

Wprowadzenie

Od dłuższego czasu obserwujemy dynamiczny wzrost inwestycji na polskim rynku, a prognozy potwierdzają, że nasza gospodarka jest postrzegana jako stabilna o ugruntowanej pozycji makroekonomicznej. Dlatego zauważalne jest zainteresowanie inwestorów wejściem na polski rynek, jak i rozwijaniem swojej dotychczasowej działalności. Jednym z najczęściej stosowanych sposobów takiej ekspansji i rozwoju, obok tworzenia nowych podmiotów gospodarczych (spółek prawa handlowego), jest nabywanie już istniejących przedsiębiorstw lub ich zorganizowanej części. Tego typu transakcje, powszechnie nazywane z języka angielskiego *assetdeal*, mają służyć zmianie, poszerzeniu lub uzupełnieniu dotychczasowego portfolio działalności przedsiębiorców – zarówno w płaszczyźnie pionowej, jak i poziomej – co w założeniu ma przełożyć się na wzrost konkurencyjności i wyniku finansowego.

Każda transakcja *assetdeal* podlega pewnym ustandaryzowanym wymogom formalno-prawnym oraz rodzi określone skutki prawne i podatkowe, które co do zasady odnoszą się do większości przypadków. Jednak należy pamiętać, że każda transakcja ma swoje indywidualne cechy, obejmuje inny stan faktyczny, ponadto jest zawierana w innych okolicznościach, co przekłada się na inne konsekwencje. Szczególnie istotne, jeśli nie kluczowe, znaczenie ma sam przedmiot transakcji, czyli zbywany majątek. W zależności od okoliczności w jednym przypadku może być on traktowany jako przedsiębiorstwo lub zorganizowana część przedsiębiorstwa, a w innym jako odrębne poszczególne składniki majątku – wówczas taka transakcja nie podlega rygorom przewidzianym dla sprzedaży całego przedsiębiorstwa lub jego części i pociąga za sobą odmienne konsekwencje, szczególnie podatkowe. W praktyce bardzo trudne jest ustalenie, czy dany przedmiot transakcji stanowi przedsiębiorstwo lub jego zorganizowaną część. Mając wątpliwości w tym zakresie, nie zawsze można znaleźć wyjaśnienie w orzecznictwie czy interpretacjach organów podatkowych. Dlatego każda indywidualna transakcja powinna być poprzedzona odrębną analizą, najlepiej z udziałem doświadczonych doradców transakcyjnych wyspecjalizowanych w tego typu projektach.

Niniejsza publikacja koncentruje się na praktycznych aspektach nabycia przedsiębiorstwa – wskazuje te kwestie, które bezwzględnie powinny zostać uwzględnione przed podjęciem decyzji o nabyciu przedsiębiorstwa, w trakcie przygotowania do transakcji oraz już na etapie jej finalizacji.

Szczególnie dużo miejsca poświęcono bilansowym aspektom transakcji, metodom ustalenia wartości i ceny nabycia przedsiębiorstwa, a także różnym konsekwencjom podatkowym – zarówno dla nabywcy, jak i zbywcy przedsiębiorstwa. Z doświadczenia autorów wynika bowiem, że ukształtowanie ceny nabycia oraz skutki podatkowe rodzą u przedsiębiorców najwięcej wątpliwości, a jednocześnie stanowią najważniejszy czynnik wpływający na podjęcie decyzji o przeprowadzeniu danej transakcji.

Praktyczny przewodnik ma być dla Państwa zbiorem wskazówek, które pozwolą samodzielnie zaplanować rozwój biznesu (przez nabycie przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części), z uwzględnieniem wymogów przewidzianych przepisami prawa, a ponadto wskażą, kiedy konieczna będzie współpraca z profesjonalnym doświadczonym doradcą, bowiem nie wszystkie zagadnienia można prawidłowo rozwiązać, nie mając profesjonalnej wiedzy i długoletniego doświadczenia zdobytego przy projektach transakcyjnych. O tym oraz o niezmiernie ważnych miękkich aspektach transakcji wspomniał również prezes spółki Polskie Wydawnictwo Rolnicze sp. z o.o., Pan Adam Koziol, który podzielił się z nami, a teraz także z Państwem, swoimi refleksjami na temat przeprowadzania transakcji.

Dzień dobry, Panie Prezesie,

przede wszystkim bardzo dziękuję, że zechciał Pan na łamach naszej publikacji podzielić się swoim doświadczeniem oraz spostrzeżeniami na temat transakcji Mergers & Acquisitions.

W praktyce zawodowej wiele razy spotykał się Pan z transakcjami polegającymi na zakupie lub sprzedaży przedsiębiorstwa albo jego zorganizowanej części. Jakie główne trudności napotykał Pan przy realizacji tych transakcji?

Podstawą dobrej transakcji jest jasne określenie jej celu, czyli znalezienie odpowiedzi na pytanie, co tak naprawdę chcemy osiągnąć. Brak jasno sprecyzowanego celu bardzo często rodzi trudności już na etapie procesu negocjacji, a może wręcz doprowadzić do tego, że sama transakcja nie dojdzie do skutku. Decydujące znaczenie ma również dobór osób, które reprezentują firmę w danej transakcji. Zazwyczaj, abstrahując od dużych korporacji, które mają działy Mergers & Acquisitions, nie ma w małych i średnich firmach osób, które specjalizują się w tej tematyce. Wówczas, szczególnie jeżeli nie stoimy po stronie zakupowej i chcemy zbyć jakąś część przedsiębiorstwa, często dochodzi do sytuacji, że w transakcji uczestniczą osoby przypadkowe, dobierane na zasadzie „łapanek”, co nie wpływa korzystnie na cały proces, a tym bardziej go nie usprawnia. Uważam, że dobranie właściwego zespołu do przeprowadzenia transakcji jest jednym z kluczowych wyzwań przy rozpoczęciu takiej transakcji.

Czy w związku z tym, jeżeli w ramach przedsiębiorstwa nie ma właściwych osób gotowych do przeprowadzenia takiej transakcji, zalecałby Pan korzystanie z pomocy zewnętrznych doradców?

Z mojego doświadczenia wynika, że najlepszym rozwiązaniem na etapie planowania transakcji jest współpraca pracowników firmy z zewnętrznymi ekspertami. Nie nazywałbym ich doradcami *sensu stricto*. Grupa ekspertów powinna stanowić połączenie osób posiadających wiedzę z zakresu ekonomii i finansów, ale przede wszystkim – myślących jak biznesmeni i odpowiednio zmotywowanych do tego, żeby transakcja zakończyła się sukcesem. Ich sukces nie powinien być mierzony tylko w momencie *closingu*, czyli zamknięcia transakcji. Myślę, że sukces transakcji mierzony jest dopiero na etapie *post merger integration*. W wielu transakcjach występuje różnica interesów między właścicielami, osobami zarządzającymi spółką i ekspertami. Moim zdaniem, transakcja zakończy się sukcesem tylko wtedy, gdy nie ma sprzeczności interesu pomiędzy tymi trzema grupami.

W jaki sposób można osiągnąć spójność interesów tych trzech grup?

Najlepszym rozwiązaniem jest dobór takich osób, które są zainteresowane wieloletnią współpracą z firmą. Zarówno kadra zarządzająca powinna widzieć swoje miejsce w nowej strukturze, jak i eksperci powinni być zainteresowani tym, żeby taka transakcja przynosiła oczekiwane efekty – także po dwóch, trzech, czterech latach. Uważam, że to bardzo ważne przy doborze osób decydujących o całej strukturze transakcji. Nie mówię o doborze osób do konkretnego zadania, tylko o grupie osób, która decyduje o formie transakcji. Nie mam dobrych doświadczeń ze współpracy z osobami, które były włączane w transakcję *ad hoc*. Mam tu na myśli osoby, które są dedykowane konkretnej transakcji, potem zostają z nami pół roku, przygotowują na przykład jedną wycenę, i na tym ich zaangażowanie w transakcję się kończy.

To, co Pan powiedział, jest niezwykle ważne, gdyż oznacza, że na transakcję należy spojrzeć długofalowo i że nie kończy się ona na zbyciu przedsiębiorstwa, a dopiero zaczyna się w tym momencie. Z chwilą closingu transakcja dopiero się zaczyna, bo biznes trzeba prowadzić dalej, zgodnie z planowanym zamierzeniem.

Zupełnie odwrotnie niż przy większości transakcji, których celem jest *closing*. Jeżeli skoncentrujemy się wyłącznie na *closingu*, z dużym prawdopodobieństwem napotkamy problemy w fazie *post merger integration*.

Wielokrotnie podkreśla Pan znaczenie fazy po closingu. Czy według Pana są pewne elementy, na które już na etapie planowania transakcji należy zwrócić uwagę, aby uniknąć niemiłych niespodzianek w tej fazie końcowej?

Właściwie wszystkie elementy są ważne – zaczynając od sposobu wyceny spółki. Teorie ekonomiczne znają wiele metod wyceny. Jeden z moich kolegów kiedyś stwierdził: „Powiedz mi, ile ma być, a tyle będzie”. Ja ostrzegam przed takim podejściem. Mówiłem już o kwestii doboru osób. Dużym niebezpieczeństwem jest sytuacja, w której wybranym osobom pozostawimy tworzenie transakcji, a inne będą zajmowały się jej wdrożeniem. Ważna jest również staranność w badaniu spółki.

Chciałem zapytać o due diligence. Bardzo często spotykamy się z tym pojęciem, i w ogóle z kwestią przeprowadzania due diligence oraz badania spółki przed jej nabyciem. Czy powinno się prowadzić takie badanie, biorąc pod uwagę jego koszty i czasochłonność?

Nie wyobrażam sobie transakcji o większych rozmiarach bez uprzedniego przeprowadzenia procesu *due diligence*. Z mojego doświadczenia wynika, że osoby przeprowadzające *due diligence* to taki *advocatus diaboli*. Pomysłodawcy są włączeni w transakcję emocjonalnie, widzą jej sens, są z nią związani, bo sami obmyślili cały plan. Żyją nim. Jeżeli ja, jako prezes spółki bądź osoba odpowiedzialna za Mergers & Acquisitions, uważam, że to jest dobra transakcja, to już jestem emocjonalnie zaangażowany. I tak powinno być. Jednak chcemy tej transakcji tak bardzo, że często emocje utrudniają nam obiektywne i chłodne spojrzenie na problemy natury finansowej, podatkowej, prawnej. Nie dostrzegamy przysłowiowych trupów w szafie. Osoby emocjonalnie zaangażowane nie zawsze do wszystkich „szaf” zaglądną, nie wszystko traktują w kategorii ryzyka i nie zawsze muszą się na wszystkim znać. Nie muszą być ekspertami podatkowymi. Kwestie podatkowo-prawne są coraz bardziej złożone. Bardzo przestrzegam przed robieniem transakcji M&A bez wprowadzenia do nich merytorycznego doradcy. Tu właśnie jest miejsce dla doradcy. O ile w tej pierwszej fazie, gdy planujemy i przygotowujemy transakcję, ważniejsze jest spojrzenie biznesowe, o tyle faza *due diligence* powinna być przeprowadzona przez osoby z zewnątrz, które nie są emocjonalnie zaangażowane i które otrzymają wynagrodzenie za to, że dokładnie sprawdzą przedmiot transakcji. Dzięki temu potwierdzą mi, że będę kupował spółkę bądź łączył się ze spółką, która ma konkretne problemy albo ich nie ma. To też jest moje bezpieczeństwo. Owszem, mam swoje emocje, ale wiem również, jaki jest stan faktyczny. Oczywiście ryzyko jest zawsze. Pozostaje kwestia oceny, na ile jesteśmy w stanie żyć z tym ryzykiem, czy te ewentualne zagrożenia prawne bądź podatkowe są dla nas do zaakceptowania. To już pozostaje po naszej stronie, ale błędem byłoby nie wiedzieć o tych zagrożeniach. Nawet jeżeli uznamy prawdopodobieństwo ich wystąpienia za niewielkie, wiemy, że istnieją. Dlatego myślę, że dobrze wykonane *due diligence* to jeden z decydujących elementów transakcji M&A.

Z jednej strony mówi Pan o zaangażowaniu emocjonalnym osób uczestniczących w transakcji, a z drugiej strony – o chłodnym spojrzeniu doradców. Czy nie widzi Pan w tym sprzeczności? Na ile doradca powinien być zaangażowany emocjonalnie w transakcję?

Doradca na poziomie *due diligence* w ogóle nie powinien być zaangażowany emocjonalnie w transakcję. Dla mnie zawsze – przy każdej transakcji – bardzo ważne jest to, żeby rozdzielić osoby, które mają transakcję przeprowadzić i jednocześnie później „żyć” z nią, od tych osób, które mają działać

stricte rzeczowo i fachowo. Te osoby mają mi dostarczyć podstawę do podjęcia decyzji, ale żaden ekspert do spraw due diligence nie podejmie za mnie decyzji. To nie jest rola prawników, to nie jest rola finansistów. Rolą ekspertów jest stwierdzenie faktu i przedstawienie ewentualnych ryzyk. A ocena tych ryzyk i decyzja, czy my z tym ryzykiem możemy „żyć”, czy nie, leży w gestii pierwszej grupy osób.

A co według Pana ma kluczowe znaczenie z punktu widzenia sprawnie realizowanej transakcji zakupu lub sprzedaży? Czy jest to czynnik ludzki, czy kwestia zaufania do drugiej strony transakcji, poufność, ustalenie struktury transakcji, czy może kwestie merytoryczne? Rozumiem, że to jest połączenie tych wszystkich elementów, ale co Pana zdaniem jest na pierwszym miejscu?

Wymieniła Pani wszystkie ważne elementy, ale jeżeli miałbym powiedzieć, co jest najważniejsze, to uważam, że najważniejsze jest zaufanie pomiędzy stronami. Nie mówię o tym, że trzeba się przyjaźnić. Chodzi mi o uznanie, że jesteśmy partnerami negocjacyjnymi – bo zaufanie jest też połączone z poufnością. Myślę, że jeżeli jest między stronami zaufanie, to te transakcje znacznie lepiej przebiegają. Oczywiście to zależy od rodzaju transakcji, bo jeżeli mówimy o takiej prostej akwizycji, to myślę, że zaufanie ma zdecydowanie mniejsze znaczenie, gdyż główną rolę gra kwestia wyceny – opłaca się, nie opłaca się – i podjęcie decyzji, czy kupujemy. Dla mnie taką wyższą szkołą jazdy w Mergers & Acquisitions są transakcje *joint venture*. Nie wyobrażam sobie przeprowadzania *joint venture* z kimś, do kogo nie mam zaufania. Transakcje *joint venture* czy fuzje to transakcje, przy których osoby negocjujące muszą później ze sobą współpracować.

Pełna zgoda – to rzeczywiście wymaga wysokiego poziomu zaufania pomiędzy stronami. Całkowicie zgadzam się z Panem. Chciałabym jeszcze zapytać, czy miałby Pan jakieś rady dla osób zaangażowanych w tego typu transakcje i dla stron?

Podsumowując, powiedziałbym: zwracamy uwagę na dobór osób, dokładajmy staranności w badaniu spółek bądź elementów majątkowych, które mają podlegać transakcji, oraz patrzymy długoterminowo, czyli na fazę PMA. Jest jeszcze jedna rzecz, która jest bardzo ważna, jeżeli mówimy o *joint venture* bądź o łączeniu. Te transakcje stanowią pewien rodzaj związku. Zdarza się, że te związki rozpadają się z różnych powodów. Nie zawsze jest to do przewidzenia, bo jeżeli byśmy przewidywali w momencie, kiedy zawieramy transakcję, że ma się ona rozpaść, to pewnie do niej by nie doszło. Świat jest kolorowy, coraz szybciej się zmienia, dlatego zastanówmy się już w fazie transakcji, z jakich powodów zewnętrznych, w jaki sposób moglibyśmy się rozstać – i wówczas należy określić jakiś rodzaj intercyzy. Możliwości jest dużo, ale klasycznym przykładem jest *joint venture* 50/50. Z moich doświadczeń wynika, że to jest chyba najciekawsza transakcja. Bardzo lubię takie transakcje, bo to jest największe wyzwanie (i nieprawdą jest, że tego rodzaju spółki nie funkcjonują). Moim zdaniem, jeżeli na początku jest zaufanie i dalekosiężne spojrzenie, to takie spółki funkcjonują najlepiej z jednego powodu: partnerzy muszą się zawsze dogadać. Jednak – szczególnie w takich spółkach – trzeba się zastanowić, co będzie, jeżeli coś pójdzie nie tak. W takiej sytuacji jedną z metod, którą bym polecał, jest *dutch option*. To bardzo dobre rozwiązanie. Jeżeli ktoś jest nim zainteresowany, uważam, że Rödl & Partner jest w stanie przedstawić, jak można je wprowadzić. Polecam zastanowić się nad tym aspektem. Codzienny biznes znacznie się uspokaja, jeżeli wiem, co będzie się działo, gdyby coś się stało.

Bardzo dziękuję za te słowa, zwłaszcza skierowane do Rödl & Partner. Pomagamy naszym klientom w tego rodzaju rozwiązaniach. Na zakończenie dopytam, co doradziłby Pan stronom takiej transakcji w przypadku, gdy jedną ze stron, kupującym, jest np. spółka niemiecka, a spółką przejmowaną jest spółka polska. Tutaj mamy do czynienia z pewnymi różnicami kulturowymi w rozumieniu pewnych instytucji czy określeń.

Jeżeli spółka niemiecka inwestuje w Chinach, to najpierw wysyła swoich ludzi na miesięczne szkolenie, jak podawać karty wizytowe, jak się zachowywać, jak się uśmiechać – i to jest słuszne podejście. Nie słyszałem, by jakakolwiek spółka niemiecka wysłała swojego pracownika na szkolenie, jak

ma się zachowywać w Polsce. Myślę, że warto poświęcić – może nie miesiące, ale przynajmniej parę dni na zapoznanie się z różnicami kulturowymi i mentalnościowymi pomiędzy Polską a Niemcami. Teoretycznie i praktycznie jesteśmy bardzo podobni, ale w biznesie różnimy się, a to może powodować niepotrzebne tarcia. W przykładzie, o którym Pani mówi, niemiecka spółka przejmując polską spółkę, jednak są też przykłady odwrotne. Myślę, że wiele niemieckich spółek za mało staranności przykładają do przygotowania swoich pracowników do innego funkcjonowania na rynku polskim. Nie dotyczy to tylko kwestii M&A, ale też inwestycji *greenfield*. Często moi koledzy z Niemiec nieświadomie zachowują się jak przysłowiowe słonie w składzie porcelany, choć widzę znaczną poprawę w tym zakresie. Z mojego doświadczenia mógłbym opowiedzieć kilka (teraz już zabawnych, ale kiedyś nieprzyjemnych) anegdot dotyczących sytuacji, które były zupełnie niepotrzebne, a stanowiły rezultat tego, że koledzy z Niemiec po prostu nie wiedzieli, że Polacy reagują na pewne sprawy nieco inaczej. Myślę, że zwłaszcza w obecnej sytuacji politycznej jest to szczególnie ważne.

Mam nadzieję, że te sytuacje nie doprowadziły do tego, że transakcji nie zawarto?

Tak, doprowadziły do tego, że pewne transakcje nie doszły do skutku.

Rzeczywiście jest to zatem aspekt bardzo ważny.

Bardzo dziękuję za rozmowę i praktyczne spojrzenie na transakcje Mergers & Acquisitions.

A ja dziękuję za wyróżnienie, że mogłem się na ten temat wypowiedzieć. Myślę, że zaufanie między naszymi firmami jest już tak duże, że mogliśmy rozmawiać o wielu sprawach, o których zazwyczaj otwarcie się nie mówi.

Bardzo dziękuję za te słowa i życzę wszystkiego najlepszego przy następnych transakcjach.

A ja życzę Rödl & Partner dalszego dobrego rozwoju i następnych wielu, wielu lat sukcesów. Dziękuję.

Adam Koziółek, Prezes spółki PWR

16 stycznia 2019 r.