

# Rozdział 1. Zagadnienia wstępne

## Spis treści

	Nb
I. Uwagi wstępne .....	1–4
II. Proces przejęcia przedsiębiorstwa .....	5–18
A. Formy przejęcia .....	5
B. Kupno akcji lub udziałów .....	6–11
1. Ograniczenia w przeniesieniu własności .....	7
2. Spółki w obrocie publicznym .....	8–11
C. Przejęcie składników majątku .....	12–13
D. Fuzja (połączenie) przedsiębiorstw .....	14–16
1. Połączenie przez przejęcie (inkorporację) .....	15
2. Połączenie przez zawiązanie nowej spółki .....	16
E. Przejęcie w zamian za akcje .....	17
F. Wykup menedżerski i wykup pracowniczy .....	18
III. Typowe motywy nabywcy przedsiębiorstwa .....	19–37
A. Motywy związane z efektami synergii .....	20–21
B. Motywy związane z efektem finansowym .....	22–37
1. Zmiana w pozycji rynkowej przez przejęcie konkurenta .....	27
2. Dywersyfikacja produktowa lub rynkowa .....	28
3. Zabezpieczenie źródeł dostaw .....	29
4. Zapewnienie kanałów dystrybucji .....	30
5. Ekonomia skali .....	31
6. Wejście w posiadanie licencji, umów agencyjnych itp. ....	32
7. Optymalizacja podatkowa .....	33
8. Ekspansja przez przejmowanie przedsiębiorstw .....	34
9. Zrealizowanie nadwyżki finansowej .....	35
10. Lokata kapitału .....	36–37
IV. Motywy przy sprzedaży spółek kapitałowych .....	38–44
A. Koncentracja na zasadniczej działalności .....	39
B. Finansowanie innych części przedsiębiorstwa .....	40
C. Wycofanie z aktywnej działalności .....	41
D. Nieporozumienia wśród udziałowców .....	42
E. Oportunizm .....	43
F. Prywatyzacja .....	44
V. Tryb nabycia przedsiębiorstwa .....	45–154
A. Rola doradcy finansowego .....	46
B. Ustalenie strategii rozwoju .....	47–54
C. Zidentyfikowanie przedmiotu nabycia .....	55–58
D. Nawiazanie kontaktu z potencjalnym sprzedawcą lub partnerem fuzji .....	59–68
1. Forma zgłoszenia zainteresowania .....	60
2. Reprezentacja zgłaszającego .....	61
3. Do kogo powinno być skierowane zgłoszenie zainteresowania? .....	62
4. Kiedy zainteresowanie powinno być zgłoszone? .....	63
5. Wizyta w przedsiębiorstwie .....	64

6. Ustalenia wynikające z fazy kontaktu .....	65–68
E. Zakres i tryb analizy <i>due diligence</i> .....	69–112
1. Istota <i>due diligence</i> .....	69–71
2. Obszary badania <i>due diligence</i> . Informacje wstępne .....	72
3. Przegląd historycznej strategii rozwoju działalności .....	73–75
4. Ogólny przegląd obecnej kondycji przedsiębiorstwa .....	76–80
5. Rachunkowość i systemy obiegu informacji .....	81–86
6. Sprzedaż .....	87–94
7. Zakupy, zaopatrzenie i transport .....	95–97
8. Zarządzanie aktywami/majątkiem .....	98–107
9. Zarządzanie ryzykiem .....	108
10. Prognozy finansowe .....	109
11. Przegląd podatkowy .....	110–111
12. Stan prawny .....	112
F. Wycena wartości spółki .....	113–124
1. Wartość księgową .....	114
2. Wartość aktywów netto .....	115
3. Wartość z likwidacji .....	116
4. Wartość rynkowa .....	117–118
5. Skapitalizowane przyszłe zyski .....	119
6. Metoda zdyskontowanych przepływów gotówkowych (DCF) .....	120–124
G. Warunki przejęcia .....	125–143
H. Przejęcie spółki nabytej .....	144–148
I. Integracja działalności i struktury spółki nabytej z organizacją nabywcy .....	149–154
VI. Wrogi przejęcia .....	155–166
VII. Finansowanie środkami przejętego przedsiębiorstwa .....	167–169

## I. Uwagi wstępne

1 1. Funkcjonowanie współczesnej gospodarki w ramach rynku kapitałowego, swobodny, często ponadnarodowy przepływ myśli technicznej, technologicznej i ekonomicznej stworzyły podstawy gospodarki globalnej. Swoboda przepływu kapitału, prowadząca do złożoności powiązań handlowych, kapitałowych i organizacyjnych podmiotów gospodarczych, stała się decydującym czynnikiem wpływającym na możliwości współdziałania podmiotów kreujących rynek. Po okresie tworzenia podmiotów gospodarczych powstających w ramach podziałów przedsiębiorstw państwowych, które podlegały kolejnym podziałom mającym na celu wyodrębnienie poszczególnych centrów produkcji, następuje obecnie proces łączenia interesów oraz koncentracja i konsolidacja kapitałów.

Realizacja postawionych przed zarządami celów szczególnie w zakresie wzrostu wartości przedsiębiorstwa, wzrostu efektywności gospodarowania czy maksymalizacji zysku wymaga ciągłego poszukiwania nowych form działania oraz racjonalizacji. Jedną z popularnych obecnie możliwości rozwoju jest **proces łączenia jednostek gospodarczych**, którego celem jest m.in.:

- 1) wzmocnienie pozycji rynkowej;
- 2) pozyskanie nowych grup klientów;
- 3) przejęcie konkurenta;
- 4) rozszerzenie i dywersyfikacja asortymentu produkcji;

5) poszukiwanie oszczędności w kosztach zarządzania, reklamy, marketingu, badań czy rozwoju, pozyskanie niewykazywanych w sprawozdaniach finansowych aktywów, w postaci zasobów tkwiących w ludzkich możliwościach, ich wiedzy, doświadczeniu itp.

Nabywcami w procesie fuzji i przejęć są z reguły inwestorzy giełdowi oraz inwestorzy finansowi.

**2. Fuzje i przejęcia** (*merger and acquisition – M&A*) stanowią podstawę rozwoju korporacji od ponad 100 lat. Pomimo braku jednoznacznych dowodów ich pozytywnego wpływu na kondycję i zyski przedsiębiorstwa, fuzje i przejęcia coraz częściej są traktowane jak jeden z elementów szeroko pojętego planu jej rozwoju (*J.C. Hooke*, Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję?, Warszawa 2002, s. 7). Proces ten jest jednak ściśle związany ze stanem gospodarki, a także z sytuacją na świecie i w kraju. Z jednej strony pogrążenie się gospodarki światowej w kryzysie, utrzymująca się niepewność i wysoki poziom zadłużenia poszczególnych krajów powodują większą ostrożność przy podejmowaniu decyzji oraz poszukiwanie organicznych dróg rozwoju, ograniczając niejako wzrosty przez przejęcia. Z drugiej strony kryzys gospodarczy może stwarzać szanse dla przejęć na bardziej korzystnych warunkach z punktu widzenia podmiotów przejmujących. Z kolei silniejszy rynek kapitałowy i kredytowy powodują, że prywatne przedsiębiorstwa wykazują większą pewność co do swoich planów związanych z fuzjami i przejęciami, a wzrost konkurencyjności między bankami i instytucjami finansowymi również korzystnie wpływa na uzyskanie możliwości finansowania transakcji oraz poprawę klimatu gospodarczego. Reasumując, wzrost zaufania i wynikająca z lepszych warunków gospodarczych poprawa sytuacji przedsiębiorstw oraz dostęp do źródeł bardziej stabilnego finansowania przyczyniają się do znacznego rozszerzenia globalnych perspektyw w zakresie transakcji M&A. Natomiast kryzys gospodarczy może zarówno sprzyjać procesom konsolidacji przedsiębiorstw, jak i zniechęcać do fuzji i przejęć na skutek dużej niepewności panującej na rynku.

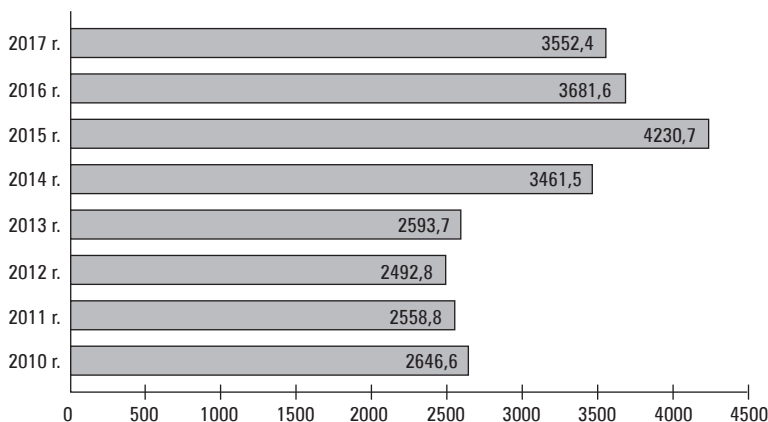
W 2015 r. wolumen przeprowadzonych na całym świecie transakcji M&A zamknął się kwotą 4,6 bln dolarów, co oznacza ponad 18% wzrost w stosunku do 2014 r., w którym wolumen ten wyniósł 3,9 bln dolarów. Około 51% globalnych transakcji fuzji i przejęć to transakcje przeprowadzone na rynku amerykańskim oraz 28% to transakcje przeprowadzone w Europie.

Wartość ogłoszonych na świecie w 2017 r. fuzji i przejęć była nieznacznie, bo o 3,5%, niższa niż w 2016 r. Mniej było transakcji bardzo drogich. Wartość pierwszych publicznych ofert wzrosła natomiast aż o 45%.

W 2017 r. w Europie Środkowej i Wschodniej zarówno wartość, jak i ilość transakcji spadła w stosunku do 2016 r., natomiast w całej Europie wzrosła o 6%, jak podaje firma Dealogic. W tym roku ogłoszono 474 transakcje o łącznej wartości 25,5 mld euro, co stanowi ok. 35% mniej w stosunku do roku poprzedniego.

Trzy największe transakcje z 2017 r. o łącznej wartości ponad 11 mld euro zostały ogłoszone w Austrii i dotyczyły spółek z sektora nieruchomości (BUWOG), finansowego (Raiffeisen Zentralbank Oesterrich) oraz telekomunikacyjnego (UPC Austria). Największe transakcje w 2017 r. w Polsce stanowił zakup za 1,3 mld euro od funduszy *private equity* (PE) zarządzanych przez Mid Europa Partners przez fundusze *private equity* zarządzane przez CVC Capital Partners sieci handlowej Żabka oraz wartość nieco ponad 1 mld euro przejęcie aktywów EDF przez Polską Grupę Energetyczną.

**Tab. 1. Wartość ogłoszonych transakcji fuzji i przejęć (w mld dolarów)**



**Źródło:** Dealogic, 2.1.2018 r., <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/wartosc-fuzji-i-przejec-na-swiecie-znow-przekroczyla-35-mln-dol/> (dostęp: 27.11.2018 r.).

Z danych raportu „M&A Spotlight: CEE” wynika, że w Polsce w 2017 r. ogłoszono 143 transakcje o wartości 7,1 mld euro, podczas gdy w 2016 r. ogłoszono 132 transakcje warte 11,2 mld euro.

Według Dealogic, firmy specjalizującej się w zbieraniu danych o rynkach finansowych, w 2016 r. łączna wartość ogłoszonych transakcji nieznacznie przekroczyła 3,7 bln dolarów wobec 4,35 bln dolarów w 2015 r., ponadto była o ponad 200 mld dolarów wyższa niż w 2014 r.

Na wszystkich trzech głównych rynkach fuzji i przejęć – USA, Azji (z wyłączeniem Japonii) i Europy – odnotowano spadki wartości ogłaszanych transakcji. Najbardziej, bo o ok. 26% do 720 mld dolarów spadła wartość rynku azjatyckiego. Rynek europejski skurczył się o 12% do 870 mld dolarów, a amerykański o 17% do 1,66 bln dolarów. Największe transakcje na rynku amerykańskim w 2016 r. dotyczyły przejęcia koncernu medialnego Time Warner przez telekom AT&T, zakup firmy tytoniowej Reynolds America przez British American Tobacco, kupno producenta półprzewodników NXP Semiconductor przez Qualcomm, przejęcie producenta sprzętu do wydobycia ropy i gazu Baker Hughes przez General Electric i kupno telekomu Level3 przez CenturyLink.

Jak zauważa w swym raporcie o rynku fuzji i przejęć (M&A) w 2017 r. kancelaria prawna Allen & Overy, w 2017 r. było znacząco mniej wielkich transakcji (o wartości ponad 5 mld dolarów) i wyraźnie więcej transakcji wartych od 500 mln dolarów do jednego miliarda.

W ocenie Allen & Overy cieniem na rynek fuzji i przejęć w 2017 r. kładła się sytuacja polityczna, w tym Brexit, sytuacja w Hiszpanii związana z Katalonią, a także niepewność związana z wynikami wyborów w Niemczech, jak również napięcia na półwyspie Koreańskim i Bliskim Wschodzie.

Największą transakcją w Polsce w 2016 r. stanowił zakup za 3,25 mld dolarów Allegro przez fundusze *private equity* zarządzane przez Cinven, Permia i Mid Europa. Za kwotę 10,6 mld zł PZU i Polski Fundusz Rozwoju dokonały zakupu 32,8% akcji Banku Pekao SA. Poza Pekao, w 2016 r., w ramach repolonizacji sektora bankowego

ogłoszono i sfinalizowano warte niemal 1,5 mld zł przejęcie banku BPH przez kontrolowany przez PZU Allior Bank. W sektorze finansowym właściciele zmieniły też firmy windykacyjne GetBack (za 825 mln zł została kupiona przez fundusze *private equity* zarządzane przez Abris Capital Partners) i Kredyt Inkaso za blisko 200 mln zł przejął holenderski fundusz Waterland.

3. Rok 2015 dla rynku fuzji i przejęć był wyjątkowy w ujęciu globalnym. W Polsce 3 odnotowano wzrost wartości transakcji o 40% i liczbę transakcji o 21% w stosunku do roku poprzedniego. Pierwsze dwa kwartały zapowiadały się obiecująco, jednak w drugiej połowie nastąpiło załamanie w wyniku negatywnego nastawienia inwestorów do rynku polskiego wywołanego zawirowaniami na scenie politycznej.

W 2015 r. Polska znalazła się na pierwszym miejscu wśród państw Europy Środkowej i Wschodniej pod względem liczby przeprowadzanych transakcji fuzji i przejęć. Na drugim miejscu zestawienia znalazła się Turcja, w której przeprowadzono 240 transakcji, a na trzecim Węgry, gdzie zrealizowano 162 transakcje. W rankingu utworzonym w oparciu o wartość przeprowadzonych transakcji Polska plasuje się na drugim miejscu (z wartością transakcji wynoszącą 6,3 mld dolarów), zaraz za Turcją.

Należy podkreślić fakt, że Polska jest jednym z dwóch krajów europejskich, w którym w ciągu ostatnich pięciu lat odnotowano wzrost transakcji fuzji i przejęć. Jednoprocentowy wzrost wartości transakcji w Polsce przewyższa jedynie Słowacja, w kraju tym doszło do 1829% wzrostu.

Największe transakcje, których uczestnikami były takie podmioty, jak: PKN Orlen S.A., Bank PKO BP S.A., Grupa Azoty Tarnów czy też Alinda Capital Partners LLC, miały istotne znaczenie dla kształtu poszczególnych sektorów gospodarki. Zarówno w 2012 r., jak i w 2013 r. na rodzimym rynku fuzji i przejęć dominowały transakcje w sektorze bankowym. W roku 2013 nie odnotowano wprawdzie tak spektakularnych transakcji, jak mająca miejsce w 2011 r. sprzedaż Polkomtel S.A., jednakże na rodzimym rynku miało miejsce około 16 transakcji o wartości powyżej 200 mln zł.

Największe transakcje, takie jak sprzedaż TVN, PKP Energetyka, kopalni Bogdanka czy Alior Banku, miały istotne znaczenie dla kształtu poszczególnych sektorów gospodarki. W 2015 r. 21% transakcji miało miejsce w sektorze produkcyjnym, 18% w nieruchomościach oraz 16% w segmencie telekomunikacyjnym i IT. Na rodzimym rynku fuzji i przejęć przestały dominować transakcje w sektorze bankowym, w wyniku nowych regulacji wprowadzanych przez rząd zakładających większe opodatkowanie. Dużym zainteresowaniem cieszył się za to sektor nieruchomości komercyjnych, takich jak powierzchnie biurowe czy centra handlowe, gdzie pięć największych transakcji opiewało łącznie na kwotę ponad 200 mln euro. Do najistotniejszych można zaliczyć kupno polskich akcji TriGranit Zrt przez TPG, centrum handlowego CH Riviera przez Union Investment Real Estate GMBH, centrum handlowego Stary Browar przez Deutsche Bank AG oraz sprzedaż Echo Investment do PIMCO i Oaktree Capital Management.

W 2011 r. spółka Żabka Polska Sp. z o.o. cieszyła się bardzo dużym zainteresowaniem wśród funduszy *private equity*. Zainteresowanie to świadczy o tym, że sektor detaliczny, rynek supermarketów i mniejszych form jest bardzo interesujący dla inwestorów. Wynika to stąd, że segment handlu detalicznego jest bardzo rozdrobniony, jest na nim wielu uczestników, którzy mają stosunkowo małe sieci handlowe, i dlatego może ulec procesom dalszej konsolidacji. W 2014 r. doszło do kolejnego przejęcia

w sektorze handlu. Auchan Polska sp. z o.o. dokonał nabycia kilkudziesięciu hipermarketów sieci Real. Dużą aktywność w zakresie transakcji M&A odnotowano w środkowym segmencie rynku, będącą wypadkową zmiany pokoleniowej i decyzji nowych właścicieli przedsiębiorstw

Rok 2015 odznaczał się także dużą aktywnością polskich przedsiębiorstw za granicą, m.in. przejęcia dokonane przez Amica w Wielkiej Brytanii i Wielton we Francji.

Do wielu transakcji fuzji i przejęć może dojść na rynku usług internetowych i w segmencie telekomunikacyjnym. Stosunkowo nową branżą, którą cechuje bardzo duży potencjał wzrostu, stanowi rynek usług świadczonych przy użyciu Internetu. Sporym zainteresowaniem cieszy się również sektor ochrony zdrowia, w którym od dłuższego czasu trwa proces konsolidacyjny, a przejmowaniem poszczególnych placówek i szpitali zainteresowana jest wyspecjalizowana grupa funduszy.

4 W przeciwieństwie do 2011 r., kiedy większość transakcji pokazała, że sprzedający nie narzekali na brak ofert, teraz wydaje się, że ten trend już się odwraca. Kilka projektów, które miały się rozpocząć na przełomie roku 2011 i 2012, zostało odłożonych, gdyż sprzedający ocenili, że nie będą w stanie otrzymać odpowiednio wysokich zwrotów z inwestycji albo wzbudzić odpowiedniego zainteresowania wśród inwestorów.

Polskie spółki zrealizowały w 2017 r. 166 transakcji przejęć o wartości 4,3 mld euro.

Po raz pierwszy największym inwestorem spośród inwestorów pochodzących spoza naszego regionu stały się Chiny.

W 2017 r. w Polsce przeprowadzono 288 transakcji fuzji i przejęć o łącznej wartości 10,6 mld euro. Uwzględniając liczbę powyższych transakcji, Polska znalazła się na drugim miejscu w Europie Środkowo-Wschodniej. Został odnotowany 3-proc. wzrost liczby zawieranych fuzji i przejęć, z niewielkim (5-proc.) obniżeniem ich wartości w stosunku do rekordowego 2016 r., z wynikiem 10,6 mld euro, czyli znacznie więcej niż w okresie 2014–2015.

Najbardziej spektakularną transakcją w 2017 r. w Polsce była transakcja przejęcia przez fundusz CVC Capital Partners krajowej sieci handlowej Żabka. Kontrakt ten stanowił kolejny „deal” (po przejęciu PKP Energetyka w 2015 r.) tego funduszu w kraju. Transakcja przejęcia sieci handlowej Żabka była największą transakcją w całej historii rynku detalicznego w Polsce – jak wynika z komunikatu CMS.

Największe zmiany właścicielskie zostały odnotowane wśród podmiotów z branży Media/IT/Telecom – 18% oraz FMCG – 13%. Kupującymi były Fundusze Private Equity/Venture Capital – 17%, firmy z branży Media/IT/Telecom – 13% oraz firmy z branży FMCG – 9%. W 2017 r. sprzedającymi w 50% byli inwestorzy prywatni, drugą część sprzedających stanowiły Fundusze Private Equity/Venture Capital – 13%.

Większość transakcji w całym 2017 r. stanowiły transakcje między polskimi podmiotami. Inwestorzy zagraniczni z Europy stanowili około 27% kupujących. Wystąpiły nabycia przez azjatyckich inwestorów, tajlandzki koncern Charoen Pokphand Foods (CPF) zakupił akcje Grupy Superdrób. Chińczycy nabyli w Polsce udziały w Animex, Agri Plus i Agri Plus Feed.

Wpływ na liczbę i wartość transakcji M&A może mieć kryzys w strefie euro, chociaż wiele firm i funduszy nadal jest w dobrej sytuacji finansowej i teoretycznie może

inwestować. Istotne ograniczenie stanowi dostępność kredytu akwizycyjnego, która jest pochodną kłopotów banków w strefie euro. Coraz większe ograniczenia regulacyjne, na jakie napotykać banki, powodują, że są one coraz mniej skłonne do pożyczania pieniędzy na nabycia spółek i akwizycje.

Zdobywanie kapitału przez giełdę może być utrudnione ze względu na ogólną niepewność oraz niskie wyceny, które spowodowały zawieszenie lub wstrzymanie wielu IPO (*initial public offering* – pierwsza oferta publiczna).

Tabela 2 zawiera informacje dotyczące realizowanych transakcji przejęć w Polsce.

Tab. 2. Ranking największych transakcji fuzji i przejęć w Polsce w 2017 r.

Lp.	Cel	Sprzedający	Przejmujący	Data podpisania	Wartość transakcji (mln zł)	Pakiet (%)
1.	Uniwheels AG	Ralf Schmid i inwestorzy giełdowi	Superior Industries	maj 2017	2700	93,2
2.	Aktywa EDF w Polsce	Grupa EDF	PGE SA	maj 2017	2450	100,0
3.	Żabka Polska SA	Mid Europa Partners	CVC Capital Partners	luty 2017	2000–2400	100,0
4.	Synthos SA	Inwestorzy giełdowi	Michał Solowow	październik 2017	2051	31,4
5.	Engie Energie Polska SA	Engie International Holdings B.V.	Enea SA	grudzień 2016	1264	100,0
6.	JDR Cable Systems	Vision Capital	Tele-Fonika Kable SA	lipiec 2017	732	100,0
7.	Netia SA	Zbigniew Jakubas	Cyfrowy Polsat SA	grudzień 2017	639	32,0
8.	Griffin Premium RE	Inwestorzy giełdowi	Globalworth Asset Managers	październik 2017	616	71,7
9.	Pioneer PIM	Pioneer Global Asset Management	Pekao SA	czerwiec 2017	578	51,0
10.	Pelion SA	Inwestorzy giełdowi	Jacek Szwaicowski/ Zbigniew Molenda	marzec 2017	410	62,3

Źródło: Forbes, 12.2.2018 r., <https://www.forbes.pl/rankingi/ranking-najwieksze-fuzje-i-przejecia-2017/kqpfm6x> (dostęp: 27.11.2018 r.).

## II. Proces przejęcia przedsiębiorstwa

### A. Formy przejęcia

1. Przejęcie przedsiębiorstwa może przybierać różne formy. Opisany niżej proces 5 przejęcia znajduje zastosowanie w przypadku każdej formy transakcji, w której kontrola nad przedsiębiorstwem przechodzi od jednej osoby czy grupy osób (fizycznych lub prawnych) do innej. Pokazano w nim najbardziej typowe formy przejęć i podano ich krótką charakterystykę. Za punkt wyjścia przyjęto **dwie główne formy przejęć**:

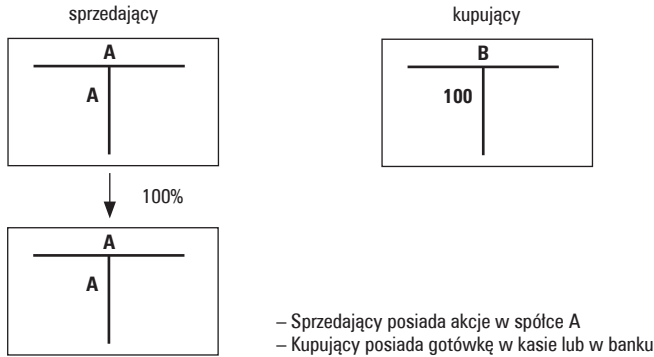
- 1) przez kupno akcji lub udziałów lub
- 2) bezpośrednio przez kupno składników majątkowych.

Najistotniejsza różnica między tymi dwoma formami polega na tym, że przy bezpośrednim kupnie składników majątkowych nie występuje ryzyko przejęcia nieznanymi zobowiązań. Decyzja o przejęciu przedsiębiorstwa przez kupno akcji lub udziałów – w obliczu tego ryzyka – może być motywowana wymogami prywatyzacji, ograniczeniem kosztów transakcji lub przepisami. Inne różnice mogą wystąpić przy sposobie finansowania i przy podatkowym rozliczeniu tej samej transakcji.

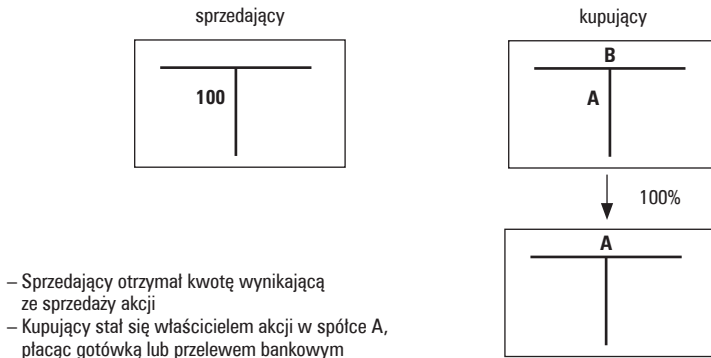
## B. Kupno akcji lub udziałów

- 6 1. Przejęcie przedsiębiorstwa przez kupno akcji lub udziałów przedstawia rysunek 1.

### PRZENIESIENIE WŁASNOŚCI AKCJI LUB UDZIAŁÓW PRZED...



### PRZENIESIENIE WŁASNOŚCI AKCJI LUB UDZIAŁÓW PO...



Rys. 1. Przejęcie przez kupno akcji lub udziałów

Źródło: opracowanie własne.

### 1. Ograniczenia w przeniesieniu własności

- 7 1. Specjalne formy i ograniczenia w przeniesieniu własności akcji lub udziałów występujące w Polsce dotyczą przede wszystkim transakcji prywatyzacji pośredniej, dużych pakietów akcji w obrocie publicznym, spółek o znaczeniu strategicznym i spółek z koncesjonowaną działalnością. Oprócz ograniczeń dotyczących pewnych **typów transakcji** istnieją również ograniczenia dotyczące pewnego typu inwestorów, mianowicie **inwestorów zagranicznych**.

Inwestorzy zagraniczni mogą prowadzić działalność gospodarczą w Polsce tylko w ramach spółki akcyjnej lub spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Ponadto, gdy



w skład majątku przejmowanego przedsiębiorstwa wchodzi grunty, przejęcie własności przez osoby zagraniczne wymaga specjalnego zezwolenia.

## 2. Spółki w obrocie publicznym

1. Podstawowym aktem prawnym ograniczającym transakcje znacznymi pakietami akcji do 24.10.2005 r. było PrPapW, które zostało zastąpione nowymi aktami prawnymi: **8**

- 1) ObrInstrFinU;
- 2) OfertaPublU;
- 3) RynekKapNadzórU;
- 4) NadzRynFinU.

Wcześniej sytuacja była mniej skomplikowana niż obecnie, gdyż na podstawie art. 149 PrPapW inwestorzy zamierzający nabyć akcje spółki publicznej lub wystawione w związku z tymi akcjami kwity depozytowe, w liczbie powodującej osiągnięcie lub przekroczenie odpowiednio progów 25%, 33% lub 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, zobowiązani byli uzyskać zgodę Komisji Papierów Wartościowych (KPW). Na mocy art. 151 PrPapW w przypadku uzyskania zgody potencjalny inwestor mógł dokonać zakupu wyłącznie w drodze publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji. Ponadto inwestor, który osiągnął ponad 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, miał obowiązek ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę pozostałych akcji. Ograniczenia dotyczyły również ceny proponowanej w wezwaniu, która nie mogła być niższa od średniej ceny rynkowej z ostatnich sześciu miesięcy przed ogłoszeniem wezwania – wytyczne powyższe zostały ustalone w art. 154–155 PrPapW.

2. Podstawowym aktem prawnym ograniczającym transakcje znacznymi pakietami akcji jest OfertaPublU. Obecnie, zgodnie z art. 69 OfertaPublU, kto: **9**

- 1) osiągnął lub przekroczył 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej albo
- 2) posiadał co najmniej 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 50% albo 75% ogólnej liczby głosów w tej spółce, a w wyniku zmniejszenia tego udziału osiągnął odpowiednio 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50%, 75% albo 90% lub mniej ogólnej liczby głosów,

jest obowiązany zawiadomić o tym Komisję oraz spółkę, nie później niż w terminie 4 dni roboczych od dnia zmiany udziału w ogólnej liczbie głosów albo od dnia, w którym dowiedział się o takiej zmianie lub przy zachowaniu należytej staranności mógł się o niej dowiedzieć, a w przypadku zmiany wynikającej z nabycia lub zbycia akcji spółki publicznej w transakcji zawartej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu – nie później niż w terminie 6 dni sesyjnych od dnia zawarcia transakcji.

Obowiązek zawiadomienia, o którym mowa wyżej, powstaje również w przypadku:

- 1) zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 10% ogólnej liczby głosów o co najmniej:
  - a) 2% ogólnej liczby głosów – w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań,
  - b) 5% ogólnej liczby głosów – w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na innym rynku regulowanym niż określony pod lit. a lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu;

2) zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 33% ogólnej liczby głosów o co najmniej 1% ogólnej liczby głosów.

Zgodnie z przepisami art. 69 ust. 3 OfertaPublU obowiązek zawiadomienia nie powstaje w przypadku, gdy po rozrachunku w depozycie papierów wartościowych kilku transakcji zawartych na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu w tym samym dniu zmiana udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej na koniec dnia rozliczenia nie powoduje osiągnięcia lub przekroczenia progu ogólnej liczby głosów, z którym wiąże się powstanie tych obowiązków.

**10** 3. Wymagane zawiadomienie musi zawierać informacje o:

- 1) dacie oraz rodzaju zdarzenia powodującego zmianę udziału, której dotyczy zawiadomienie;
- 2) liczbie akcji posiadanych przed zmianą udziału i ich procentowym udziale w kapitale zakładowym spółki oraz o liczbie głosów z tych akcji i ich procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów;
- 3) liczbie aktualnie posiadanych akcji i ich procentowym udziale w kapitale zakładowym spółki oraz o liczbie głosów z tych akcji i ich procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów;
- 4) podmiotach zależnych od akcjonariusza dokonującego zawiadomienia, posiadających akcje spółki;
- 5) osobach, o których mowa w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. c OfertaPublU;
- 6) liczbie głosów z akcji, obliczonej w sposób określony w art. 69b ust. 2 OfertaPublU, do których nabycia jest uprawniony lub zobowiązany jako posiadacz instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69b ust. 1 pkt 1 OfertaPublU, oraz instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69b ust. 1 pkt 2 OfertaPublU, które nie są wykonywane wyłącznie przez rozliczenie pieniężne, rodzaju lub nazwie tych instrumentów finansowych, dacie ich wygaśnięcia oraz dacie lub terminie, w którym nastąpi lub może nastąpić nabycie akcji;
- 7) liczbie głosów z akcji, obliczonej w sposób określony w art. 69b ust. 3 OfertaPublU, do których w sposób pośredni lub bezpośredni odnoszą się instrumenty finansowe, o których mowa w art. 69b ust. 1 pkt 2 OfertaPublU, rodzaju lub nazwie tych instrumentów finansowych oraz dacie wygaśnięcia tych instrumentów finansowych;
- 8) łącznej sumie liczby głosów wskazanych na podstawie pkt 2, 7 i 8 i jej procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów.

**11** 4. Specjalne obowiązki zostały również nałożone na akcjonariusza, który przekroczył próg 33% ogólnej liczby głosów w wyniku pośredniego nabycia akcji, objęcia akcji nowej emisji, nabycia akcji w wyniku oferty publicznej lub w ramach wnoszenia ich do spółki jako wkładu niepieniężnego, połączenia lub podziału spółki, w wyniku zmiany statutu spółki, wygaśnięcia uprzywilejowania akcji lub zajścia innego niż czynność prawna zdarzenia prawnego. W takim przypadku akcjonariusz lub podmiot, który pośrednio nabył akcje, jest obowiązany, w terminie trzech miesięcy od przekroczenia 33% ogólnej liczby głosów, do:

- 1) ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie powodującej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów albo
- 2) zbycia akcji w liczbie powodującej osiągnięcie nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów,

chyba że w tym terminie udział akcjonariusza lub podmiotu, który pośrednio nabył akcje, w ogólnej liczbie głosów ulegnie zmniejszeniu do nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów, odpowiednio w wyniku podwyższenia kapitału zakładowego, zmiany statutu spółki lub wygaśnięcia uprzywilejowania jego akcji.

Podobne wymogi zostały nałożone na akcjonariusza lub podmiot, który pośrednio nabył akcje, który przekroczył 66% ogólnej liczby akcji w wyniku nabycia akcji, objęcia akcji nowej emisji, nabycia akcji w wyniku oferty publicznej lub w ramach wnoszenia ich do spółki jako wkładu niepieniężnego, połączenia lub podziału spółki, w wyniku zmiany statutu spółki, wygaśnięcia uprzywilejowania akcji lub zajścia innego niż czynność prawna zdarzenia prawnego.

### C. Przejęcie składników majątku

1. Wielu problemów można uniknąć, gdy kupno przedsiębiorstwa ogranicza się tylko do przejęcia określonych składników majątkowych i zobowiązań, według ustaleń między kupującym a sprzedającym. Transakcję tego typu przedstawia rysunek 2. 12

2. Przedsiębiorstwo w znaczeniu określonym w art. 55<sup>1</sup> KC jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. 13

Przedsiębiorstwo według Kodeksu cywilnego jest rozumiane w sensie przedmiotowym, jako zorganizowana masa majątkowa, spełniająca konkretne komercyjne zadanie, np. produkcja i sprzedaż butów.

Przy prywatyzacji, obecnie komercjalizacji, tego typu występuje wiele ustawowych ograniczeń. Komercjalizacja, zgodnie z art. 3 ust. 1 PrywPPU, jest dokonywana przez organ założycielski. Mogą jej podlegać przedsiębiorstwa państwowe, z wyjątkiem przedsiębiorstw:

- 1) postawionych w stan likwidacji;
- 2) postawionych w stan upadłości;
- 3) wykonujących prawomocną decyzję o podziale lub łączeniu przedsiębiorstwa państwowego;
- 4) w stosunku do których toczy się postępowanie restrukturyzacyjne – do chwili uprawnocnienia się układu;
- 5) w stosunku do których toczy się bankowe postępowanie ugodowe – do chwili uprawnocnienia się umowy;
- 6) działających na podstawie ustaw innych niż PrzedPaństwU, chyba że przedsiębiorstwa te podlegają komercjalizacji w drodze odrębnych ustaw;
- 7) wykonujących w dniu 1.1.2006 r. działalność gospodarczą w zakresie międzynarodowego transportu morskiego.

Ustawa z 16.12.2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym (tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 1182 ze zm.) określiła zasady zarządzania mieniem państwowym w spółkach Skarbu Państwa. Państwową osobą prawną jest jednostka organizacyjna posiadająca osobowość prawną, utworzona w drodze ustawy lub na podstawie ustawy w celu realizacji zadań publicznych. Zgodnie art. 5 ust. 1 ZasZarzMieniemPU organy administracji publicznej oraz kierownicy jednostek gospodarują nabytym lub powierzonym tym organom lub jednostkom mieniem Skarbu Państwa oraz mogą zbywać jego składniki. Zarządzanie mieniem państwowym obejmuje zapewnienie jego bez-