

# PRZEWODNIK PO TRANSAKCJACH FUZJI I PRZEJĘĆ

**redakcja Bartosz Marcinkowski**

---

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

---

**PRAWO W PRAKTYCE**

# PRZEWODNIK PO TRANSAKCJACH FUZZY I PRZEJĘĆ

**redakcja Bartosz Marcinkowski**

---

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

---

**PRAWO W PRAKTYCE**

Zamów książkę w księgarni internetowej

**profinfo.pl**  
księgarnia internetowa

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 Ciszkiewicz, 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](http://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](mailto:ksiazki@wolterskluwer.pl)

księgarnia internetowa [www.profinfo.pl](http://www.profinfo.pl)

# SPIS TREŚCI

Wykaz skrótów .....	13
Wprowadzenie .....	15
<b>Rozdział I</b>	
<b>M&amp;A jako proces</b> .....	19
1. Cele i motywy przeprowadzenia procesu M&A. Zarys specyfiki nabyć, połączeń i restrukturyzacji/reorganizacji ( <i>acquisitions, mergers, reorganization/restructuring</i> ) .....	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 ( <i>project management</i> ) .....	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
<b>Rozdział II</b>	
<b>Typowe elementy składowe procesu M&amp;A</b> .....	47
1. Identyfikacja przedmiotu transakcji – rola doradców prawnych i finansowych na tym etapie .....	47
2. Przedmiot nabycia – <i>share deal, asset deal</i> .....	49
2.1. <i>Share deal</i> .....	50
2.2. <i>Asset deal</i> .....	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 vs. asset deal</i> .....	65
6. Dokumenty transakcyjne. <i>Share deal vs. 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

<b>postanowienia umowne</b> .....	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 – ujednoczenie 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.	Odporządność sprzedającego za niezgodność oświadczeń i zapewnien 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

<b><i>Due diligence</i></b> .....	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 powiązаныmi .....	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**

<b>Działania potransakcyjne</b> .....	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

<b>Zmiany organizacyjne</b> .....	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
<b>Rozdział VII</b>	
<b>Startupy – zarys specyfiki z perspektywy M&amp;A</b> .....	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
<b>Zakończenie</b> .....	335
<b>Bibliografia</b> .....	339
<b>Autorzy</b> .....	341

# 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 MBA<sup>1</sup>.

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 miękką – zdolność

---

<sup>1</sup> 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 prędkiej 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&A<sup>1</sup>.

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

---

<sup>1</sup> 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, nierzadko 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.<sup>2</sup>

## 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

---

<sup>2</sup> 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 zakreślają 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 naspikowana 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 praktyce<sup>3</sup>.

 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 prawnych<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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.

Publikacja w usystematyzowany sposób szczegółowo wyjaśnia problematykę wybranych zagadnień współczesnego M&A (*Mergers and Acquisitions*). Transakcja M&A umożliwia skokowy rozwój biznesu, błyskawicznie zmieniając konkurencyjność przedsiębiorcy. Jest ona z pozoru podobna do „zwykłej” sprzedaży, ale z uwagi na specyficzny przedmiot charakteryzuje się nie tylko dużą złożonością i stopniem komplikacji, lecz także unikalnością. Przygotowanie i przeprowadzenie takiej transakcji w sposób efektywny pod względem kosztowym i czasowym wymaga doświadczenia i umiejętności menedżerskich.

W książce przedstawiono m.in. następujące zagadnienia:

- typowe operacje (transakcje) M&A,
- zasadnicze fazy typowego procesu M&A i ich cechy,
- transakcyjne punkty krytyczne,
- nabywanie spółek poza granicami Polski,
- moc wiążąca i szczegółowość dokumentacji poprzedzającej właściwą transakcję M&A,
- badanie *due diligence*,
- umowy w transakcjach M&A oraz typowe postanowienia umowne,
- wzajemność świadczeń sprzedającego i kupującego,
- uprawnienia sprzedającego w przypadku nieotrzymania ceny w umówionym terminie,
- problematykę przejścia umów i relacji z kluczowymi klientami i dostawcami,
- działania potransakcyjne,
- startupy – zarys specyfiki z perspektywy M&A.

Autorzy na podstawie swoich bogatych doświadczeń transakcyjnych próbują również ocenić, jaki wpływ na przyszły kształt procesów M&A oraz na treść niektórych regulacji oddziałujących na działalność spółek wywrze kryzys związany z COVID-19.

**Bartosz Marcinkowski** – doktor nauk prawnych; radca prawny i partner w Praktyce Prawa Spółek, Fuzji i Przejęć kancelarii Domański Zakrzewski Palinka. Od ponad 20 lat zajmuje się międzynarodowymi i krajowymi transakcjami M&A. Członek International Bar Association. W 2019 r. uznany przez Who's Who Legal M&A Guide za jednego z Global Leaders. W 2020 r. uzyskał rekomendację w rankingu Legal500 w sekcjach Corporate/M&A oraz Restructuring.



9788381876124 W01P01

ISBN 978-83-8187-612-4



9 788381 876124

#### ZAMÓWIENIA:

INFOLINIA 801 04 45 45

ZAMOWIENIA@WOLTERSKLUPER.PL

WWW.PROFINFO.PL

CENA 149 ZŁ (W TYM 5% VAT)