

Rozdział I. Istota wykupu menedżerskiego i źródła jego finansowania

§ 1. Rodzaje wykupów

Wykupy menedżerskie i lewarowane spółek prawa handlowego to fenomen bardziej ekonomiczny niż prawny. Z tego względu polska doktryna nie podejmuje prób definiowania terminów *MBO* i *LBO*, posilając się dorobkiem nauk ekonomicznych¹. Zgodnie z najczęściej bodające przywoływaną w polskiej literaturze prawniczej **definicją**, *LBO* „jest transakcją, w której grupa kupujących składająca się z aktywnych inwestorów finansowych i menedżerów przejmie kontrolę nad istniejącą spółką, w celu zwiększenia wartości jej akcji, a następnie ich sprzedaży i realizacji zysku”. *MBO* jest natomiast „transakcją zbliżoną w swojej konstrukcji i procesie realizacji do wykupu lewarowanego. Podstawowa różnica polega na tym, iż wiodącą rolę przy *MBO* odgrywają menedżerowie”².

Z prawnego punktu widzenia, modelowy wykup (ang. *Buyout*) spółki prawa handlowego to bardzo złożony i wieloetapowy proces – **ciąg zdarzeń prawnych**, na który składają się m. in. umowy, inne zdarzenia prawne³, a na-

¹ Samym wykupom menedżerskim nie poświęcono jak dotąd żadnej polskiej monografii prawniczej, pisano o nich jedynie przy okazji omawiania innych zagadnień, przede wszystkim problematyki *financial assistance* oraz problematyki tzw. wrogich przejęć. Nie poddano ich szczegółowym badaniom pod kątem prawnym, nie określono ich charakteru prawnego, nie sformułowano także precyzyjnej definicji. Przedstawiciele doktryny ograniczają się najczęściej do opisu przebiegu lub cech charakterystycznych wykupów, wypowiadając się na temat transakcji *MBO* przy okazji omawiania transakcji *LBO* (i przedstawiając najczęściej *MBO* jako podtyp *LBO* – tak np. D. Kulgawczuk, R.L. Kwaśnicki, Zakaz zwrotu wkładów, s. 26, w artykule dotyczącym transakcji *LBO*).

² M. Wrzesiński, Fuzje i przejęcia, s. 1 i 3.

³ Np. sądowa rejestracja połączenia SPV i spółki-celu.

wet ciągu takich zdarzeń⁴. W ramach tego procesu dochodzi do pozyskania przez określony podmiot (lub grupę podmiotów działających w porozumieniu) pakietu kontrolnego akcji spółki w drodze ich odpłatnego nabycia lub objęcia⁵. Nie zawsze chodzi o więcej niż 50% akcji spółki. Wręcz przeciwnie, najczęściej do sprawowania kontroli nad spółką wystarcza mniejszy pakiet akcji, przy czym w każdej spółce próg zapewniający kontrolę jest usytuowany na innym poziomie, uzależnionym od stopnia rozproszenia jej akcjonariatu⁶. „Wykup” wiąże się ze zmianą w strukturze właścicielskiej spółki⁷ i z transferem majątkowym odbywającym się – choćby pośrednio, tj. za pośrednictwem wykupywanej spółki – pomiędzy podmiotem pozyskującym nad spółką kontrolę a jej dotychczasowymi akcjonariuszami. O pośrednim transferze majątkowym może być mowa np. wówczas, gdy podmiot przejmujący nad spółką kontrolę nie kupuje akcji spółki od dotychczasowych akcjonariuszy, lecz obejmuje akcje

⁴ Można o nich mówić w szczególności w procesach łączenia się spółek, w procesach podwyższania kapitału zakładowego (por. *T. Sójka*, Umowa objęcia akcji, Warszawa 2012, s. 137, który m.in. wskazuje, że umowa objęcia akcji spółki stanowi konieczny składnik i przesłankę ważności ciągu czynności konwencjonalnych prowadzących do podwyższenia kapitału zakładowego spółki i emisji nowych akcji; na temat podwyższenia kapitału zakładowego jako procesu kreowania praw udziałowych, składającego się z kilku zdarzeń prawnych por. także *W. Popiołek*, Charakter prawny zdarzenia prowadzącego do objęcia udziałów podwyższenia kapitału zakładowego spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, [w:] *J. Frąckowiak* (red.), Kodeks spółek handlowych po dziesięciu latach, Wrocław 2013, s. 303) oraz w procesach umarzania akcji (czynność konwencjonalna umorzenia akcji stanowi złożone zdarzenie prawne, na które składa się wiele prostszych, powiązanych prawnie i funkcjonalnie czynności prawnych (np. nabycie akcji w celu umorzenia, uchwała walnego zgromadzenia w przedmiocie umorzenia) oraz innych zdarzeń prawnych (np. postanowienie sądu rejestrowego o wpisie uchwały o obniżeniu kapitału zakładowego do rejestru – zob. *T. Sójka*, Umorzenie akcji, Kraków 2004, s. 171 i 176); *MBO* zbliża się w swym charakterze przykładowo do procesu prywatyzacji bezpośredniej, który *S. Włodyka*, [w:] *S. Włodyka* (red.), Prawo gospodarcze i handlowe, t. 5, Prawo umów w obrocie gospodarczym, Bydgoszcz 2001, s. 54, Nb 106 uznaje za szerszy ciąg zdarzeń prawnych, w skład którego oprócz umów wchodzi także jednostronne oświadczenia woli a nawet zdarzenia publiczno-prawne, jak decyzja administracyjna.

⁵ Pakietu zapewniającego im taką liczbę głosów w spółce, dzięki której mogą samodzielnie podejmować decyzje (ściślej rzecz ujmując chodzi o nabycie lub objęcie takiej liczby akcji, która razem z akcjami dotychczas posiadanymi przez akcjonariusza stanowi pakiet kontrolny).

⁶ Na temat procentowych progów zapewniających kontrolę nad spółkami w różnych państwach zob. *D. Opalska*, Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych, Warszawa 2015, s. 46–48; na temat pojęcia kontroli nad spółką akcyjną zob. *M. Michalski*, Kontrola kapitałowa nad spółką akcyjną, Kraków 2004, s. 381 i n.

⁷ Nie sposób mówić o wykupie wówczas, gdy nie dochodzi do nabycia lub objęcia akcji spółki a jedynie do ziszczenia się innego rodzaju stanów faktycznych uznawanych w różnych ustawach za uzyskanie kontroli nad spółką lub za powstanie stosunku dominacji i zależności (zob. art. 4 pkt 4 OchrKonkurU oraz art. 4 § 1 pkt 4 KSH).

spółki nowej emisji, a dotychczasowi akcjonariusze otrzymują wynagrodzenie od samej spółki, w związku z umorzeniem całości lub części należącego do nich pakietu akcji (spółki)⁸.

Wykupy można **klasyfikować** według różnych kryteriów, w szczególności ze względu na osobę wykupującego oraz ze względu na sposób finansowania wykupu⁹. Ze względu na osobę wykupującego można wyróżnić, w szczególności, wymienione już wykupy menedżerskie, a także wykupy pracownicze (ang. *Employee Buyouts*, *EBO*)¹⁰ oraz wykupy instytucjonalne (ang. *Institutional Buyouts*, *IBO*)¹¹. Istnieje także szereg form hybrydowych¹². Dla zaklasyfikowania określonego wykupu jako menedżerskiego lub pracowniczego, menedżerowie lub pracownicy nie muszą być jedynymi podmiotami uczestniczącymi w wykupie, istotne jest jedynie to, aby działali oni w ramach pewnej grupy, mającej na celu nabycie lub objęcie pakietu kontrolnego akcji spółki wykupywanej. Często właścicielami akcji wykupywanego podmiotu stają się, obok menedżerów, różne współdziałające z nimi instytucje finansowe, takie jak banki inwestycyjne, specjalistyczne fundusze zajmujące się wykupami, fundusze podwyższonego ryzyka (*venture capital*) a nawet doradcy lub inne osoby trzecie¹³.

⁸ Nie sposób natomiast mówić o „wykupie” gdy wprowadzie określony podmiot przejmując nad spółkę kontrolę lub umacnia swoją pozycję w akcjonariacie spółki w drodze objęcia akcji spółki nowej emisji, ale jednak nie dochodzi do równoległego umorzenia akcji innego akcjonariusza (zob. np. MSiG dot. Marmite S.A.); jest to wówczas zwykle podwyższenie kapitału zakładowego i objęcie akcji nowej emisji a nie „wykup”.

⁹ Por. N. Harbers, *Zivilrechtliche Probleme*, s. 2.

¹⁰ W takim trybie miała być np. przeprowadzona prywatyzacja Krajowej Spółki Cukrowej S.A. (zob. MSiG. dot tej spółki).

¹¹ Tj. wykupy, w wyniku których akcjonariuszami wykupywanych podmiotów stają się wyłącznie inwestorzy instytucjonalni i ewentualnie fundusze *private equity* lub *venture capital*. W odróżnieniu od *MBO*, nawet jeżeli menedżerowie otrzymują w ramach *IBO* udział w kapitale przejętej spółki to jedynie w formie zapłaty za zarządzanie należnej w chwili wyjścia inwestora z inwestycji – zob. T. Kawczyński, P. Ziółkowski, *Struktura transakcji*, s. 100.

¹² Tzw. *MEBOS* (*Management Employee Buy Out*), czyli wykup realizowany przez menedżerów z udziałem pracowników, *BIMBO* (*Management Buy-In – Buyout*), czyli wykup realizowany łącznie przez menedżerów podmiotu wykupywanego i zewnętrzną grupę menedżerską oraz jego dalsza odmiana – *CHIMBO* (*Chairman In Management Buyout*) czyli wykup realizowany przez zewnętrznego menedżera, który ma zostać prezesem spółki, wspólnie z menedżerami podmiotu wykupywanego (zob. S. Sudarsanam, *Creating value from mergers and acquisitions. The challenges*, Harlow 2003, s. 293) oraz *VIMBO* (*Vendor Initiated Management Buyout*) – wykup inicjowany przez sprzedawcę.

¹³ N. Harbers, *Zivilrechtliche Probleme*, s. 2.

Ze względu na sposób finansowania, wyróżnia się, w szczególności, wspomniane już wykupy dokonywane z wykorzystaniem tzw. dźwigni finansowej (*LBO*) oraz wykupy dokonywane bez takiej dźwigni¹⁴. Wykup ma charakter lewarowany wówczas, gdy środki zewnętrzne przeważają w strukturze jego finansowania, a więc gdy do sfinansowania nabycia lub objęcia pakietu kontrolnego akcji danej spółki wykupujący wykorzystuje w przeważającej mierze kapitał obcy a tylko w części kapitał własny¹⁵. Efekt dźwigni finansowej (ang. *leverage*, niem. *Hebelwirkung*¹⁶), polega na tym, że wskutek dofinansowania określonej inwestycji kapitałem obcym zwiększeniu ulega przyszły zysk z tej inwestycji przynajmniej w stopniu pozwalającym na spłatę kosztów pozyskania kapitału, zatem zwiększa się rentowność kapitału własnego, dzięki zwiększonemu wykorzystaniu kapitału obcego¹⁷.

Ponieważ wyróżnianie transakcji typu *MBO* i *LBO* jest oparte na różnych kryteriach, zbiory wykupów menedżerskich i lewarowanych mogą się przecinać. Może dochodzić zarówno do wykupów lewarowanych, niebędących menedżerskimi (realizowanych przez inne aniżeli menedżerowie podmioty, np. przez pracowników), jak i wykupów menedżerskich niewspomaganych dźwignią finansową¹⁸. Te ostatnie są wprawdzie w praktyce rzadkie¹⁹, ale jednak czasem do nich dochodzi²⁰.

¹⁴ Na temat dalszych podziałów wykupów ze względu na sposób finansowania zob. N. Harbers, *Zivilrechtliche Probleme*, s. 6 (który wyróżnił dodatkowo: *Mixed Buyouts* i *Sponsored LBO*).

¹⁵ M. Lutter, H. W. Wahlers, *Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts*, AG 1989, Nr 1, s. 1.

¹⁶ Por. H. Fleischer, *Finanzielle Unterstützung*, s. 497; M. Lutter, H. W. Wahlers, *Der Buyout*, s. 2.

¹⁷ N. Harbers, *Zivilrechtliche Probleme*, s. 4–5.

¹⁸ Zob. P. J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*, s. 97, który wyróżnia trzy rodzaje wykupów w omawianej grupie, tj. *LBO*, *MBO* i *LMBO* (*Leveraged Management Buyout*).

¹⁹ Na co zwraca uwagę M. Lewandowski, *Financial assistance*, s. 591, podnosząc, że trudno sobie wyobrazić aby menedżerowie wykupywanej spółki dysponowali środkami wystarczającymi do sfinansowania wykupu bez konieczności posiłkowania się finansowaniem zewnętrznym.

²⁰ Por. N. Harbers, *Zivilrechtliche Probleme*, s. 4, który zauważa, że w praktyce zbyt często nie dochodzi do *MBO* przeprowadzanych bez finansowania zewnętrznego (a jeżeli już to następuje to tylko w odniesieniu do wybranych, z reguły mniejszych podmiotów), niemniej jednak widzi teoretyczną możliwość przeprowadzania *MBO* bez wykorzystania efektu tzw. dźwigni finansowej. Podobnie, o tym, że lewarowanie nie jest koniecznym elementem *MBO* zob.: T. Rhein, *Der Interessenkonflikt der Manager beim Management Buy-out*, Monachium 1996, s. 4 oraz K. Heide-mann, *Das Verhältnis*, s. 45–46.

§ 2. Struktura transakcji MBO

I. Uwagi wstępne

Każdy wykup menedżerski jest inny. Na wybór optymalnej struktury dla konkretnej transakcji wpływa bardzo wiele czynników, m.in. wielkość wykupywanej spółki, jej sytuacja finansowa i organizacyjna, początkowa i docelowa struktura jej akcjonariatu, kondycja finansowa i potrzeby kapitałowe podmiotu wykupującego, jego skłonność do podejmowania ryzyka i akceptowalny przezeń poziom własnego zadłużania się, horyzont czasowy, w jakim wykupujący zamierza zrealizować zysk („wyjść” – ang. *exit*) z inwestycji, możliwości optymalizacji podatkowej itp.

Obrót gospodarczy wytworzył stosunkowo skomplikowane struktury MBO nawet dla transakcji *prima facie* tego niewymagających. **Regułą** w procesach wykupów menedżerskich jest posługiwanie się spółkami specjalnego przeznaczenia (ang. *special purpose vehicles*, **SPV**)²¹, wykorzystywanymi do pozyskania finansowania i nabycia lub objęcia akcji spółek-celów (ang. *targets*)²². W ramach jednej transakcji może być tworzonych nawet kilka takich spółek, w tym z siedzibami za granicą (w krajach, których systemy podatkowe zapewniają możliwości optymalizacji podatkowej). Posłużenie się spółką specjalnego przeznaczenia ułatwia rozmowy z podmiotami finansującymi transakcję (spółka ma często wyższą zdolność kredytową niż jej poszczególni akcjonariusze), sprzyja zgromadzeniu i odpowiedniemu zorganizowaniu środków finansowych niezbędnych do przeprowadzenia wykupu, umożliwia rozszerzenie składu akcjonariuszy o inwestorów finansowych. Dzięki posłużeniu się spółką specjalnego przeznaczenia można ograniczyć odpowiedzialność osobistą menedżerów za zobowiązania zaciągane przez tę spółkę celem realizacji wykupu²³, SPV ułatwia wreszcie rozliczenie całości transakcji i stworzenie optymalnej struktury finansowania wykupu, w tym przeniesienie na spółkę-cel zo-

²¹ Por. N. Harbers, *Zivilrechtliche Probleme*, s. 40 i A. Szyszka, *Wykup kredytowany*, s. 108; zdarzają się przy tym także wykupy menedżerskie realizowane bez pośrednictwa SPV (transakcję LBO dokonywaną bez wykorzystania wehikułu inwestycyjnego prezentuje Z. Kurylek, *Finansowanie pomostowe w wykupach lewarowanych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 760, *Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia*, 2013, Nr 59, s. 674; przykładem takiego MBO był wykup EGB Investments S.A. sfinalizowany w 2010 r.).

²² Posługując się terminem „spółka-cel” używam terminologii utrwalonej w literaturze.

²³ Aczkolwiek instytucje finansowe często wymagają od menedżerów również osobowych zabezpieczeń, np. w formie poręczeń.

bowiązań zaciągniętych przez SPV w celu sfinansowania wykupu – zwłaszcza w drodze połączenia SPV i spółki-celu. Posłużenie się spółkami specjalnego przeznaczenia może także przynieść wymierne korzyści gospodarcze i podatkowe, zarówno na etapie obsługi zadłużenia zaciągniętego w celu realizacji wykupu, jak i na etapie realizacji przez inwestorów zysków z inwestycji.

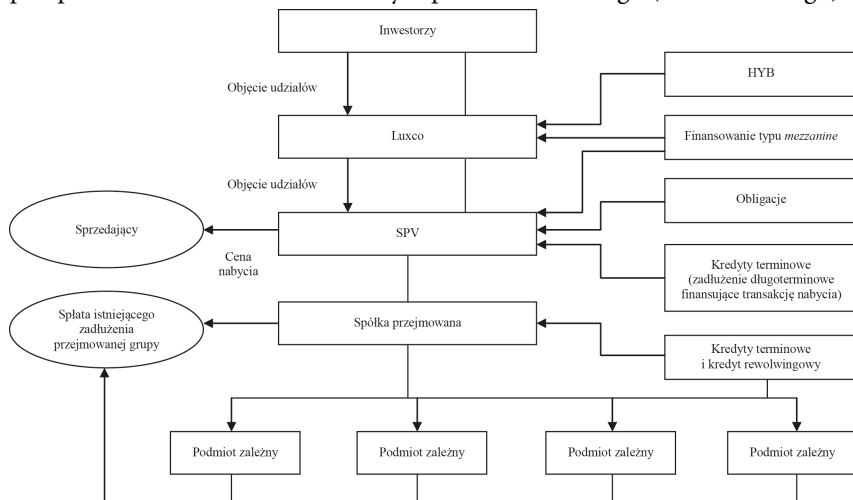
Regułą jest **finansowanie** wykupów w znacznej mierze **kapitałem obcym**²⁴. W nauce ekonomii podkreśla się, że tzw. koszt kapitału własnego jest wyższy od kosztu kapitału obcego. Z ekonomicznego punktu widzenia często korzystniejsze jest zrealizowanie wykupu przy wykorzystaniu finansowania dłużnego, m.in. dlatego, że daje to wymierne korzyści podatkowe (tzw. efekt „tarczy podatkowej” – ang. *tax shield*) oraz umożliwia wykupującemu spożytkowanie kapitału własnego na realizację innych aniżeli wykup celów gospodarczych²⁵. Ponadto, w praktyce, realizowanie dużych transakcji bez posiłkowania się finansowaniem zewnętrznym (i to pochodzącym z różnych źródeł, o różnych poziomach zabezpieczenia) jest mało realne ponieważ sprzedający oczekują najczęściej ceny sprzedaży akcji przewyższającej wartość aktywów sprzedawanych spółek (czyli wartość majątku mogącego posłużyć do zabezpieczenia wierzytelności podmiotów finansujących).

²⁴ Chociaż zdarzają się także wykupy finansowane w całości ze środków własnych menedżerów.

²⁵ Nie może dojść przy tym do nadmiernego zadłużenia wykupującego bo wówczas korzyści z tzw. lewarowania transakcji maleją – szerzej na temat korzyści wynikających z lewarowania transakcji zob. A. Korteweg, The net benefits to leverage, The Journal of Finance 2010, Vol. 65, Iss. 6, s. 2137 i n.; na temat tarczy podatkowej w transakcjach LBO zob. M. Wrzesiński, Fuzje i przejęcia, s. 77–80.

II. Modelowa struktura transakcji MBO

Praktyka gospodarcza wykształciła, jako **modelową**, następującą strukturę przeprowadzania i finansowania wykupu menedżerskiego (i lewarowanego):



Źródło: T. Kawczyński, P. Ziółkowski, Struktura transakcji, s. 101²⁶.

W procesie wykupu menedżerskiego można wyróżnić **trzy główne fazy**. W pierwszej z nich wykupujący tworzą struktury organizacyjne, które mają posłużyć do realizacji wykupu (przede wszystkim SPV, która ma nabyć lub objąć akcje spółki-celu, względnie jeszcze wcześniej spółkę dominującą wobec niej, np. z siedzibą za granicą) oraz pozyskują niezbędne finansowanie. W drugiej fazie SPV nabywa lub obejmuje akcje spółki celu. W trzeciej fazie jest przeprowadzana restrukturyzacja spółki-celu, mająca zwiększyć jej rentowność i pozwolić inwestorom na jak najkorzystniejsze „wyjście” z inwestycji²⁷. Na tym

²⁶ Por. także schemat typowej struktury finansowania lewarowanych transakcji w LMA Guide to syndicated leveraged finance, http://www.lma.eu.com/uploads/files/introductory_guides/guide_to_leveraged_finance.pdf (dostęp 23.10.2014 r.).

²⁷ Szacuje się, że wyjście z inwestycji następuje średnio po 1–6 latach. Stosunkowo szybkie wyjście z inwestycji jest typowe dla instytucji finansowych, które muszą zrealizować zysk w niedługim okresie od dnia wykupu ponieważ kapitał, którym dysponują jest im powierzany również na ograniczony czas, średnio 5–10 lat – tak M. Wrzesiński, Fuzje i przejęcia, s. 19 i 23. W procesie restrukturyzacji podejmuje się szereg różnorodnych czynności zmierzających do obniżenia kosztów funkcjonowania lub zwiększenia sprzedaży obejmujących m.in. zmianę profilu działalności,

etapie spłacane są także zobowiązania zaciągnięte w celu realizacji wykupu, ponadto w przypadku wykupów spółek publicznych, często dochodzi do wycofywania akcji tych spółek z publicznego obrotu²⁸.

W typowym przypadku nabycie pakietu kontrolnego akcji spółki-celu następuje w drodze **sprzedaży**²⁹. Alternatywna forma transakcji, tj. **objęcie** przez SPV akcji nowej emisji spółki-celu **połączone z umorzeniem** wszystkich lub części akcji dominującego wcześniej akcjonariusza najczęściej nie jest atrakcyjna ani ze względów podatkowych ani korporacyjnych³⁰. Zgodnie z art. 360 § 1 KSH, umorzenie akcji spółki akcyjnej zawsze wymaga obniżenia kapitału zakładowego³¹, a w konsekwencji najczęściej rodzi obowiązek przeprowadzenia postępowania konwokacyjnego (art. 456 § 1 KSH). To z kolei w ramach omawianej formy MBO, wyklucza zaspokojenie przez spółkę roszczeń przysługujących wykupywanemu akcjonariuszowi z tytułu umorzenia akcji przed upływem sześciu miesięcy od dnia ogłoszenia wpisu obniżenia kapitału zakładowego do krajowego rejestru sądowego (art. 456 § 3 KSH). Wyłączenie zastosowania art. 456 § 1 i § 3 KSH nie jest w omawianym przypadku najczęściej możliwe bo nie zachodzą przesłanki, o których mowa w art. 360 § 2 oraz art. 457 § 1 KSH. Nawet gdyby menedżerowie wykupujący spółkę objęli nowe akcje w podwyższonym kapitale zakładowym spółki po cenie wyższej od ich wartości nominalnej (por. art. 309 § 1 i § 2 KSH) i **agio** zasililiby kapitał zapasowy spółki, to i tak nie można byłoby z pominięciem procedury konwoka-

redukcję zatrudnienia, sprzedaż zbędnych składników majątkowych, leasing zwrotny nieruchomości, rezygnację z przedsięwzięć o niesatysfakcjonującej rentowności itd. – zob. *K. Heidemann*, *Das Verhältnis*, s. 62; por. *M. Wrzesiński*, *Fuzje i przejęcia*, s. 16 i 27.

²⁸ *M. Wrzesiński*, *Fuzje i przejęcia*, s. 22.

²⁹ I to, w odniesieniu do spółek publicznych, w przypadkach, o których mowa w art. 72–74 *OfertaPublU*, zawieranej wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji – por. *C. Podsiadlik*, *Wrocie przejęcie spółki*, s. 379.

³⁰ Aczkolwiek również takie transakcje się zdarzają – w ten sposób przeprowadzono np. na przełomie lat 2008 i 2009 wykup menedżerski spółki *Famur International Trade S.A.* (obecnie *Fiten S.A.*) – *Avallon MBO Fund* wraz z grupą menedżerską przejął kontrolę nad wykupywaną spółką od *Fabryki Maszyn Famur S.A.* w ten sposób, że najpierw umorzono znaczący pakiet akcji *Famur International Trade S.A.* posiadanych przez *Fabrykę Maszyn Famur S.A.*, a następnie podwyższono kapitał zakładowy tej spółki z przeznaczeniem akcji nowej emisji dla nowego inwestora (zob. http://www.avallon.pl/2008_2 (dostęp 4.6.2015 r.)).

³¹ Brak tutaj przepisu analogicznego do art. 199 § 6 KSH dotyczącego spółek z o.o., który pozwala na nieobniżanie kapitału zakładowego spółki z o.o. w sytuacji gdy dochodzi do umorzenia udziałów z czystego zysku. Na temat przyczyny braku odpowiednika art. 199 § 6 KSH w przepisach o spółce akcyjnej (podczas gdy w Kodeksie handlowym taki odpowiednik istniał – por. art. 193 § 2 KH i art. 363 § 2 KH) zob. *S. Sołtyński*, [w:] *Komentarz KSH*, t. III, 2008, s. 517–518, Nb 2.

cyjnej wypłacić z tego *agio* wynagrodzenia za umarżane akcje na rzecz akcjonariusza wykupywanego³². Wedle art. 360 § 2 pkt 2 KSH konwokacja nie jest konieczna wówczas, gdy wypłata wynagrodzenia za umorzone akcje następuje z kwoty, która zgodnie z art. 348 § 1 KSH może być przeznaczona do podziału. Składa się na nią zysk za ostatni rok obrotowy, powiększony o niepodzielone zyski z lat ubiegłych i kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Kapitał zapasowy pochodzący z *agio* nie jest kapitałem utworzonym z zysku³³, stąd wypłata z niego wynagrodzenia umorzeniowego nie może uzasadniać pominięcia procedury konwokacyjnej³⁴.

§ 3. Źródła finansowania wykupu menedżerskiego

Kluczowe znaczenie dla powodzenia transakcji wykupu menedżerskiego ma stworzenie prawidłowej **struktury jej finansowania**. Wykup menedżerski w swej modelowej postaci wymaga, po pierwsze, zgromadzenia znaczących środków finansowych na nabycie lub objęcie akcji spółki-celu, a po drugie, późniejszej spłaty zaciągniętych zobowiązań.

Klasyczna transakcja *MBO* wymaga bardzo wysokiego zaangażowania środków zewnętrznych. Kapitał zakładowy SPV pochodzący z wkładów menedżerów (*notabene* częstokroć finansowanych z zaciąganych przez nich kredytów osobistych) najczęściej stanowi niewielki procent i nie wystarcza do całościowego sfinansowania wykupu. Centralne miejsce w strukturze finan-

³² Na temat zastosowania podobnej konstrukcji w spółkach z o.o. por. E. Bednarz, Więcej przeszkód niż ułatwień, GP 2006, Nr 89 z 9.5.2006 r., dodatek Biznes, s. 3.

³³ Zresztą, nawet gdyby istniała możliwość wyłączenia konwokacji na mocy art. 360 § 2 lub art. 457 § 1 KSH to i tak konieczne byłoby przelanie kwot uzyskanych z obniżenia kapitału zakładowego na osobny kapitał rezerwowy, który mógłby być wykorzystany jedynie na pokrycie strat (art. 457 § 2 zd. 1 KSH), a to by również zmniejszało atrakcyjność procedury *MBO* przez umorzenie akcji.

³⁴ Brak możliwości pominięcia w ramach omawianej formy *MBO* procedury konwokacyjnej nie powinien budzić wątpliwości bez względu na to, czy w ogóle się dopuści wypłatę wynagrodzenia umorzeniowego z *agio* – zob. J. Grykiel, Finansowanie wynagrodzenia umorzeniowego ze środków pochodzących z *agio*, PPH 2014, Nr 1, s. 29 i K. Ziemnicka, Dopuszczalność finansowania wynagrodzenia umorzeniowego ze środków pochodzących z kapitału zapasowego obejmującego *agio*, PPH 2015, Nr 5, s. 38 (opowiadający się za dopuszczalnością takiej wypłaty), oraz A. Opalski, W sprawie dopuszczalności sfinansowania spłaty umorzeniowej z *agio* – polemika, PPH 2014, Nr 7, s. 55–58 (opowiadający się przeciwko jej dopuszczalności).

sowania transakcji stanowią **instrumenty dłużne**, które mogą osiągać nawet poziom **do 90%** całego finansowania³⁵. Ryzyko transakcji jest najczęściej dzielone między większą liczbę podmiotów finansujących, udzielających kredytów o różnych poziomach uprzywilejowania i zabezpieczenia, uzupełnianych emisją obligacji podporządkowanych i finansowaniem hybrydowym typu *mezzanine*³⁶.

Główne miejsce w strukturze finansowania transakcji zajmuje tzw. dług uprzywilejowany (ang. **senior debt**) o najwyższym stopniu pierwszeństwa zaspokojenia i najwyższym poziomie zabezpieczenia. Jest on pozyskiwany na podstawie uprzywilejowanej umowy kredytowej (ang. *senior facilities agreement*) zawartej pomiędzy SPV a najbardziej uprzywilejowanymi kredytodawcami (ang. *senior lenders*), tj. najczęściej konsorcjum banków³⁷. Stanowi on najtańszą i zarazem najpewniejszą formę finansowania transakcji³⁸. Na podstawie uprzywilejowanej umowy kredytowej dochodzi do udzielenia kilku kredytów – najczęściej dwóch kredytów terminowych o zapadalności przypadającej na siódmy, ósmy lub dziewiąty rok od zawarcia umowy kredytowej oraz tzw. kredytu rewolwingowego, służącego do finansowania kapitału obrotowego³⁹. W początkowej fazie transakcji *senior debt* jest zabezpieczany na udziałach lub akcjach SPV oraz jej aktywach. W kolejnej fazie, tj. po nabyciu lub objęciu przez SPV akcji spółki-celu *senior lenders* otrzymują zabezpieczenie na tych akcjach oraz, o ile jest to możliwe, na majątku spółki-celu, w tym udziałach i akcjach spółek od niej zależnych (a nawet na ich majątku)⁴⁰.

Możliwości pozyskania *senior debt* są ograniczone ponieważ wiarygodność kredytowa SPV nie jest szczególnie wysoka. Z tego względu w niektórych transakcjach lewarowanych udzielane są dodatkowe kredyty – tzw. dług drugiej kolejności (ang. **second lien debt**). Wierzyciele udzielający takich kredytów są zaspakajani w tej samej kolejności co *senior lenders* ale korzystają z zabezpieczeń o niższym pierwszeństwie zaspokojenia. Relacje pomiędzy dostarczy-

³⁵ M. Wrzesiński, Fuzje i przejęcia, s. 2.

³⁶ T. Kawczyński, P. Ziółkowski, Struktura transakcji, s. 99; na temat różnych typów finansowania przejąć zob. T. Speechley, Acquisition finance, Croydon 2015, s. 101–110.

³⁷ Tamże, s. 102.

³⁸ A. Bodnar, K. Haładyj, Ograniczenia transakcji, s. 48; M. Wrzesiński, Fuzje i przejęcia, s. 111; zob. także T. Kawczyński, P. Ziółkowski, Struktura transakcji, s. 102.

³⁹ T. Kawczyński, P. Ziółkowski, Struktura transakcji, s. 102.

⁴⁰ Por. tamże, s. 101–102.

cielami *senior* i *second lien debt* są określane w zawartej przez nich umowie (ang. *intercreditor agreement*)⁴¹.

Luki w strukturze finansowania transakcji uzupełniają obligacje wysokiego oprocentowania (tzw. obligacje śmieciowe, ang. **high yield bonds** lub *junk bonds*) lub finansowanie typu **mezzanine**⁴². Obligacje *high yield* nie posiadają klasy inwestycyjnej przyznawanej przez agencje ratingowe. Charakteryzują się dłuższym niż w przypadku długu uprzywilejowanego okresem wykupu oraz wysokim oprocentowaniem⁴³. Finansowanie typu *mezzanine* przybiera najróżniejsze postaci – może się opierać przykładowo o specyficzną formę kredytu spłacanego w jednej racie po zakończeniu inwestycji, od którego na bieżąco są spłacane wyłącznie odsetki od kapitału, uzupełnianą o tzw. *equity-kicker*, czyli dodatkowe wynagrodzenie dla kredytodawcy polegające np. na tym, że może on uzyskać udział w kapitale zakładowym spółki – na podstawie warrantów lub obligacji zamiennych na akcje, albo też otrzymuje konkretną premię finansową stanowiącą np. pewien procent wartości spółki na dzień zakończenia inwestycji⁴⁴. **Koszt** pozyskania finansowania w postaci *high yield bonds* lub *mezzanine* jest **wysoki** – zgodnie z zasadą, że im niższy poziom zabezpieczeń wierzyciela, tym wyższa cena pozyskania długu (z uwagi na wyższe ryzyko po stronie finansującego). Pozostała część finansowania niezbędnego do przeprowadzenia wykupu może dodatkowo pochodzić od instytucji angażujących w transakcje własny kapitał (ang. *venture capital*, *LBO funds*)⁴⁵.

W typowej sytuacji SPV jest tworzona wyłącznie dla potrzeb przeprowadzenia transakcji *MBO*. Nie prowadzi ona bieżącej działalności operacyjnej w rozmiarach niezbędnych do zapewnienia spłaty zobowiązań pozaciąganych celem realizacji wykupu. Aby spłacić te zobowiązania, SPV musi wykorzystać aktywa spółki-celu. Wyznacza to *nota bene* **profil spółek – typowych kandydatów** do lewarowanego wykupu. Są to najczęściej spółki stosunkowo dojrzałe, zajmujące stabilną pozycję w pewnej niszy rynkowej, raczej niewielce zadłu-

⁴¹ Tamże, s. 102.

⁴² A. Bodnar, K. Haładyj, Ograniczenia transakcji, s. 48; M. Wrześniński, Fuzje i przejęcia, s. 2; D. Kulgawczuk, R. L. Kwaśnicki, Zakaz zwrotu wkładów, s. 26.

⁴³ T. Kawczyński, P. Ziółkowski, Struktura transakcji, s. 104; por. M. Wrześniński, Fuzje i przejęcia, s. 117–120.

⁴⁴ Por. np. Z. Kuryłek, Finansowanie pomostowe, s. 671–672; T. Kawczyński, P. Ziółkowski, Struktura transakcji, s. 103–104; P. Zapadka, Finansowanie typu *mezzanine* w działalności bankowej, MPB 2012, Nr 6, s. 50; J. Świdarska, Wykup lewarowany – możliwości i ograniczenia finansowania, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2014, Nr 365, s. 299; M. Wrześniński, Fuzje i przejęcia, s. 120–121.

⁴⁵ M. Wrześniński, Fuzje i przejęcia, s. 2.

żone a posiadające jednocześnie zdolność do generowania dość wysokich przepływów pieniężnych (ang. *cash flow*). Ważne jest to, aby posiadały jakiś specyficzny produkt znajdujący się w takim punkcie tzw. cyklu życia, że zapewnia odpowiednią stabilność przychodową. Spółki takie posiadają najczęściej nienajlepszą kondycję organizacyjną, ale dysponują odpowiednim potencjałem wzrostowym, dzięki czemu po przeprowadzeniu w spółce odpowiedniej restrukturyzacji transakcja może się zakończyć sukcesem⁴⁶. Kluczowa dla jej powodzenia jest dobra prognoza w zakresie *cash flow*⁴⁷.

W modelowej transakcji wykupu menedżerskiego (przynajmniej w tzw. modelu anglosaskim⁴⁸) wykorzystanie aktywów spółki-celu do spłaty zobowiązań zaciągniętych celem realizacji wykupu jest osiągane w drodze **połączenia SPV i spółki-celu**, następującego po nabyciu przez SPV pakietu kontrolnego akcji spółki-celu. Najłatwiejsze do przeprowadzenia jest połączenie przez przejęcie (art. 492 § 1 pkt 1 KSH) dokonywane w drodze przejęcia spółki zależnej przez spółkę dominującą (ang. *upstream merger*), tj. spółki-celu przez SPV. W konsekwencji na SPV, zgodnie z art. 492 § 1 KSH, przechodzi majątek spółki-celu, który może jej posłużyć do spłaty zobowiązań zaciągniętych w celu sfinansowania wykupu. Praktykowane są także połączenia odwrotne (ang. *downstream mergers*), tj. takie w ramach których spółki-cele przejmują SPV⁴⁹.

⁴⁶ K. Heidemann, Das Verhältnis, s. 50–56; por. M. Wrzesiński, Fuzje i przejęcia, s. 11 i 93–102.

⁴⁷ Por. T. Rhein, Der Interessenkonflikt, s. 3 i 9.

⁴⁸ Na temat podziału modeli wykupów na anglosaskie i francuskie zob. P. J. Szczepankowski, Fuzje i przejęcia, s. 99–106; C. Podsiadlik, Wrogie przejęcie spółki, s. 375–381; D. Kulgawczuk, R. L. Kwaśnicki, Zakaz zwrotu wkładów, s. 26; podział ten jest dla niniejszej monografii nieszczerze przydatny z uwagi na jego nieprecyzyjność. Podnosi się, że model francuski, w przeciwieństwie do modelu anglosaskiego charakteryzuje się znacznym stopniem ustawowego uregulowania [wśród przykładów daleko idących regulacji francuskich wymienia się np. nakaz, aby w tzw. holdingu przejmującym (franc. *le holding de reprise*), tj. podmiocie za pośrednictwem którego menedżerowie dokonują wykupu określonej spółki, menedżerowie i pracownicy spółki przejmowanej (franc. *la société reprise*) dysponowali co najmniej 51% praw głosu – zob. C. Podsiadlik, Wrogie przejęcie spółki, s. 378; P. J. Szczepankowski, Fuzje i przejęcia, s. 105–106]. Innym kryterium różnicującym ma być to, że w modelu anglosaskim regułą jest łączenie SPV i spółki-celu, które w modelu francuskim w większości przypadków nie ma miejsca. Jest to kryterium nieostre skoro również w modelu francuskim fuzja spółek nie jest wykluczona.

⁴⁹ W ten sposób połączono w ramach transakcji MBO np. spółkę Aqua S.A. ze spółką Aqua Due sp. z o.o. (założoną przez grupę menedżerską), która większościowy pakiet akcji Aqua S.A. odkupiła wcześniej od Polskiego Banku Przedsiębiorczości S.A. (który z kolei wszedł w jego posiadanie zaspakajając się z zabezpieczenia ustanowionego na jego rzecz przez upadłą PBG S.A.) – szerzej na temat tej transakcji zob. w dostępnych w Internecie raportach bieżących Aqua S.A. Nr: EBI/12/2012, EBI/26/2012, EBI/4/2013, EBI/16/2013, EBI/17/2013, EBI/3/2014, EBI/4/2014, EBI/16/2014, EBI/17/2014, EBI/26/2014, EBI/29/2014 oraz w dokumencie informacyjnym Aqua

Również w takich przypadkach dochodzi do zespolenia w ramach jednego podmiotu długu zaciągniętego przez SPV na sfinansowanie wykupu oraz po-

S.A. sporządzonym w związku z ubieganiem się o wprowadzenie do obrotu giełdowego akcji emisji połączeniowej (http://www.aqua.poznan.pl/images/stories/RelacjeInwestorskie/Dokument_informacyjny_AQUA_Poznan_seria_E.pdf – dostęp 5.6.2015 r.) i w dokumentacji połączeniowej (http://www.aqua.poznan.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=275&Itemid=190&lang=pl, dostęp 5.6.2015 r.); A. Szyszka (Wykup kredytowany, s. 117), podaje, że właśnie połączenie odwrotne jest typową postacią połączenia spółek w obszarze wykupów kredytowanych, a to dlatego, że pozwala ono na kontynuowanie istnienia i tradycji spółki-celu i kończy jedynie „mało istotną historię spółki specjalnego przeznaczenia”. Te czynniki nie powinny mieć jednak znaczenia rozstrzygającego dla wyboru sposobu połączenia spółek w ramach konkretnego procesu MBO ponieważ spółka przejmująca, niezależnie od tego, czy jest nią spółka zależna czy dominująca, i tak jest zawsze uniwersalnym sukcesorem spółki przejmowanej i nabywcą jej wszystkich praw i obowiązków. Zewnętrzne atrybuty, takie jak np. znana na rynku nazwa (firma) mogą zostać utrzymane bez względu na to, która ze spółek jest spółką przejmującą (można zmienić firmę spółki przejmującej na tę, którą posługiwała się spółka przejmowana). W praktyce o wyborze spółki przejmującej raczej przesądzają kwestie podatkowe oraz to, czy dany sposób połączenia jest prawnie dopuszczalny i na ile skomplikowany. Natomiast jeżeli już o tym mowa, to połączenia odwrotne są ciągle źródłem kontrowersji doktrynalnych (m.in. dotyczących tej kwestii, którą A. Szyszka uznaje za pewnik, tj. czy art. 515 KSH może znaleźć do nich zastosowanie; za stosowaniem tego przepisu do połączeń odwrotnych opowiedzieli się: P. Pinior, Przejęcie spółki dominującej przez spółkę zależną, Pr. Sp. 2007, Nr 10, s. 26; A. Helin, K. Zorde, A. Bernaziuk, R. Kowalski, Fuzje i przejęcia spółek kapitałowych – zagadnienia rachunkowe i podatkowe, Warszawa 2010, s. 113–114; J. Jerzmanowski, Podwyższenie kapitału zakładowego spółki przejmującej w toku tzw. połączenia odwrotnego – glosa do postanowienia Sądu Okręgowego w Kaliszu z 15.12.2009 r. (VI Ga 71/09), Gl. 2012 Nr 2, s. 85; przeciwko jego stosowaniu opowiada się M. Mazgaj, Przejęcie spółki dominującej przez jej zależną spółkę z o.o., PPH 2011, Nr 10, s. 44–45; por. J. Jerzmanowski, Umorzenie akcji własnych nabytych przez spółkę przejmującą w toku połączenia odwrotnego, PPH 2013, Nr 8, s. 44, przyp. 3); dyskusyjne jest *notabene* także to, czy dopuszczalne jest przejęcie w ramach *downstream merger* spółki z o.o. – w doktrynie sformułowano na ten temat trzy odmienne stanowiska przedstawione przez M. Mazgaj, Przejęcie spółki dominującej, s. 44–45; por. R. L. Kwaśnicki, Przejęcie spółki dominującej przez jej spółkę zależną; tzw. *down stream merger*, R. Pr. 2006, Nr 5, s. 50–51; A. Szumański, [w:] Komentarz KSH, t. IV, 2004, s. 392, Nb 5, s. 199, Nb 96; T. Jezierski, Połączenie odwrotne spółek kapitałowych w aspekcie prawa handlowego i podatkowego, Monitor Podatkowy 2008, Nr 9, s. 10; M. Mazgaj, Wieloszczeblowe połączenia *down stream merger*, PPH 2012, Nr 5, s. 50; omawiany problem planowano rozstrzygnąć nowelizacją art. 200 KSH i dopuszczeniem nabywania przez spółki z o.o. własnych udziałów w drodze sukcesji uniwersalnej – zob. A. Oplustil, T. Siemiątkowski, S. Sołtysiński, A. Szumański, J. Warchoł, Projekt reformy struktury majątkowej spółki z o.o., PPH 2010, Nr 12, s. 7. Prace nad tą nowelizacją zostały jednak przerwane. Nie jest natomiast negowana dopuszczalność połączeń odwrotnych dokonywanych przez spółki akcyjne, a to w świetle art. 362 § 1 pkt 3 KSH). Warto dodać, że w ramach połączenia Aqua S.A. i Aqua Due sp. z o.o. nie doszło do wydania akcji własnych Aqua S.A. nabywanych przez tę spółkę w ramach połączenia na rzecz wspólników przejmowanej przez nią spółki dominującej – Aqua Due sp. z o.o. (akcje te zostały następnie nieodpłatnie umorzone – zob. raport bieżący Aqua S.A. Nr EBI/26/2014).

tencjału majątkowego i gospodarczego mającego zapewnić zdolność do spłaty zaciągniętych zobowiązań.

Połączenie spółek nie jest jedyną możliwą formą wykorzystania aktywów spółki-celu do sfinansowania wykupu. Możliwe jest także przeniesienie zobowiązań „w dół” w strukturze powiązań pomiędzy SPV i spółką-celem, a więc z SPV na spółkę-cel – posiadającą w modelowej transakcji MBO wyższą zdolność do spłaty zobowiązań aniżeli SPV (ang. *debt push-down*), jak i działanie odwrotne, tj. przetransferowanie aktywów, a w szczególności środków pieniężnych „w górę” w strukturze powiązań pomiędzy SPV i spółką-celem, tj. ze spółki-celu do SPV.

Typową formą przeniesienia zobowiązań „w dół” w strukturze powiązań pomiędzy SPV i spółką-celem, a więc *debt push-down* jest zaciągnięcie przez spółkę-cel kredytu na określoną kwotę a następnie udzielenie przez spółkę-cel pożyczki w tej samej kwocie na rzecz SPV, z której SPV spłaca swoje zobowiązania wobec podmiotów, które udzieliły jej pierwotnego finansowania na realizację wykupu⁵⁰. Inną formą *debt push-down* jest przeniesienie długu z SPV na spółkę-cel w oparciu o instytucję przejęcia długu uregulowaną w art. 519 KC (a więc w drodze umowy zawartej pomiędzy wierzycielem a spółką-celem za zgodą SPV albo w drodze umowy zawartej między SPV a spółką-celem za zgodą wierzyciela). Trzeba przy tym pamiętać o ryzyku wiążącym się z tymi dwiema formami *debt push-down*. Pierwsza z nich może być kwestionowana przez wierzycieli, np. skargą pauliańską. Spółka-cel zaciąga przecież w takim przypadku znaczne zobowiązania a wiarytelność, którą w zamian otrzymuje, nie jest szczególnie zabezpieczona (bo w typowym przypadku SPV nie odznacza się wysoką wiarygodnością kredytową i nie posiada żadnego wartościowego majątku poza akcjami spółki-celu). Menedżer dokonujący takiej czynności naraża się na odpowiedzialność cywilną z art. 483 KSH, a nawet karną z art. 296 KK⁵¹. Przejęcie przez spółkę-cel długu SPV jest jeszcze bar-

⁵⁰ A więc spłaca tzw. finansowanie pomostowe; na temat wykorzystania *bridge financing* w procesach wykupów menedżerskich zob. np. Z. Kuryłek, Finansowanie pomostowe, s. 670–672, z tym zastrzeżeniem, że autor utożsamia finansowanie pomostowe z finansowaniem *mezzanine* podczas gdy finansowanie pomostowe jedynie bardzo często, acz nie zawsze przyjmuje taką postać (istotą tzw. *bridge financing* jest bowiem po prostu to, że jest ono udzielane na czas niezbędny do pozyskania finansowania właściwego – por. M. Wrześniński, Fuzje i przejęcia, s. 120–121).

⁵¹ Od czasu uchylecia art. 585 KSH – zob. art. 3 ustawy z 9.6.2011 r. o zmianie ustawy – Kodeks karny oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. Nr 133, poz. 767) – działania na szkodę spółki nie penalizuje odrębnie KSH.

dziej ryzykowne bo trudno je uzasadnić jakimkolwiek obiektywnym interesem spółki-celu, a co najwyżej interesem całej grupy kapitałowej⁵².

Transfer aktywów „w górę” w strukturze powiązań pomiędzy SPV i spółką-celą, a więc ze spółki-celu do SPV może się odbywać na wiele różnych sposobów⁵³, obejmujących w szczególności jednorazowe lub cykliczne świadczenia, zarówno o charakterze zwrotnym, jak i bezzwrotnym⁵⁴, wynikające z zawartych umów cywilnoprawnych oraz z tytułu uczestnictwa SPV w spółce-celu w charakterze akcjonariusza. Wśród tytułów transferowania aktywów ze spółki-celu do SPV można wymienić, przede wszystkim:

- 1) udzielenie przez spółkę-cel pożyczki na rzecz SPV,
- 2) nabycie przez spółkę-cel obligacji lub innych papierów dłużnych SPV,
- 3) wypłatę przez spółkę-cel na rzecz SPV dywidendy lub zaliczki dywidendowej,
- 4) dokonanie przez spółkę-cel zaliczkowej wypłaty na rzecz SPV, w szczególności poprzez spełnienie świadczenia z tytułu zawartej umowy przed terminem jego wymagalności,
- 5) spełnianie przez spółkę-cel na rzecz SPV świadczeń z tytułu tzw. umów transferowych,
- 6) wypłatę przez spółkę-cel na rzecz SPV wynagrodzenia z tytułu umorzenia części akcji posiadanych przez SPV w spółce-celu,
- 7) udzielenie przez spółkę-cel darowizny na rzecz SPV.

Podobnie, jak w przypadku *debt push-down* dokonywanie niektórych spośród tych czynności jest ryzykowne i w zasadzie się nie zdarza się w praktyce transakcyjnej. Dotyczy to tych czynności, które mogą zostać zakwalifikowane jako działanie na szkodę spółki (w szczególności udzielania darowizn⁵⁵).

⁵² Por. MSiG dot. Autoguard S.A., gdzie interesem spółki dominującej uzasadniano interes spółki zależnej w udzieleniu wsparcia finansowego.

⁵³ Szerzej omówionych w rozdz. III niniejszej monografii.

⁵⁴ Przez co albo trwale poprawiają kondycję finansową SPV albo jedynie pozwalają na zmianę struktury jej pasywów (w miejsce zobowiązań SPV w stosunku do podmiotów z nią niepowiązanych (np. banków) wchodzi zobowiązania w stosunku do spółki-celu).

⁵⁵ Które mogą dodatkowo naruszać reguły ochrony majątku spółek akcyjnych a także są najczęściej niekorzystne z podatkowego punktu widzenia.

§ 4. Ramy prawne transakcji wykupów menedżerskich

Ramy prawne transakcji wykupów menedżerskich spółek akcyjnych, z uwagi na wysoki stopień złożoności tych transakcji, wyznacza cały szereg przepisów, zarówno prawa prywatnego, jak i publicznego. Ponieważ przebieg transakcji i ich struktura jest pochodną ustaleń stron uczestniczących w tych transakcjach, znajdujących najczęściej odzwierciedlenie w specjalnych **umowach inwestycyjnych**⁵⁶, podstawowe ramy prawne wykupów wyznaczają przepisy prawa cywilnego regulujące stosunki pomiędzy uczestnikami transakcji. Równie istotne są przepisy prawa spółek znajdujące zastosowanie na poszczególnych etapach transakcji, w szczególności przepisy dotyczące nabywania lub obejmowania akcji, łączenia się spółek (zarówno w trybie *upstream*, jak i *downstream*), ochrony majątku spółek oraz ich wierzycieli i akcjonariuszy mniejszościowych, obowiązków i odpowiedzialności menedżerów spółek uczestniczących w wykupach itp. W tle znajduje się cały szereg regulacji szczególnych, np. dotyczących koncentracji przedsiębiorców, obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji, niedopuszczalności *insider trading*, a także przepisy prawa podatkowego⁵⁷.

Mając na uwadze to, że kluczowe znaczenie dla transakcji wykupu menedżerskiego ma stworzenie prawidłowej struktury jego finansowania, za jeden z podstawowych wyznaczników ram prawnych transakcji MBO należy uznać przepisy dotyczące finansowego wspierania nabywania lub obejmowania akcji emitowanych przez spółki. Przepisom tym są poświęcone kolejne rozdziały niniejszej monografii.

⁵⁶ Spośród podmiotów, których ogłoszenia opublikowane w Monitorze Sądowym i Gospodarczym poddałem badaniu o zawarciu w procesie wykupu menedżerskiego umowy inwestycyjnej informowała na swoich stronach internetowych Aqua S.A. (zob. dostępny w Internecie raport bieżący tej spółki Nr EBI/4/2013).

⁵⁷ Por. M. Wrzesiński, Fuzje i przejęcia, s. 203–212.