

TEKST > Bartosz Marcinkowski

OMINAĆ PUNKTY KRYTYCZNE

Każda transakcja fuzji/przejęcia jest złożonym procesem – niezależnie od tego, czy kupowana jest nieduża spółka, czy holding. Zawsze więc powinna być poprzedzana etapem przygotowawczym, którego celem będzie zapewnienie uczestnikom przedsięwzięcia ochrony ich interesów.

Transakcje typu M&A (fuzje i przejęcia) jako radca prawny zwykle rozpatrywać muszę na dwa sposoby – inaczej kształtuje się je, działając na rzecz sprzedającego (*sell side*), a inaczej, reprezentując kupującego (*buy side*). Obie strony negocjacji mogą mieć bowiem różne spojrzenie na proces transakcyjny. Na co powinny zwracać uwagę?

Dla nabywcy kluczowe znaczenie powinno mieć prawidłowo przeprowadzone wszechstronne badanie celu przejęcia (targetu) (tj. proces *due diligence*). Jest to ten etap, który pozwala oszacować cenę za zakup przedsiębiorstwa oraz ukształtować mechanizmy prawne, które mają służyć ochronie interesów kupującego. Ustalenia z *due diligence* (*due diligence findings*) wpływają ponadto na ewentualne rozliczenia ceny w przyszłości (*price adjustment*) – dokonywane już po zamknięciu transakcji.

Dla obu stron transakcji ważną rolę winien zaś odgrywać stosowny *tax planning*. Strukturyzacja podatkowa może bowiem powodować zwiększenie lub istotne zmniejszenie opłacalności i biznesowej atrakcyjności całego przedsięwzięcia. Jest to istotny etap koncepcyjny transakcji, często, niestety, zaniebdywany. Zaakcentuję: realizowanie

transakcji bez należytego przygotowania pociąga za sobą konsekwencje, których eliminacja na późniejszym etapie jest utrudniona i kosztowna, a niekiedy wręcz niemożliwa.

Niezależnie od tego, czy mówimy o transakcji, patrząc na nią z perspektywy kupującego czy sprzedającego, w każdym przypadku strona powinna dążyć do przygotowania takiego kontraktu (umowy nabycia przedmiotu dealu: akcji, udziałów, przedsiębiorstwa, składników majątku), który w optymalny sposób zabezpieczy jej interesy. Niewątpliwie kwestiami wymagającymi rozważenia na tym etapie są: odpowiedzialność sprzedającego, zasady i podstawy tej odpowiedzialności oraz jej ewentualna górna granica i jej ograniczenie czasowe. Na ogół bowiem w interesie kupującego leży szerokie uregulowanie odpowiedzialności i obowiązków drugiej strony. Pewną specyfikę w tym zakresie wykazują transakcje typu *distressed sales*, w których nabywany jest cel „zagrożony”, tj. znajdujący się w słabej kondycji, zagrożony upadłością lub nabywany od podmiotu, który znajduje się w trudnej sytuacji prawno-ekonomicznej. W takich przypadkach gotowość sprzedającego do udzielenia gwarancji bywa znikoma, a o atrakcyjności procesu dla nabywcy

może przesądzić niski poziom ceny, rekompensujący ograniczoną odpowiedzialność zbywcy.

W wielu transakcjach, z uwagi na specyfikę branży czy warunki rynkowe, dla kupującego istotne znaczenie ma kontynuacja prowadzenia nabytego biznesu przez osoby dotychczas się nim zajmujące. Warto w tym celu związać sprzedającego lub członków kadry zarządzającej targetu zakazami konkurencji i nakazem prowadzenia czy współprowadzenia spraw nabytej firmy przez konkretny okres. Zobowiązania wynikające z takich postanowień umownych zwykle zabezpieczone są na rzecz nabywcy za pomocą kar umownych przysługującym w razie naruszenia zaistniałych ograniczeń. Oczywiście wysokość kar umownych oraz czas obowiązywania ograniczeń bywają przedmiotem ciężkich negocjacji.

Dla osób nieznających języka polskiego w procesach M&A doniosłą rolę odgrywają zaś kwestie logistyczne, w tym zapewnienie pewnego i szybkiego wsparcia ze strony wyspecjalizowanych tłumaczy, a także sprawny *support staff*.

Wskazane powyżej newralgiczne aspekty procesu transakcyjnego nie wyczerpują katalogu problemów, z którymi mogą się borykać negocjujące ze sobą strony – realny przebieg transakcji i zestaw związanych z nią ryzyk zależy od danego przypadku: od pozycji klienta (*buy side*, *sell side*) i uwarunkowań towarzyszących procesowi (presja czasu, charakter rynku, doświadczenie transakcyjne uczestników przedsięwzięcia). Mówiąc o presji czasu, pragnę zauważyć, iż niezależnie od stopnia wprowadzanej dyscypliny transakcja zazwyczaj trwa dłużej, niż wynika to z założeń stron. Dzieje się tak m.in. dlatego, że gra czasem ma duże

znaczenie negocjacyjne – jest skutecznym narzędziem służącym do wywierania presji na biznesowego partnera. Skrajność (i rzadkość) stanowią transakcje błyskawiczne (typu *take it or leave it*), w których druga strona w razie zgody na zaprezentowane warunki negocjacyjne teoretycznie może albo sfinalizować transakcję, wypowiadając krótkie: „Tak, zgadzam się”, albo z niej całkowicie zrezygnować.

W tym miejscu warto zwrócić uwagę na dynamikę transakcji i *momentum*, czyli okres szczególnego zaangażowania i koncentracji wysiłków stron, po upływie którego proces staje się przewlekły i uciążliwy dla jego uczestników. **Przegapienie momentum może skutkować poważnym zmniejszeniem szans na pomyślne zakończenie procesu, często tak kosztownego i czasochłonnego.** Psychologia i dynamika negocjacji stanowią zatem szczególnie ważny, niekiedy niedoceniany aspekt przesądający o powodzeniu niekiedy wielomiesięcznej pracy negocjacyjnej. •

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

Więcej na temat etapów międzynarodowych transakcji M&A: Bartosz Marcinkowski, *Polskie firmy chcą kupować zagraniczne spółki*, „Magazyn THINKTANK” nr 19 (zima 2013).



To wartość polskiego rynku fuzji i przejęć w 2013 r., o 3 mld euro większa niż w 2012 r.

Źródło: Emerging Europe: M&A Report 2013/14