

Fuzje i przejęcia spółek kapitałowych. Zagadnienia rachunkowe i podatkowe

Wydanie 6.

Przejdź do produktu na ksiegarnia.beck.pl

Rozdział 1. Zagadnienia wstępne

Spis treści

	Nb
I. Uwagi wstępne	1–7
II. Proces przejęcia przedsiębiorstwa	8–24
A. Formy przejęcia	8
B. Kupno akcji lub udziałów	9–14
1. Ograniczenia w przeniesieniu własności	10
2. Spółki w obrocie publicznym	11–14
C. Przejęcie składników majątku	15–16
D. Fuzja (połączenie) przedsiębiorstw	17–19
1. Połączenie przez przejęcie (inkorporację)	18
2. Połączenie przez zawiązanie nowej spółki	19
E. Przejęcie w zamian za akcje	20
F. Wykup menedżerski i wykup pracowniczy	21
G. Przejęcia z udziałem spółki akwizycyjnej	22–24
III. Typowe motywy nabywcy przedsiębiorstwa	25–44
A. Motywy związane z efektami synergii	26–27
B. Motywy związane z efektem finansowym	28–44
1. Zmiana w pozycji rynkowej przez przejęcie konkurenta	33
2. Dywersyfikacja produktowa lub rynkowa	34
3. Zabezpieczenie źródeł dostaw	35
4. Zapewnienie kanałów dystrybucji	36
5. Ekonomia skali	37
6. Wejście w posiadanie licencji, umów agencyjnych itp.	38
7. Optymalizacja podatkowa	39
8. Ekspansja przez przejmowanie przedsiębiorstw	40
9. Zrealizowanie nadwyżki finansowej	41
10. Lokata kapitału	42–44
IV. Motywy przy sprzedaży spółek kapitałowych	45–51
A. Koncentracja na zasadniczej działalności	46
B. Finansowanie innych części przedsiębiorstwa	47
C. Wycofanie z aktywnej działalności	48
D. Nieporozumienia wśród udziałowców	49
E. Oportunizm	50
F. Prywatyzacja	51
V. Tryb nabycia przedsiębiorstwa	52–161
A. Rola doradcy finansowego	53
B. Ustalenie strategii rozwoju	54–61
C. Zidentyfikowanie przedmiotu nabycia	62–65
D. Nawiązanie kontaktu z potencjalnym sprzedawcą lub partnerem fuzji	66–75
1. Forma zgłoszenia zainteresowania	67
2. Reprezentacja zgłaszającego	68
3. Do kogo powinno być skierowane zgłoszenie zainteresowania?	69
4. Kiedy zainteresowanie powinno być zgłoszone?	70

5. Wizyta w przedsiębiorstwie	71
6. Ustalenia wynikające z fazy kontaktu	72–75
E. Zakres i tryb analizy <i>due diligence</i>	76–119
1. Istota <i>due diligence</i>	76–78
2. Obszary badania <i>due diligence</i> . Informacje wstępne	79
3. Przegląd historycznej strategii rozwoju działalności	80–82
4. Ogólny przegląd obecnej kondycji przedsiębiorstwa	83–87
5. Rachunkowość i systemy obiegu informacji	88–93
6. Sprzedaż	94–101
7. Zakupy, zaopatrzenie i transport	102–104
8. Zarządzanie aktywami/majątkiem	105–114
9. Zarządzanie ryzykiem	115
10. Prognozy finansowe	116
11. Przegląd podatkowy	117–118
12. Stan prawny	119
F. Wycena wartości spółki	120–131
1. Wartość księgową	121
2. Wartość aktywów netto	122
3. Wartość z likwidacji	123
4. Wartość rynkowa	124–125
5. Skapitalizowane przyszłe zyski	126
6. Metoda zdyskontowanych przepływów gotówkowych (DCF)	127–131
G. Warunki przejęcia	132–150
H. Przejęcie spółki nabytej	151–155
I. Integracja działalności i struktury spółki nabytej z organizacją nabywcą	156–161
VI. Wrogi przejęcia	162–173
VII. Finansowanie środkami przejętego przedsiębiorstwa	174–176

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 pograżenie 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.

3. Na kształtowanie się fuzji i przejęć ogromny wpływ wywarła i nadal będzie wywierać pandemia COVID-19, która w latach 2019–2020 wpłynęła na znaczące ograniczenie liczby przeprowadzanych transakcji, a także na zawieranie transakcji M&A po okresie covidowym, które, odzwierciedlając nowe priorytety świata pokryzysowego, również ulegnie istotnym zmianom.

Przewiduje się, że ożywienie po zakończeniu pandemii koronawirusa spowoduje, że wiele branż wykorzysta fuzje i przejęcia w celu przyspieszenia rozwoju.

Nowa rzeczywistość w powiązaniu z fundamentalnie zmienionymi gospodarkami i społeczeństwami spowoduje, że istotnej zmianie ulegnie również otoczenie zawierania transakcji. Poza tradycyjnymi fuzjami i przejęciami firmy będą poszukiwały szerokiej gamy strategii rozwoju nieorganicznego, takich jak partnerstwo, współinwestycje z funduszami *private equity*, inwestycje w przełomowe technologie, jak również międzysektorowe sojusze ze specjalistami oraz partnerstwa z rządami.

Można oczekiwać, że w celu ochrony istniejącego rynku, przyspieszenia ożywienia czy też chęci zdobycia pozycji lidera na rynku firmy będą realizować kombinacje defensywnych i ofensywnych strategii fuzji i przejęć.

W 2021 r. rynek fuzji i przejęć charakteryzuje się bardzo dużym wzrostem. Niewykorzystany potencjał z lat 2018–2020 w zestawieniu z bardzo niskimi stopami procen-

towymi oraz niepewnością towarzyszącą wzrostowi gospodarczemu skutkującą poszukiwaniem innego modelu wzrostu aniżeli tzw. wzrost organiczny. Jeden z nich stanowią fuzje i przejęcia, którym dodatkowo sprzyja nadmiar gotówki zgromadzonej przez inwestorów poszukujących przejęć w obszarach zapewniających dalszy wzrost w miejscach skupu akcji własnych czy wypłaty dywidendy.

Światowy rynek fuzji i przejęć w sierpniu 2021 r. przekroczył wyniki za cały 2020 r. Według danych Dealogic wartość ogłoszonych M&A wyniosła ponad 3,64 bln dolarów (wzrost o 130% w porównaniu z tym samym okresem 2020 r.). W całym 2020 r. osiągnęła 3,54 bln dolarów.

Do połowy sierpnia 2021 r. połowa wartości ogłoszonych M&A przypadała na Stany Zjednoczone (1,82 bln dolarów). W Europie ogłoszono transakcje warte 778 mld dolarów, a w Azji (z wyłączeniem Japonii) – 564 mld dolarów. Do silnego ożywienia rynku M&A doszło w Australii i Oceanii. Wartość transakcji ogłoszonych do połowy sierpnia sięgnęła blisko 137 mld dolarów, z czego 27,8 mld dolarów przypadało na przejęcie fitechu Afterpay przez amerykańską firmę Square. To największa tego typu transakcja w historii Australii.

Według Dealogic pierwsze półrocze 2021 r. na rynku M&A było najlepsze w historii pod względem wartości ogłoszonych transakcji. Analitycy firmy zwracają uwagę na bardzo dużą aktywność funduszy *private equity* i coraz wyższą wartość zawieranych przez nie transakcji. Według Bain & Company, firmy doradztwa strategicznego, w pierwszym półroczu fundusze *private equity* wydały na przejęcia ponad 539 mld dolarów, czyli niewiele mniej niż w 2019 r. oraz w 2020 r. Mimo olbrzymich inwestycji funduszom pozostało 3,3 bln dolarów wolnych środków – o około 400 mld dolarów więcej niż na koniec 2020 r.

Na początku czerwca konsorcjum funduszy zarządzanych przez Blackstone Group, The Carlyle Group, Hellman & Friedman oraz singapurski rządowy fundusz inwestycyjny GIC Pte ogłosiło największy od ponad dekady wykup lewarowany (LBO). Transakcja dotyczy Medline Industries, firmy z sektora zaopatrzenia medycznego, i ma wartość 30 mld dolarów, a gdy uwzględni się zadłużenie przejmowanej spółki – 34 mld dolarów.

Jak ocenił dziennik Wall Street Journal, ta transakcja pokazała, że firmy *private equity* szukają sposobu na zainwestowanie posiadanych nadwyżek gotówki, a wraz z osłabieniem pandemii rośnie ich apetyt na megatransakcje, których branża inwestycyjna zazwyczaj unikała. Pośrednio potwierdzają to wyliczenia Bain & Company. W pierwszej połowie roku wartość transakcji przejęć z udziałem funduszy *private equity* wynosiła 1,1 mld dolarów i była o 48% wyższa niż rok wcześniej.

4 4. Na rynku fuzji i przejęć istotną rolę zaczynają odgrywać Special Purpose Acquisition Company (SPAC).

Według danych firmy Refinitiv do połowy sierpnia ogłosiły transakcje warte 495 mld dolarów. Biorąc pod uwagę, że SPAC dają sobie do 24 miesięcy na zainwestowanie zebranych w IPO (*initial public offering* – pierwsza oferta publiczna) pieniędzy, można oczekiwać jeszcze kilku kwartałów ich dużej aktywności na rynkach M&A.

Z szacunków przeprowadzonych przez firmę KPMG wynika, że większość globalnych fuzji i przejęć występuje w USA, ale również aktywnie transakcje te występują w Europie, gdzie odnotowano około 50-proc. wzrost w 2021 r. w stosunku do 2020 r., oraz w Azji, gdzie wzrost ten wynosi około 20%.

Rok 2020 był rokiem, który pokazał, że aktywność w zakresie fuzji i przejęć jest bardzo odporna na prawie wszystkie problemy gospodarcze, natomiast 2021 r. dowodzi, że po wyjściu z tych problemów aktywność w tym zakresie wzrosła do nowych poziomów.

Tab. 1. Największe transakcje M&A planowane bądź w trakcie realizacji w 2021 r.

1.	30 mld dolarów – przejęcie KCS przez Canadian National Railway
2.	26 mld dolarów – przejęcie Shaw Communication przez Rogers Communication
3.	22 mld dolarów – przejęcie Deutsche Wohnen przez Vonovia
4.	20 mld dolarów – przejęcie Nuance Corporation przez Microsoft
5.	17,4 mld dolarów – przejęcie PPD przez Thermo Fisher Scientific Inc.
6.	8 mld dolarów – przejęcie William Grace przez Humana
7.	8 mld dolarów – przejęcie MGM Studios przez Amazon

Źródło: <https://dealroom.net/blog/notable-mergers-and-acquisitions-deals> (dostęp: 3.11.2021 r.).

Planowane przejęcie KCS przez Canadian National Railway uzależnione jest od decyzji urzędu antymonopolowego i jeżeli urząd ten uzna, że transakcja działa na niekorzyść konkurentów w USA, może nie dojść do skutku. Połączone przedsiębiorstwo stanowiłoby zintegrowaną firmę logistyczną obejmującą Kanadę, USA oraz Meksyk.

Planowane przejęcie Shaw Communication przez Rogers Communication za 26 mld dolarów również jest uzależnione od decyzji regulatorów. Największą planowaną transakcją w Europie jest przejęcie Deutsche Wohnen przez Vonovię za 22 mld dolarów. Po połączeniu nowa firma kontrolowałaby ponad 500 000 nieruchomości. Losy tej transakcji również są uzależnione od decyzji urzędu antymonopolowego (tym razem niemieckiego).

Wprowadzana przez firmę Microsoft Cloud for Healthcare branżowa strategia chmurowa do sektora opieki zdrowotnej skutkuje przejęciem spółki Nuance Corporation za 20 mld dolarów, która posiada rozwiązania informatyczne używane przez ponad 55% lekarzy i 75% radiologów w USA.

Przejęcie firmy PPD, będącej liderem w dziedzinie usług badań klinicznych, za cenę 17,4 mld dolarów przez Thermo Fisher Scientific Inc. (lider w dziedzinie oprzyrządowania naukowego, odczynników i materiałów) ma wygenerować synergii wartości około 125 mln dolarów oraz pozwolić na rozszerzenie oferowanego klientom zakresu usług.

Z badań przeprowadzonych przez KPMG wynika, że globalna wartość fuzji i przejęć wynosiła:

- 3,12 bln dolarów w 2018 r.,
- 2,85 bln dolarów w 2019 r.,
- 2,29 bln dolarów w 2020 r.,
- 4,4 bln dolarów do września 2021 r. (Parkiet 13.10.2021 r.).

5. Również aktywność polskiego rynku M&A jest wyższa niż w ubiegłym roku. Największa ogłoszona w 2021 r. transakcja to przejęcie przez niemiecką grupę finansową Alianz polskich spółek jej brytyjskiego konkurenta – Avivy. Transakcja miała wartość 2,5 mld euro, czyli około 11,6 mld zł. Z kolei przejęcie przez hiszpańską grupę Cellnex spółki Polkomtel Infrastruktura, kontrolowanej przez grupę Polsat Plus, było warte 7,1 mld zł. Pod koniec lipca 2021 r. ujawniono, że grupa telekomunikacyj-

na Iliad, właściciel polskiej sieci komórkowej Play, złożyła wartość 7,3 mld zł niewiążącą ofertę kupna UPC Polska od Liberty Global. Wartość tych trzech transakcji to równo połowa wszystkich M&A ogłoszonych w Polsce w 2020 r.

Z kolei transakcja przejęcia przez austriacki Mayr-Melnhof fabryki papieru w Kwidzynie, należącej do International Paper, była warta 670 mln euro (3 mld zł). Poza dwiema wspomnianymi powyżej telekomunikacyjnymi transakcjami ogłoszono jeszcze jedną znaczącą – przejęcie za niemal 1,4 mld zł przez APG, holenderską firmę zarządzającą funduszami emerytalnymi, 50% udziałów Światłowód Inwestycje.

W 2020 r. odbyło się 229 transakcji na polskim rynku fuzji i przejęć. To o 50 więcej niż w 2019 r.

Ze względu na postępującą cyfryzację niemal w każdym sektorze, a co za tym idzie – konieczność inwestowania w rozwiązania e-commerce czy big data oraz rozrywkę, największym zainteresowaniem cieszyły się firmy oferujące usługi informatyczne i mediowe. Sektory te, ze względu na pandemię, przechodzą wyjątkowo dynamiczny rozwój. Największą transakcją w tym obszarze działalności stanowiło przejęcie jednego z wiodących polskich operatorów telefonii komórkowej, notowanej na warszawskiej giełdzie spółki Play Communication przez lidera rynku francuskiego, operatora sieci Free Moblie, Iliad SA.

Największe transakcje przeprowadzone w 2020 r. dotyczą podmiotów charakteryzujących się możliwością generowania stabilnych przepływów pieniężnych. Zaliczyć do nich można przejęcie Play, sprzedaż ubezpieczeniowych aktywów AXA czy też połączenie Vectry i Multimediów.

Tab. 2. Największe transakcje na polskim rynku fuzji i przejęć w 2020 r.

Lp.	Przedmiot transakcji	Kupujący	Sprzedający	Wartość w mln PLN
1.	Play	Iliad	Thor Björgólfsson, Panos Germanos, inwestorzy giełdowi	9 914
2.	AXA	UNIQA	AXA Group	3 100
3.	Multimedia	Vectra	Tomasz Ulatowski i Ygal Orzechow	2 700
4.	Polskie ePłatności	Nets	Innova Capital, OPTTeam	1 830
5.	Polenergia	Dominika Kulczyk, Brookfield Renewable	Inwestorzy giełdowi	1 032
6.	Tesco	Netto	Tesco plc	900
7.	ATM	Global Compute Infrastructure	MCI i akcjonariusze	708
8.	Danwood	GS Engineering & Construction	Enterprise Investors	602

Źródło: *Forbes* 28.1.2021 r.

Wykorzystywanym sposobem na przeprowadzanie transakcji jest najpierw podział biznesu, a następnie poszukiwanie inwestorów. Przykład takiej transakcji stanowi Orbis, którego właściciel, francuska firma Accor, najpierw przeprowadził podział biznesu na hotelowe nieruchomości oraz zarządzanie marką i obsługą klientów. Hotelowe nieruchomości zostały nabyte przez fundusze za cenę około 5,3 mld zł, a biznes w postaci zarządzania marką i obsługą gości został nabyty przez podmiot z grupy Accor.

Beneficjentami pandemii stały się biznesy reprezentujące nowe technologie czy nowe modele biznesowe, za które inwestorzy są skłonni zapłacić duże pieniądze. Przykładem może tu być przejęcie spółki e-Płatności za kwotę około 1,83 mln zł, która nabyta została przez duńską firmę Nets.

Do biznesów przejmowanych w celu budowy pozycji rynkowej można zaliczyć przejęcie AXA przez UNIQA, za kwotę około 3,1 mld zł, co spowodowało, że UNIQA stanie się piątym zakładem na rynku ubezpieczeń w Europie Środkowej i Wschodniej.

Tab. 3. Największe transakcje fuzji i przejęć w Polsce przeprowadzone w 2019 r.

	Przejmujący	Przejmowany	Wartość transakcji – mln zł	Pakiet w %
1.	Accor Invest	Orbis	5 298	100
2.	Polski Fundusz Rozwoju, PSA International, IFM Investors	DCT	5 000	100
3.	Orlen	Energa	2 898	100
4.	Accor	Orbis (usługi zarządzania hotelami)	1 218	100
5.	Griffin oraz PIMCO	Polcom	1 200	70
6.	Cyfrowy Polsat	Asseco	1 184	22
7.	Wing	Echo Investment	1 062	56
8.	Granges	Impexmetal	938	100
9.	Strategic Value Partners	Pfleiderer	583	29,5
10.	TAG Immobilien	Vantage Development	566	100

Źródło: *Forbes* 30.1.2020 r.

Tab. 4. Największe transakcje przejęć realizowane przez polskie firmy za granicą w 2019 r.

	Przejmujący	Przejmowany	Wartość transakcji – mln zł	Kraj	Branża
1.	CCC	Hamm-Reno Group	112	Niemcy	Obuwie
2.	Śnieżka	Poli Farbe	108	Węgry	Farby
3.	Grupa Nowy Styl	Majenica	86	Francja	Meble
4.	Amica	Fagor	Brak danych	Hiszpania	AGD

Źródło: *Forbes* 30.1.2020 r.

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 drogiej. Wartość pierwszych publicznych ofert wzrosła natomiast aż o 45%.

Jak podaje specjalizująca się w zbieraniu danych o rynkach finansowych firma Dealogic, w 2017 r. w Europie Środkowej i Wschodniej zarówno wartość, jak i liczba transakcji spadła w stosunku do 2016 r., natomiast w całej Europie wzrosła o 6%. W tym roku ogłoszono 474 transakcje o łącznej wartości 25,5 mld euro, co stanowi około 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*

vate equity zarządzane przez CVC Capital Partners sieci handlowej Żabka oraz wartość ponad 1 mld euro przejęcie aktywów EDF przez Polską Grupę Energetyczną.

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 o wartości 11,2 mld euro.

Według Dealogic 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 około 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 wartość 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.

6. Rok 2015 dla rynku fuzji i przejęć był wyjątkowy w ujęciu globalnym. W Polsce 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 na podstawie wartości 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 latach 2010–2015 odnotowano wzrost transakcji fuzji i przejęć. Jednoprocentowy wzrost wartości transakcji w Polsce przewyższała 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. W wyniku nowych regulacji wprowadzanych przez rząd zakładających większe opodatkowanie na rodzimym rynku fuzji i przejęć przestały dominować transakcje w sektorze bankowym. 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. wśród funduszy *private equity* bardzo dużym zainteresowaniem cieszyła się spółka Żabka Polska Sp. z o.o. 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 branżę, 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.

7. 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 napotykają 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.

II. Proces przejęcia przedsiębiorstwa

A. Formy przejęcia

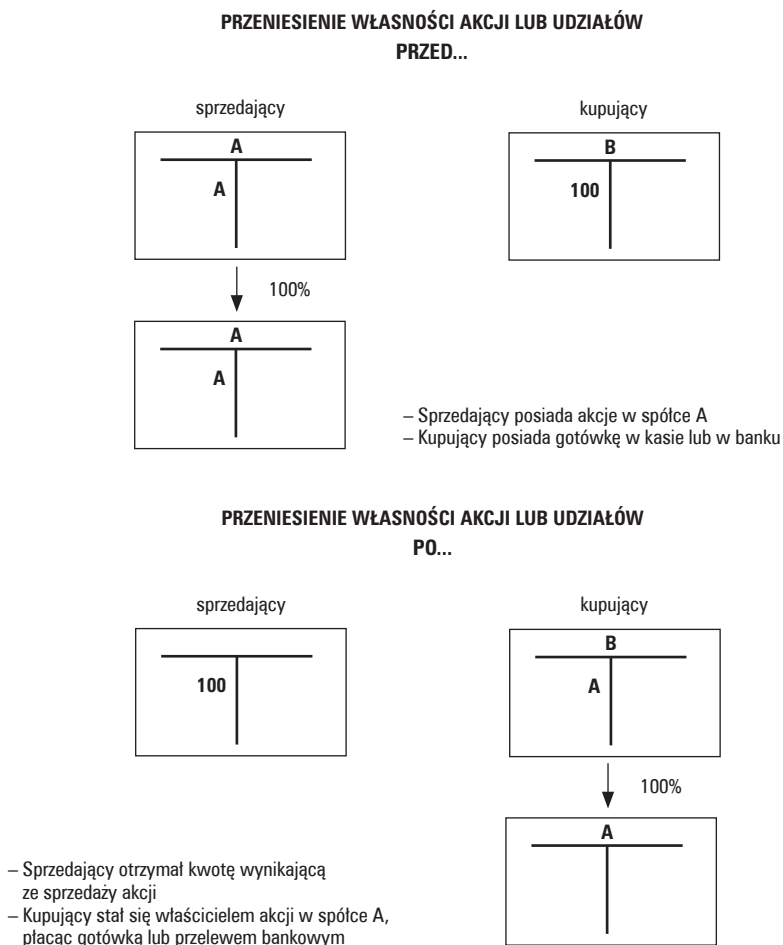
- 8 1. Przejęcie przedsiębiorstwa może przybierać różne formy. Opisany niżej proces przejęcia znajduje zastosowanie w przypadku każdej formy transakcji, w której kontrola nad przedsiębiorstwem przechodzi od jednej osoby czy grupy osób (fizycznych lub prawnych) do innej. Pokazano w nim najbardziej typowe 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 nieznanych 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

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



Rys. 1. Przejęcie przez kupno akcji lub udziałów

Źródło: opracowanie własne.

1. Ograniczenia w przeniesieniu własności

- 10** 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

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

- 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 6 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania – wytyczne powyższe zostały ustalone w art. 154–155 PrPapW.

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

- 1) osiągnął lub przekroczył 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33⅓%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej albo
- 2) posiadał co najmniej 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33⅓%, 50%, 75% lub 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, a w wyniku zmniejszenia tego udziału osiągnął odpowiednio 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33⅓%, 50%, 75% albo 90% lub mniej ogólnej liczby głosów,

jest obowiązany niezwłocznie zawiadomić o tym Komisję oraz spółkę, nie później niż w terminie 4 dni roboczych od dnia, w którym dowiedział się o zmianie udziału w ogólnej liczbie głosów lub przy zachowaniu należytej staranności mógł się o niej dowiedzieć, a w przypadku zmiany wynikającej z nabycia lub zbycia akcji spółki pu-

blicznej 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 OfertaPubIU 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.

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 OfertaPubIU;
- 6) liczbie głosów z akcji, obliczonej w sposób określony w art. 69b ust. 2 OfertaPubIU, do których nabycia jest uprawniony lub zobowiązany jako posiadacz instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69b ust. 1 pkt 1 OfertaPubIU, oraz instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69b ust. 1 pkt 2 OfertaPubIU, 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 nastąpi nabycie akcji;
- 7) liczbie głosów z akcji, obliczonej w sposób określony w art. 69b ust. 3 OfertaPubIU, do których w sposób pośredni lub bezpośredni odnoszą się instrumenty finansowe, o których mowa w art. 69b ust. 1 pkt 2 OfertaPubIU, rodzaju lub nazwie tych instrumentów finansowych oraz dacie wygaśnięcia tych instrumentów finansowych;
- 8) łącznej sumie liczby głosów wskazanych na podstawie pkt 3, 6 i 7 i jej procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów.

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

13

14

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 3 miesiące 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

- 15 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.
- 16 2. Przedsiębiorstwo w znaczeniu określonym w art. 55¹ KC jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej.

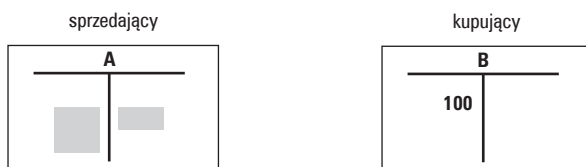
Przedsiębiorstwo według KC jest rozumiane w sensie przedmiotowym, jako zorganizowana masa majątkowa, spełniająca konkretne komercyjne zadanie, np. produkcja i sprzedaż butów.

Przy tego typu prywatyzacji (obecnie komercjalizacji) 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 ugody;
- 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.

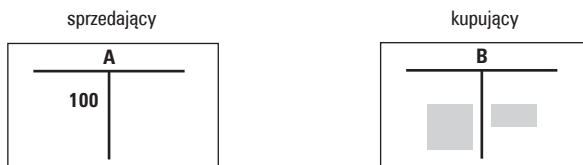
Ustawa z 16.12.2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym (tekst jedn. Dz.U. z 2020 r. poz. 735 ze zm.) określiła zasady zarządzania mieniem państwowym w spółkach Skarbu Państwa. **Państwową osobą prawną** jest jednostka organizacyjna posiadająca osobowość prawną, utworzona w drodze ustawy lub na podstawie ustawy, lub w wykonaniu ustawy przez organ administracji rządowej, 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 bezpieczeństwa. W art. 13 ZasZarzMieniemPU określono, że nie mogą być zbyte akcje należące do Skarbu Państwa w wymienionych tam 29 spółkach.

PRZENIESIENIE WŁASNOŚCI WYBRANYCH SKŁADNIKÓW PRZED...



- Sprzedający posiada składniki majątkowe i zobowiązania wynikające z jego bilansu
- Kupujący posiada gotówkę w kasie lub w banku

PRZENIESIENIE WŁASNOŚCI WYBRANYCH SKŁADNIKÓW PO...



- Sprzedający sprzedał część składników majątkowych i zobowiązań i otrzymał kwotę wynikającą ze sprzedaży
- Kupujący stał się właścicielem przyjętych składników majątkowych i zobowiązań, płacąc gotówką lub przelewem bankowym

Rys. 2. Przeniesienie własności wybranych składników

Źródło: opracowanie własne.

D. Fuzja (połączenie) przedsiębiorstw

1. W literaturze przedmiotu **fuzja**, czyli połączenie, występuje wtedy, gdy łączą się 17 identycznej lub porównywalnej wielkości podmioty, z których każdy w połączonym przedsiębiorstwie występuje z wagą 50%, a akcjonariusze łączących się spółek otrzymali po 50% głosów na walnym zgromadzeniu połączonej spółki. W każdym innym przypadku mówimy o przejęciu jednego przedsiębiorstwa przez drugie. Fuzja jest specjalnym przypadkiem przejęcia. Kodeks spółek handlowych operuje nieco inną koncepcją połączenia, stosując dwa modele (art. 492 KSH): połączenie przez przejęcie (inkorporację) i połączenie przez zawiązanie nowej spółki.

[Przejdź do księgarni →](#)