

POLSKIE FIRMY CHCĄ KUPOWAĆ ZAGRANICZNE SPÓŁKI

Gdy na polskim rynku brak organizacji wartej przejęcia bądź gdy akwizycja zagranicznej spółki lepiej wpisuje się w strategię rozwoju firmy, warto zastanowić się nad poszukaniem okazji poza granicami kraju.

TEKST > Bartosz Marcinkowski

PRAWO



Przez lata to polskie firmy były celem przejęć, a w roli przejmujących występowały przedsiębiorcy z krajów lepiej rozwiniętych (z polskiej perspektywy można mówić o *inbound investments*). Doświadczenia zgromadzone podczas obsługi tych procesów stanowią obecnie doskonałą bazę wiedzy, która przyda się przy projektowaniu i prowadzeniu operacji odwrotnej – przejęcia realizowanego przez polskiego przedsiębiorcę. Coraz częściej bowiem krajowe firmy szukają szans rozwoju na rynkach obcych, a jednym ze sposobów jest przejęcie zagranicznego podmiotu (*outbound investments*).

ATRAKCYJNE

RYNKI Wielu polskich przedsiębiorców myśli już o takim rozwiązaniu i podejmuje konkretne działania przygotowawcze. Z doświadczeń kancelarii DZP wynika, że szczególną uwagę rodzimych inwestorów przyciągają takie kraje, jak Chorwacja i Serbia, a także Słowacja, Grecja, Turcja i Kazachstan. Choć

południowo-wschodni kierunek inwestycji zdaje się naturalny (ze względu na rozmiary poszczególnych rynków, poziom ich rozwoju oraz położenie względem Polski), nie można zapominać o możliwościach inwestycyjnych w państwach Unii Europejskiej (choćby w Niemczech, na Słowacji, Litwie i Łotwie), a także w państwach Ameryki Łacińskiej czy Afryki.

Zagraniczna inwestycja może budzić wiele obaw. Wynikają one głównie z małej znajomości lokalnych stosunków biznesowych i społecznych, z braku wiedzy o danym systemie prawnym i podatkowym, z bariery językowej czy kulturowej, z ogromu wyzwań logistycznych i tych związanych z prowadzeniem spółki w obcym kraju. O ile trudno szybko nadrobić brak wieloletnich bezpośrednich doświadczeń z działania na obcym rynku, o tyle część wyżej wymienionych obaw można łagodzić czy eliminować już na etapie transakcyjnym.

ETAPY

TRANSAKCIJ Każda transakcja fuzji/przejęcia (M&A – *mergers & acquisitions*) składa się z kilku kroków. Warto o nich (i o prawidłowościach związanych z nimi) pamiętać, gdyż mogą istotnie wpłynąć na bezpieczeństwo operacji.

1 List intencyjny

Pierwszym krokiem jest dobór odpowiedniej spółki (targetu) oraz wstępne uzgodnienie z przedstawicielem jej właściciela dalszych kroków transakcji. Na tym etapie często dochodzi do podpisania listu intencyjnego (*letter of intent* – LoI) bądź dokumentu podsumowującego transakcyjne stanowiska stron (*memorandum of understanding* – MoU).

Pożądane jest, aby LoL zawierał klauzulę wyłączności negocjacyjnej. Dzięki temu polski inwestor zyskuje komfort, iż w czasie trwania wyłączności będzie jedynym podmiotem uczestniczącym w procesie.

2 Badanie spółki

Kolejnym etapem jest zazwyczaj złożone badanie *due diligence* (DD), obejmujące poszczególne sfery dotyczące funkcjonowania firmy, w tym zwłaszcza aspekty prawne, podatkowe i księgowo-finansowe. Wynikiem badania jest raport DD, którego wnioski są następnie przenoszone do umowy nabycia udziałów w spółce (*share deal*) lub jej składników (*asset deal*). Wybór konkretnego modelu transakcji, w tym nierzadko z wykorzystaniem spółki utworzonej wyłącznie w celu jej realizacji (*special purpose vehicle* – SPV), w znacznej mierze zależy od rekomendacji doradcy podatkowego.

Badanie *due diligence* stanowi zatem kluczowy element przedsięwzięcia, zwykle też najbardziej czasochłonny. Technicznie coraz częściej realizowane jest przy wykorzystaniu platformy internetowej (*virtual data room*). Zaletą takiego rozwiązania jest zdalny dostęp do dokumentacji spółki przejmowanej, zgromadzonej w elektronicznym „pokoju danych”, co może znacząco przyspieszyć badanie. Oczywiście, biorąc pod uwagę zagraniczny aspekt transakcji, w badaniu muszą uczestniczyć specjaliści (zwłaszcza prawnicy i doradcy podatkowi) znający regulacje obowiązujące w państwie, z którego pochodzi przejmowana spółka. Jednak rola polskich ekspertów nadal pozostaje znacząca – podejmują bowiem wysiłki koordynujące, odpowiadając za terminarz i przebieg operacji wobec polskiego inwestora. Ponadto sprawdzają wyniki pracy zagranicznych doradców, wyjaśniając poszczególne kwestie, „zderzając” je z doświadczeniami wyniesionymi z innych projektów oraz regulacjami polskimi czy unijnymi. Tym sposobem polscy prawnicy czy doradcy podatkowi stanowią rodzaj pierwszego sita czy pasa transmisyjnego i ułatwiają polskiemu

GLÓWNA MYŚL:

- Analiza dynamiki rozwoju polskich firm pozwala sądzić, że coraz częściej będą one dokonywać zagranicznych fuzji i przejęć.
- Zagraniczna inwestycja może budzić obawy, dlatego dobrze ją przygotować z udziałem kancelarii prawnych i doradców podatkowych znających regulacje państwa, w którym działa przejmowana spółka.

inwestorowi zrozumienie oraz ocenę ewentualnych niuansów obcych regulacji i sytuacji spółki.

3 Umowa

Wyniki *due diligence* istotnie oddziałują na treść konkretnej umowy – określimy ją mianem *share purchase agreement* (SPA). Zważywszy na międzynarodowy charakter transakcji, konieczne jest uzgodnienie prawa rządzącego umową SPA. Rzecz w tym, że strony mogą wybrać, jakiemu reżimowi prawnemu (ustawodawstwu którego państwa) będzie ona podlegać. Zasadniczo opcje są trzy: prawo polskie (rozwiązanie optymalne dla polskiego inwestora), prawo właściwe z uwagi na lokalizację spółki przejmowanej (opcja zwykle preferowana przez sprzedającego) oraz prawo „neutralne” z punktu widzenia uczestników transakcji, czyli prawo innego państwa

12%

Taki procent wszystkich transakcji na polskim rynku fuzji i przejęć w pierwszej połowie 2013 r. stanowiły przejęcia zagranicznych przedsiębiorstw przez polskie spółki.

Źródło: Ernst & Young, M&A Barometer

34,5%

Taki odsetek wszystkich projektów inwestycyjnych realizowanych za granicą przez polskie firmy to zakup udziałów lub akcji zagranicznego przedsiębiorstwa.

Źródło: „Aktywność inwestycyjna polskich przedsiębiorstw za granicą, czynniki i skutki, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu”, 2013

(w praktyce stosuje się często angielskie czy szwajcarskie). W przypadku wybrania opcji innej niż polska konieczne jest zapewnienie wsparcia prawnika znającego prawo rządzące umową. Podobne uzgodnienia mogą być dokonane w odniesieniu do sądu czy arbitrażu, który będzie rozstrzygać spory wynikłe z umowy SPA.

Typowym elementem umowy SPA są zwykle obszerne zapewnienia i oświadczenia stron, czyli *representations and warranties* (*reps & warranties*). Stanowią one w wielu przypadkach podstawę wzajemnej odpowiedzialności uczestników transakcji. Te składane przez sprzedającego obejmują m.in. zapewnienia o stanie finansów spółki czy braku zaległości podatkowych, natomiast kupujący pokazuje w ten sposób źródła finansowania transakcji. Gdyby się okazało, iż *reps & warranties* są nieprawdziwe czy niedokładne, sprzedający ponosi odpowiedzialność względem kupującego.

Umowa SPA jest zwykle umową warunkową – finalizacja transakcji (*closing* lub *completion*), czyli faktyczne nabycie spółki, uzależnione jest od ziszczenia się w wyznaczonym czasie określonych warunków. Przy transakcjach większego rozmiaru jest to np. zgoda odpowiedniego organu antymonopolowego, przy czym przede wszystkim zanalizować należy wymogi i ograniczenia w tym zakresie wynikające z regulacji obowiązującej w państwie, z którego pochodzi spółka przejmowana.

4 Inne aspekty

Dla powodzenia międzynarodowego projektu M&A znaczenie ma zbiór szczegółów, w tym szczegóły logistyczne. Okazuje się, że nawet w czasach komunikacji elektronicznej bezpośrednie relacje i kontakty wciąż mają znaczenie. Z tego powodu niewątpliwie należy przewidzieć wizyty w siedzibie czy oddziałach przejmowanej spółki i sesje bezpośrednich negocjacji, także z udziałem doradców. W związku z tym znaczenie ma ustalenie języka, w którym prowadzone będą rozmowy oraz sporządzone zostaną dokumenty transakcyjne. Zasadniczo w omawianych relacjach międzynarodowych stosowany jest język angielski, aczkolwiek niekiedy konieczne jest zapewnienie tłumaczenia dokumentów na język czy języki ojczyste uczestników transakcji. Wynikać to może nie tylko z ograniczonej znajomości języka angielskiego, ale także lokalnych wymogów prawnych (np. rejestracyjnych). Konieczność pracy dwujęzycznej może poważnie wpłynąć na harmonogram działań.

Zauważalne już zmiany na rynku pozwalają się spodziewać, że liczba polskich firm dokonujących zagranicznych fuzji i przejęć stopniowo będzie się zwiększać. Tym bardziej że polski kapitał, zwłaszcza na odległych rynkach, jest traktowany jako wiarygodny, pochodzący z silnych gospodarek UE. Warto wykorzystać tę szansę. ■

Bartosz Marcinkowski: radca prawny, partner w praktyce prawa spółek, fuzji i przejęć kancelarii Domański Zakrzewski Palinka.
e-mail: bartosz.marcinkowski@dzp.pl

REKOMENDACJE THINKTANK:

INWESTYCJE ZAGRANICZNE POLSKICH FIRM, TAKŻE DOKONYWANE POPRZEZ FUZJE I PRZEJĘCIA, SĄ ISTOTNYM CZYNNIKIEM BUDOWANIA ICH KONKURENCYJNOŚCI. Warto je także rozważać w kontekście dywersyfikacji ryzyka związanego z prowadzeniem działalności na jednym rynku.