

# Mało jest dobrych firm na sprzedaż

2010-06-18 10:13

Rozmowa z **Bartoszem Marcinkowskim i Akinkayode Robertem Phillipsem** z kancelarii **Domański Zakrzewski Palinka**

Kryzys kryzysem, ale inwestorzy zainteresowani przejęciem dobrych spółek wcale nie mają w czym wybierać...

**Czy łatwiej dzisiaj sprzedać, czy kupić firmę? Może kryzys spowodował pojawienie się większej liczby dobrych okazji?**

**Bartosz Marcinkowski:** Wydaje mi się, że teraz łatwiej jest kupić niż sprzedać spółkę. Właściciele spółek decydują się na sprzedaż pakietów udziałów, bo sytuacja na rynku nie pozwala im się dalej rozwijać w planowany wcześniej sposób. Dodatkowo średnie firmy mają coraz częściej świadomość, że biznes

już może nie być taki jak kiedyś. Rynek fuzji i przejęć nie stoi w miejscu i rozwija się, ale chociaż oferty sprzedaży spółek pojawiają się na rynku, to trafienie na naprawdę dobrą okazję nie jest wcale łatwe. Niektórzy zbywcy, zakładając, że sprzedaż to ich największa szansa pozyskania dużych środków finansowych w życiu, najczęściej są niezmiernie twardzi w negocjacjach. Często przy tym zbyt precenniają swoje przedsiębiorstwo, jego pozycję i rolę na rynku. Dlatego byłbym niezmiernie ostrożny z tymi "okazjami".

**Akinkayode Robert Phillips:**

Dlatego znalezienie dobrych firm wystawionych na sprzedaż w tej chwili jest bardzo utrudnione. Należy też dodać, że przed kryzysem, wiele firm sprzedawano po zawyżonych wycenach, ale i prognozy były wówczas bardziej optymistyczne. Teraz również wyceny są w wielu przypadkach za wysokie, ale przyszłość nie wygląda już tak optymistycznie.

**Rok temu spory ruch na rynku MA panował w energetyce. Wówczas była to branża, w której wcześniej panował zastój. Czy ten trend wzrostowy w energetyce się utrzyma?**

**B.M.:** Tak, energetyka jest cały czas branżą o tendencji wzrostowej. Polska to duży rynek i inwestowanie na nim się opłaca. Dlatego coraz więcej potencjalnych inwestorów z ogromnym zainteresowaniem patrzy na polski sektor energetyczny, szczególnie na energetykę odnawialną. Nie zmienia to jednak faktu, że trzeba tu sporo zainwestować, a realizowane projekty wymagają wytrwałości i cierpliwości.

**A inne sektory?**

**B.M.:** Branże elektroniczna czy nowych technologii również są na topie. Mówiło się też, że w branży farmaceutycznej zacznie się duży ruch, ale na razie zbyt go nie widać. Wielu inwestorów na pewno bardzo ostrożnie wybiera inwestycje w branży nieruchomości. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że jest kilka typów inwestorów. Jedni — zwykle są to inwestorzy finansowi — inwestują w różne branże i zależy im na jak najbardziej przejrzystym wyniku badania due diligence, aby kupowana firma była w jak najlepszym stanie i z branży, która dobrze rokuje na przyszłość. Jednym słowem, tacy inwestorzy nie chcą podejmować nadmiernego ryzyka. Drudzy to inwestorzy branżowi, którzy myślą: "teraz może nasza branża jest w dołku, ale inwestujemy w nią, bo za 10-15 lat duży wzrost po prostu musi nastąpić". W końcu można wyróżnić duże koncerny, które są elastyczne w inwestycjach i dostosowują kierunki rozwoju do potrzeb. Te ostatnie, jeśli koniunktura kończy się w branży A, a zaczyna w branży B, są w stanie przenieść swoją aktywność na bezpieczniejszy grunt.

**Jakie są najczęstsze błędy przedsiębiorstw przy takich procesach?**

**B.M.:** Często przedsiębiorcy podchodzą do negocjacji z przeszacowaniem swojej siły i potencjału. Wchodzą w bardzo długie i trudne negocjacje ze znacznie potężniejszymi partnerami. Z takiej transakcji później trudno się wydostać. Przedłużające się negocjacje powodują zapętlenie: z jednej strony rodzi się frustracja, że brak postępu w rozmowach, a czas umyka i koszty rosną; z drugiej strony, trudno odejść od stołu negocjacyjnego, skoro tyle się już poświęciło czasu i nakładów. To trudna sytuacja. Wówczas może nadejść moment załamania u mniej doświadczonego sprzedającego, co duży inwestor potrafi wykorzystać. Wtedy sprzedający jest skłonny zaakceptować to, co aktualnie leży na stole. A to może być błąd. Duże firmy najczęściej mają zarówno doświadczenie, jak i możliwości (wyspecjalizowane zespoły MA, doradców zewnętrznych, grono prawników), aby takie wyniszczające negocjacje prowadzić.

**A.R.P.:** Częstym błędem jest niedostateczne zaangażowanie się sprzedającego lub całkowite zlekceważenie fazy przygotowawczej do transakcji, które może w rezultacie zaciążyć na całym jej przebiegu. Ważne, aby mieć też jasny cel — czy po sprzedaży właściciel chce się całkowicie wycofać, czy tylko dopuścić inwestora do zarządzania firmą. Jednak zanim cokolwiek firma pokaże kupującemu (pamiętając oczywiście o zobowiązaniu inwestora do zachowania poufności), należy w przedsiębiorstwie zrobić porządek. Bardzo ważny w tym przypadku jest wewnętrzny (vendor) due diligence. Pozwala on znaleźć słabe punkty i poprawić je nawet, jeśli trzeba gruntownie zrestrukturyzować przedsiębiorstwo. Warto także zwrócić uwagę, czy zmiana struktury prawnej spółki nie zoptymalizowałaby kosztów transakcji i nie

pozwoliła zwiększyć zysku sprzedającego. Sprzedający często niesłusznie umniejszają znaczenie wewnętrznego due diligence. Mielśmy kiedyś przypadek transakcji, w której przeprowadziliśmy taki wewnętrzny proces u sprzedającego. Choć sprzedaż ostatecznie nie doszła do skutku, to właściciel firmy podziękował nam, bo dzięki temu udało mu się znaleźć i naprawić w spółce problemy, o których wcześniej nie wiedział. Także kluczowe jest zatrudnienie doradców we wczesnej fazie transakcji, zwłaszcza, jeśli firma nie ma doświadczenia w procesach MA.

Przy pisaniu umów, gdy mamy do czynienia z inwestorem zagranicznym, należy pamiętać, że nie wszystkie mechanizmy prawne lub pojęcia z zakresu rachunkowości i finansów, z kręgu kultury prawnej inwestora funkcjonują, czy też mają takie samo znaczenie na gruncie polskiego prawa. Aby uniknąć ewentualnych nieporozumień, należy wtedy albo znaleźć właściwy dla polskiego systemu odpowiednik, albo precyzyjnie określić w umowie, jak strony rozumieją określone pojęcia.

### **Czy wciąż problemem przy procesach fuzji i przejęć jest integracja pracowników?**

**B.M.:** Często po zakończeniu procesu połączenia firma nadal składa się z dwóch odrębnych organizmów. Okazuje się wówczas, że pomiędzy obiema częściami firmy istnieją różnice w zarobkach, gwarancjach socjalnych, które trzeba racjonalnie wyrównać. Wiadomo, że z reguły równa się w takich sytuacjach w górę. Czasem pojawia się też swoisty szok kulturowy, kiedy małą firmę przejmuje duży koncern. Spektakularnym przykładem transakcji, która wedle dostępnych informacji nie zadziałała właśnie, między innymi z powodów różnic kulturowych, jest połączenie Daimlera z Chryslerelem. Połączenie, po którego przeprowadzeniu obie części firmy znów się rozeszły. Dlatego czynnik ludzki z pewnością należy brać pod uwagę jako istotny element zarządzania procesem MA.

**A.R.P.:** Ważne jest również odpowiednie przygotowanie pracowników do fuzji, aby zawczasu zneutralizować naturalny w takich przypadkach niepokój przed tym, co niesie nowe, i wyeliminować ryzyko odejścia najwartościowszych pracowników jeszcze przed dojściem do skutku transakcji.

### **Wydaje się, że w trakcie due diligence wszystko powinno znajdować się w badanej spółce na swoim miejscu, ale czy w czasie procesu zdarzają się jakieś nieoczekiwane sytuacje?**

**B. M.:** Tak. Problemy pojawiają się najczęściej z powodu złego przygotowania Data Room. Nierzadko doradcy są już w zaawansowanej fazie analizy dokumentacji, a tu nagle wpływają następne materiały i informacje, które zmieniają obraz badanego podmiotu i mogą całkowicie zmienić zamierzony kształt transakcji. Takie incydenty nie muszą wcale wynikać z próby zatajenia pewnych problemów w firmie, stanowią raczej dowód na to, że sprzedającemu brakuje doświadczenia i możliwości organizacyjnych przeprowadzenia due diligence. Tu także doradcy zaangażowani na odpowiednio wczesnym etapie mogą służyć pomocą. Jak wspomniał Robert, proces due diligence jest często lekceważony i niedoceniany przez przedsiębiorców podchodzących do niego z przekonaniem, że wystarczy udostępnić nabywcom tylko wyselekcjonowane dokumenty. Tymczasem im gorzej przygotowane due diligence, tym transakcja będzie przebiegała mniej sprawnie i będzie trudniejsza dla obu stron. Poza tym istotne kwestie nieujawnione podczas due diligence mogą stanowić podstawę roszczeń ze strony nabywców w przyszłości. A to dodatkowe koszty, stracony czas i nerwy każdej ze stron transakcji.

### **Proces fuzji lub przejęcia to nie zwykła sprzedaż porównywalna ze sprzedażą towarów czy usług. Jakie są fakty i mity dotyczące tych transakcji?**

**B.M.:** Przede wszystkim to nie trwa krótko. Nierzadko negocjacje potrafią się bardzo przeciągać. Podobnie z due diligence. Dlatego, na przykład, jeszcze przed organizacją due diligence warto starannie rozważyć, ile czasu sprzedającemu zajmie przygotowanie wszystkich informacji, aby proces badania przebiegł możliwie sprawnie i szybko. Nie da się przygotować dobrego Data Room w jeden dzień. Kolejnym ważnym zagadnieniem, choć rzadko poruszonym, są tłumaczenia. Umowa negocjowana i podpisywana w dwóch wersjach językowych stanowi dla wykwalifikowanych tłumaczy, znających specjalistyczne słownictwo, okres wzmożonej, niezmiernie odpowiedzialnej pracy. Zwłaszcza, że każdy szczegół ma znaczenie. Przy bardzo długich negocjacjach tłumaczenia stają się kluczowe i wręcz krytyczne w transakcji.

**A.R.P.:** Nie należy także trzymać się kurczowo ustalonego wcześniej scenariusza transakcji. Trzeba mieć ich kilka, najlepiej poprzedzonych analizą biznesowo-finansowo-prawną. Zdarza się bowiem na przykład, że inwestor proponuje lepsze warunki, niż wcześniej oczekiwał sprzedający (np. proponując sprzedającemu częściowe pozostanie w firmie i wspólną pracę nad jej rozwojem, z opcją odsprzedaży pozostałej części firmy na lepszych warunkach). Trzeba umieć zareagować na taką ofertę.

Należy też pamiętać, że transakcja nie zawsze kończy się z chwilą złożenia podpisów pod umową sprzedaży. Aby sprzedający po zakończeniu transakcji nie był niemile zaskakiwany ewentualnymi roszczeniami dotyczącymi kondycji sprzedanej firmy lub zdarzeń z przeszłości, ważne jest, aby dokładnie ustalić, kto, w jakim zakresie i w jakich okolicznościach odpowiada za "historię" firmy.

### **Na jakie przeszkody prawne mogą natrafić firmy w czasie transakcji?**

**A.R.P.:** Taką swoistą przeszkodą może być konieczność uzyskania zgód administracyjnych na przeprowadzenie transakcji, np. w przypadku większych transakcji zgody prezesa Urzędu Konkurencji i Konsumentów. Jeżeli w ocenie UOKiK planowana transakcja może wpłynąć negatywnie na konkurencję na danym rynku, to transakcja może nawet zostać zablokowana.

Problemy bywają również w sądach rejestrowych, które w przypadku takich samych transakcji mają czasem różne praktyki — na przykład co do wymaganych

dokumentów lub sposobu wypełniania prostych, zdawałoby się, formularzy rejestrowych, co może niestety opóźnić całą transakcję.

Filip Brzeziński