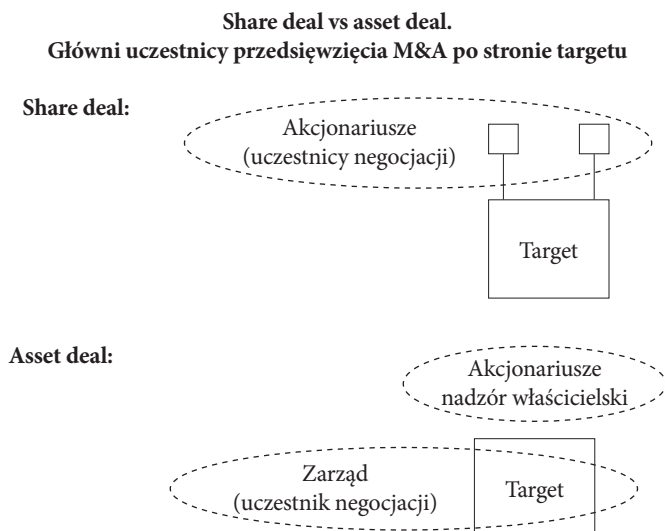
Wszystkie czynione tu uwagi wyraźnie ukazują, jak wielowątkowym i skomplikowanym procesem jest M&A.

W dalszej części niniejszej pracy uwaga skupiona jest przede wszystkim na typowych nabyciach (akwizycjach), skutkujących rozwojem grupy spółek i rozmiaru jej działalności.

5. Aktorzy procesu M&A. Rola planowania i zarządzania (project management)

! Zmiana grona właścicielskiego spółki poprzez jego zwiększenie (akwizycja mniej niż 100% akcji bądź udziałów) wywołuje określone konsekwencje zarówno w warstwie decyzyjnej spółki, jak i uprawnień korporacyjnych oraz ekonomicznych. Szczegóły we wskazanym zakresie i we wskazanych obszarach stanowią, obok wynagrodzenia za akcje (udziały), przedmiot szczególnie intensywnych negocjacji transakcyjnych.

Rysunek 1. Aktorzy procesu M&A



Źródło: opracowanie własne.

! Stąd znaczenie prawidłowego ułożenia i zaplanowania całego procesu M&A. Planowanie rzeczzonego procesu wymaga zaangażowania całego szeregu osób zarówno po stronie nabywcy (akcji, udziałów, przedsiębiorstwa czy jego zorganizowanej części – zob. na ten temat w dalszej części), zbywcy (znów odpowiednio: akcji, udziałów, przedsiębiorstwa, jego zorganizowanej części) oraz przedmiotu transakcji (czyli podmiotu bądź struktury organizacyjnej, która w wyniku działań M&A zmieni swego właściciela czy podmiot kontrolujący).

Tabela 1. Zasadnicze fazy typowego procesu M&A i ich cechy

ZASADNICZE FAZY TYPOWEGO PROCESU M&A					
TYPOWE OBSZARY I CECHY FAZ PROCESU M&A	<i>Due diligence</i> (DD)	Negocjacje	Podpisanie umowy warunkowej (<i>signing</i>)	Realizacja warunków zawieszających (<i>conditions precedent</i> – CPs)	Podpisanie umowy przenoszącej prawa (<i>closing</i>)
	– prawne – finansowe – podatkowe – branżowe (w tym regulacyjne) – inne, związane ze specyfiką przedmiotu transakcji	– przedmiot transakcji – cena i zasady rozliczeń i płatności – warunki zawieszające i termin ich realizacji – oświadczenia stron (<i>reps & warranties</i>) – zasady odpowiedzialności stron (przede wszystkim zbywcy)	– podpisanie umowy warunkowej	– realizacja warunków – ocena/stwierdzenie prawidłowości ziszczenia się warunków	– zawarcie umowy przenoszącej (akcje, udziały, przedsiębiorstwo bądź jego zorganizowaną część)

Źródło: Opracowanie własne.

Co więcej, każdemu ze wskazanych uczestników towarzyszy grono doradców oraz podmiotów wspierających. Owi doradcy to m.in. zespoły: prawników specjalizujących się w rozmaitych dziedzinach, doradców

finansowych, podatkowych oraz biznesowych, w tym np. eksperci z zakresu ochrony środowiska czy rozwiązań technicznych i technologicznych.

Ponadto w procesie M&A niebagatelną rolę odgrywają takie podmioty, jak np. dostawcy rozwiązań VDR (*Virtual Data Room* – zob. obszernie na ten temat w dalszej części), tłumacze (w tym tłumacze przysięgli), notariusze.

Liczba i stopień zaangażowanych podmiotów może ulec zwielokrotnieniu, jeśli transakcja M&A korzysta z finansowania zewnętrznego (wówczas istotną rolę odgrywają w całym przedsięwzięciu instytucje finansowe, w tym banki czy domy maklerskie).

Ostatnio coraz częściej w polskiej praktyce M&A obserwuje się zjawisko ubezpieczania rozmaitych ryzyk transakcyjnych oraz potransakcyjnych, co z kolei wymaga zaangażowania ubezpieczyciela bądź ubezpieczycieli.

Ostatecznie nie sposób pominąć doniosłej dla powodzenia procesu M&A roli sądów – w tym zwłaszcza sądów rejestrowych, rejestrujących w krajowym rejestrze sądowym spółkowe zmiany właścicielskie i inne⁹, oraz organów skarbowych, w tym z uwagi na wydawane przez te ostatnie indywidualne interpretacje podatkowe¹⁰.

Z tego powodu transakcja M&A to proces niezmiernie złożony, choć w pewnym zakresie zestandaryzowany i dyktowany wewnętrzną logiką kolejności i porządku działań, których konsekwencje mogą być nie tylko widoczne dopiero w odległej przyszłości, ale niekiedy trudno- (bądź zgoła całkowicie) nieodwracalne.

⁹ Zob. ustawa z 20.08.1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym (Dz.U. z 2019 r. poz. 1500 ze zm.).

¹⁰ Zob. zwłaszcza art. 14a i n. ustawy z 29.08.1997 r. – Ordynacja podatkowa (Dz.U. z 2020 r. poz. 1325 ze zm.).

Stąd w niniejszym opracowaniu zamiast o transakcji M&A często mowa jest o procesie, operacji czy przedsięwzięciu M&A, co wynika właśnie ze złożoności i jednoczesności szeregu działań zmierzających do osiągnięcia zamierzonego rezultatu.



Wobec mnogości aktorów, których można właściwiej określić mianem interesariuszy procesu M&A (z angielskiego: *stakeholders*), kluczowej roli nabiera zarządzanie przebiegiem procesu M&A jego planowaniem i egzekucją poszczególnych etapów (określanych w nomenklaturze M&A *milestones*)¹¹. Z perspektywy praktycznej niezmiernie istotne znaczenie ma zatem powierzenie określonych zadań, w tym ról kierowniczych w procesie M&A, osobom o należytych kompetencjach i uprawnieniach w ramach swych organizacji.

Jednym z czynników istotnie wpływających na przewlekłość procesów M&A jest zlecenie poszczególnych zadań osobom o zbyt niskiej pozycji w strukturze organizacyjnej, pozbawionym tym samym zdolności decyzyjnych.

6. Transakcyjne punkty krytyczne. „Rafy” w M&A

Jak wskazano, w skomplikowanych przedsięwzięciach M&A może uczestniczyć kilkunastu (a nawet i więcej) interesariuszy różnego rodzaju, prezentujących całkowicie odmienne punkty widzenia i dbających o odmienne – nierzadko sprzeczne – interesy.

¹¹ Nie wchodząc po raz kolejny w nadmierne dywagacje językowe, można wskazać, że w języku polskim napotykamy trudność w dobrym oddaniu rzeczowej roli egzekucyjnej i postaci owego „egzekutora”. Chodzi tu nie tyle o przymusową egzekucję, lecz o sprawne przeprowadzanie kolejnych etapów procesu w sposób zapewniający terminowość i rozliczalność osób odpowiedzialnych za konkretne etapy i obszary.

W najbardziej typowym układzie transakcyjnym występuje sprzedający (działający po stronie sprzedażowej – stąd mówi się tu o *sell side*) oraz nabywca (działający po stronie kupującej – czyli *buy side*).

Oczywiście obie te strony mają różną perspektywę i nierzadko rozbieżne potrzeby. Stąd pytanie, na co tacy typowi uczestnicy procesu M&A powinni zwracać uwagę.



Dla nabywcy kluczowe znaczenie ma prawidłowo przeprowadzone, wszechstronne badanie przedmiotu akwizycji (jej celu, czyli targetu).

Proces *due diligence*, bo o nim tu mowa, to etap transakcji, który pozwala m.in. ustalić (oszacować) wartość przedmiotu nabycia oraz ukształtować mechanizmy prawne i podatkowe służące zabezpieczeniu interesów kupującego.

Ustalenia *due diligence* (*due diligence findings*) wpływają ponadto np. na ewentualne rozliczenia ceny w przyszłości (*price adjustment*) – dokonywane już po zamknięciu transakcji (*closing*), czyli nabyciu jej przedmiotu przez kupującego.

Formą *price adjustment* jest chociażby tzw. *earn out*, w którym wynagrodzenie płacone zbywcy przedmiotu transakcji M&A uzależnione jest od wyników nabytej spółki.

Taka forma rozliczenia części wynagrodzenia transakcyjnego stosowana jest zwłaszcza wtedy, gdy podmiot dotychczas sprawujący kontrolę nad przedmiotem transakcji (główny akcjonariusz czy udziałowiec) pozostaje aktywny w sprzedanej spółce np. w roli prezesa czy CEO (*chief executive officer*), odpowiedzialnego za sprzedaż i rozwój przez umownie określony czas po dokonanej sprzedaży akcji czy udziałów (*closing*).

W wielu bowiem transakcjach, z uwagi na specyfikę branży czy uwarunkowania rynkowe, dla kupującego istotne znaczenie ma kontynuacja prowadzenia nabytego biznesu przez osoby dotychczas się tym zajmujące. Znaczenie mają bowiem osobiste i bezpośrednie relacje

oraz rękojmią i wiarygodność, jakie zapewniała i nadal zapewnia osoba zbywcy i jego współpracowników. W takich wypadkach sprzedający oraz członkowie kadry zarządzającej przedmiotu nabycia objęci są zakazami konkurencji i nakazem prowadzenia czy współprowadzenia spraw nabytego przedsiębiorstwa przez konkretny okres.

Zobowiązania wynikające z takich postanowień umownych zwykle zabezpieczone są na rzecz nabywcy za pomocą kar umownych przysługujących w razie naruszenia wprowadzonych ograniczeń. Wysokość kar umownych oraz czas obowiązywania ograniczeń są przedmiotem negocjacji – tym dłuższych i intensywniejszych, im większą wagę trzeba przyłożyć do rynkowej siły zbywcy i dotychczasowych menadżerów prowadzących sprawę przedmiotu transakcji.

Z perspektywy zbywcy ostatecznie zasadnicze znaczenie mają zwykle dwa elementy transakcyjne. Pierwszym z nich jest cena uzyskiwana za sprzedawane aktywa (oraz czas i sposób, w jaki zostanie ona uiszczona).

Drugim jest jego odpowiedzialność za ewentualne nieprawidłowości oraz wady prawne i fizyczne zbywanych rzeczy (oraz reprezentowanych przez nie wartości ekonomicznych). Dotyczy to zwłaszcza ograniczenia odpowiedzialności nie tyle za wady prawne akcji czy udziałów (tu zwykle, w wyniku prawidłowo przeprowadzonego badania *due diligence*, nie ma większych wątpliwości), lecz za wady prawne i fizyczne, które mogą istnieć w nabywanej spółce czy jej przedsiębiorstwie. Ta odpowiedzialność, a zwłaszcza jej ograniczenie stanowi punkt krytyczny z perspektywy sprzedającego. Wspomniane ograniczenie polega na ustaleniu kwotowej wartości maksymalnej odpowiedzialności za wszelkie (lub wybrane, np. rodzajowo wskazane) nieprawidłowości (z angielskiego: *cap*) czy też uzgodnieniu, że odpowiedzialność zbywcy powstanie dopiero wówczas, gdy wartość stwierdzanych nieprawidłowości przekroczy określoną kwotę (tzw. *floor* czy *basket*).

Innymi kwestiami o podstawowym znaczeniu z perspektywy tak sprzedającego, jak i kupującego pozostają zasady i podstawy odpowiedzialności zbywcy, w tym odpowiedzialność za naruszenie oświadczeń złożonych drugiej stronie (*reps & warranties*) oraz ograniczenie

czasowe odpowiedzialności stron. W interesie kupującego leży zwykle możliwie szerokie uregulowanie odpowiedzialności i obowiązków zbywcy; zbywca ma zgoła odmienne potrzeby negocjacyjne – w jego interesie jest ograniczenie swej odpowiedzialności zarówno pod względem zakresu, podstaw i zasad, jak i czasu.

Pewną odmienność w tym zakresie wykazują transakcje typu *distressed sales*, w których przedmiotem transakcji jest podmiot albo struktura organizacyjna znajdująca się w trudnej sytuacji (np. finansowej lub prawnej) bądź też taka trudna sytuacja jest udziałem zbywcy czy jego ekonomicznych właścicieli.

W takich przypadkach gotowość sprzedającego do udzielenia gwarancji bywa znikoma, a o atrakcyjności procesu dla nabywcy ma przesądzać niska cena, rekompensująca w pewnym przynajmniej zakresie i do pewnego stopnia ograniczoną odpowiedzialność zbywcy. Takie transakcje M&A zbliżone są więc do sprzedaży komorniczej, w której czynnik negocjacyjny bądź to nie występuje, bądź jest sprowadzony do minimum.

Niemniej transakcje *distressed* M&A nie uchodzą ani za operacje proste, ani szczególnie szybkie – często zbywane aktywa stanowią bowiem najatrakcyjniejsze składniki majątku podmiotu czy podmiotów doświadczających trudności, wobec czego korzystne warunki sprzedaży mogą stanowić o być albo nie być zbywcy¹².

W każdym jednak przypadku, niezależnie od perspektywy postrzegania transakcji M&A, każdy uczestnik przedsięwzięcia dąży do przygotowania takiego zestawu umów i oświadczeń kreujących prawa i obowiązki stron, które w optymalny sposób zabezpieczą jego interesy.

Wskazane powyżej newralgiczne aspekty procesu transakcyjnego nie wyczerpują katalogu problemów napotykanych przez negocjujące strony¹³.

¹² Kolokwialnie niekiedy mówi się w takich wypadkach o wyprzedawaniu „sreber rodowych” czy „perły w koronie”.

¹³ Więcej na ten temat zob. np. B. Marcinkowski, *Punkty krytyczne: jak je omijać?*, „Magazyn Thinktank” 2014/20, s. 96–97.