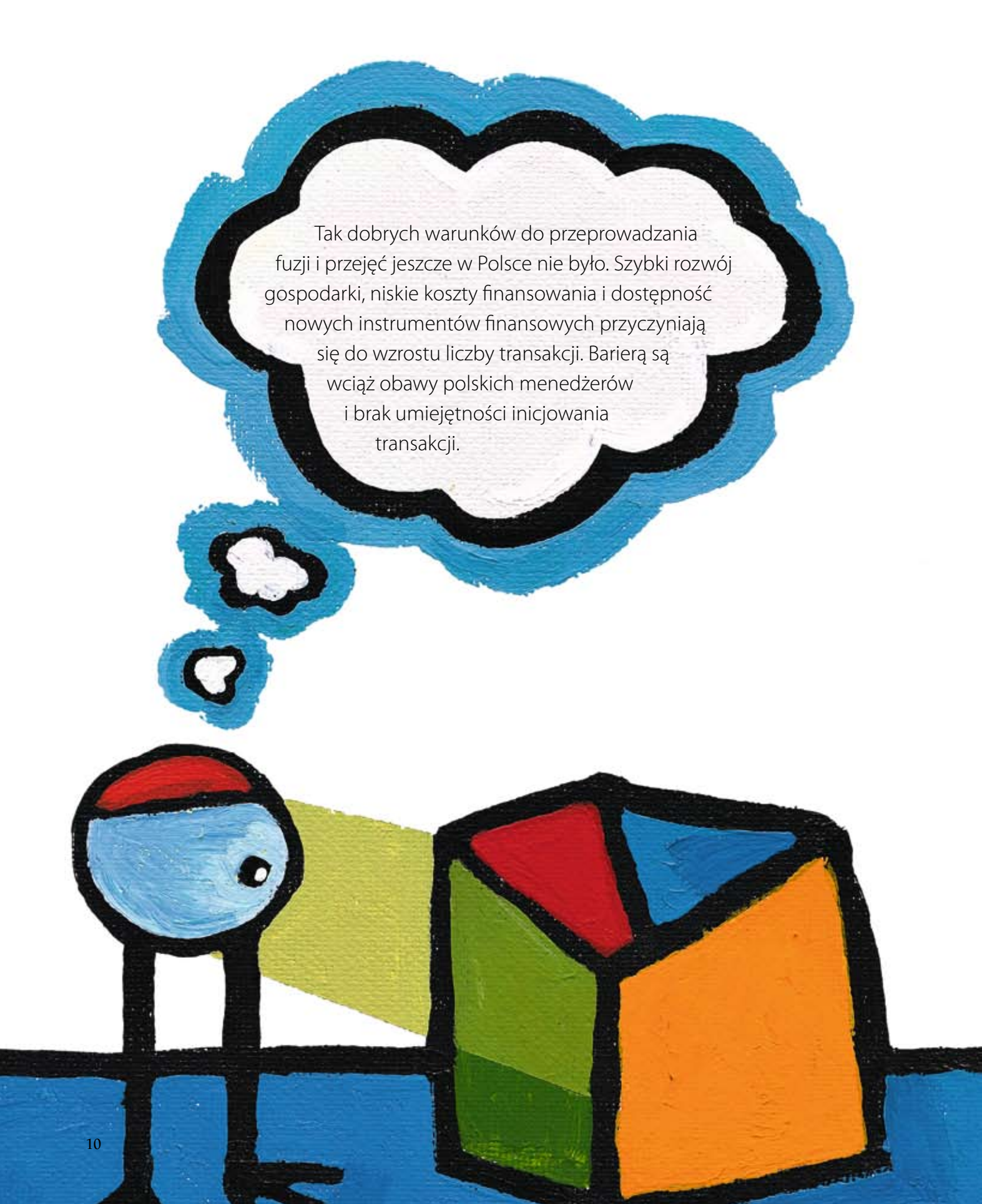




Tak dobrych warunków do przeprowadzania fuzji i przejęć jeszcze w Polsce nie było. Szybki rozwój gospodarki, niskie koszty finansowania i dostępność nowych instrumentów finansowych przyczyniają się do wzrostu liczby transakcji. Barierą są wciąż obawy polskich menedżerów i brak umiejętności inicjowania transakcji.

Bariery i szanse rozwoju rynku fuzji i przejęć w Polsce

Maciej Cieślak

Szybki rozwój polskiej gospodarki i jej rosnąca konkurencyjność zaowocowały szybkim wzrostem liczby oraz wartości transakcji fuzji i przejęć w ostatnich 12 miesiącach. Wpływ na to miała też coraz większa dostępność nowoczesnych instrumentów finansowych, z których mogą korzystać inwestorzy planujący przejęcie innej firmy. Istnieją jednak w Polsce branże, które opierają się trendom konsolidacyjnym. Można przypuszczać, że przyczyną są

bariery psychologiczne właścicieli firm, broniących się przed ich sprzedażą, oraz nieumiejętność inicjowania transakcji, co często już na starcie uniemożliwia jej przeprowadzenie.

Sprzyjające warunki rynkowe

Warunki do przeprowadzania transakcji fuzji i przejęć w Polsce są dziś bardzo dobre. Większość branż znajduje się jeszcze w fazie dojrzewania, co oznacza, że wciąż jest wolne miejsce dla nowych

liderów rynku. Ponadto konkurencja ze strony korporacji zagranicznych, choć znacząca, nie jest jeszcze tak silna, jak na dojrzałych rynkach zachodnioeuropejskich. Dzięki miliardowym dotacjom z Unii Europejskiej oraz atrakcyjnym ofertom banków polskie firmy mają dziś dostęp do tanich inwestycji. Ponadto koszty finansowania transakcji są dziś historycznie najniższe. Przyczyniają się do tego niskie stopy procentowe, tańszy kapitał private equity i kapitał z rynku

splacać rat kapitałowych, zatem najczęściej wymaga spłaty jedynie odsetek. W zamian chce mieć wpływ na to, że spółka zostanie sprzedana lub wprowadzona na giełdę przed wygaśnięciem terminu pożyczki. W ten sposób pozyskuje pieniądze na jej spłatę.

- **Pożyczka mezzanine.** Jest to instrument hybrydowy, łączący w sobie cechy finansowania dłużnego oraz kapitałowego. Ze względu na to, że pożyczka mezzanine jest obciążona większym

Większość branż w Polsce znajduje się jeszcze w fazie dojrzewania, co oznacza, że wciąż jest wolne miejsce dla nowych liderów rynku.

giełdowego, wreszcie łatwiejszy dostęp do nowych instrumentów finansowania, alternatywnych do tradycyjnego długu bankowego.

Nowe metody finansowania

Na początku lat 90. transakcje wykupu były finansowane w całości ze środków własnych spółki przejmującej. Dzisiaj, wzorem dojrzałych rynków kapitałowych Europy Zachodniej i Stanów Zjednoczonych, w Polsce stosuje się coraz bardziej wyrafinowane instrumenty finansowe. Oprócz tak oczywistych źródeł finansowania, jak kapitał własny oraz dług bankowy, w ostatnich latach do Europy Środkowej coraz częściej docierają pośrednie instrumenty finansowe, takie jak:

- **Dług bankowy ze spłatą balonową** (*bullet repayment debt*). Zakładanym źródłem spłaty tej formy długu nie są generowane przez spółkę przepływy gotówkowe, tylko przychody ze sprzedaży akcji spółki. Pożyczkodawca z góry zakłada, że firma nie jest w stanie

ryzykiem niż zwykły dług bankowy, dostawca tego typu finansowania oczekuje znacznie wyższych niż bankowe stóp zwrotu (najczęściej pomiędzy 10% a 15%). Zwrot ten uzyskuje się poprzez kombinację odsetek obsługiwanych na bieżąco (zazwyczaj na poziomie zbliżonym do odsetek bankowych), odsetek naliczanych, ale niespłacanych na bieżąco oraz w formie tzw. warrantu, czyli opcji na zamianę części pożyczki na udział w spółce (zakładając oczywiście, że udział ten w momencie sprzedaży spółki jest więcej wart niż kwota pożyczki, która została na taki udział zamieniona). Niewątpliwą zaletą pożyczki mezzanine jest fakt, iż jest ona traktowana przez banki jako kapitał, dzięki czemu zwiększa bezpieczeństwo finansowania spółki przez bank. Poza tym w momencie inwestycji mezzanine można pominąć kwestię wyceny spółki, często kluczową w transakcjach kapitałowych. Jest to szczególnie istotne dla spółek o dużym potencjale wzrostu, które nie osiągnęły jeszcze wystarczającego poziomu rentowności.

- **Akcje o stałej stopie zwrotu** (*preferred shares*). Jest to instrument kapitałowy charakteryzujący się mniejszym niż kapitał zwykły ryzykiem biznesowym, ale i ograniczonym potencjałem wzrostu. Akcje o stałym zwrocie mają najczęściej sztywno określoną rentowność, posiadają pierwszeństwo nad akcjami zwykłymi do zaspokajania roszczeń z majątku spółki w przypadku jej likwidacji, ale najczęściej nie posiadają prawa głosu. Akcje o stałej stopie zwrotu dają więc większą pewność zwrotu niż akcje zwykłe, ale nie posiadają takiego potencjału wzrostu wartości.

Dzięki wymienionym instrumentom finansowym oraz większej niż kiedykolwiek skłonności polskich banków do podejmowania ryzyka (tj. współfinansowania transakcji 100% wykupów, w tym wykupów menedżerskich) fundusze private equity są w stanie skutecznie konkurować z atrakcyjnym, dzięki wysokimi wycenom, pozyskiwaniem kapitału na giełdzie. Kilka polskich banków wręcz wyspecjalizowało się ostatnio w finansowaniu tego typu transakcji. Jeszcze dwa lata temu trudno było liczyć na pożyczkę bankową przekraczającą trzykrotność zysku EBITDA przejmowanej spółki. Dziś niemal standardem jest współfinansowanie przez banki transakcji do poziomu pięciokrotności EBITDA (a w atrakcyjnych, szybko rosnących branżach banki są skłonne pożyczyć jeszcze więcej).

Za rynkiem muszą nadążyć zarządzający funduszami typu mezzanine, oferujący bardziej ryzykowny instrument niż kredyt bankowy. W konsekwencji pożyczki typu mezzanine oferowane są dzisiaj w wysokości około 150% zysku EBITDA przejmowanej spółki, podczas gdy jeszcze dwa lata temu było to jedynie 50% – 100%. Konkurencją dla funduszy typu mezzanine stają się same banki, które coraz częściej również oferują ten rodzaj pożyczki.

Dziś inwestor zdobywa od instytucji finansowych środki na sfinansowanie

dr Maciej Cieślak, prezes zarządu Holon Consultants

Podatkowe skutki fuzji i przejęć

Przedsiębiorcy bardzo często decydują się dziś na przeprowadzenie restrukturyzacji swoich firm. Szczególne zainteresowanie budzą fuzje i przejęcia, głównie jako instrument rozwoju biznesu.

Na etapie planowania konkretnego scenariusza restrukturyzacji decydujące znaczenie mają kwestie szczegółowe, takie jak skutki prawne i podatkowe transakcji. Nabrały one ostatnio wyjątkowego znaczenia, ponieważ po przyjęciu w Polsce wspólnotowego dorobku prawnego określone struktury restrukturyzacyjne mogą prowadzić do istotnych oszczędności podatkowych. Jest sprawą oczywistą, że planowanie podatkowe transakcji restrukturyzacyjnych musi obecnie uwzględniać nie tylko przepisy polskiego prawa podatkowego, ale także prawo Unii Europejskiej (europejskie dyrektywy wprowadzające neutralność podatkową transakcji restrukturyzacyjnych, przede wszystkim tzw. Merger Directive 90/434/EEC) oraz orzecznictwo Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości w Luksemburgu. W chwili obecnej transakcje takie jak fuzja, przejęcie, połączenie czy aport przedsiębiorstwa mogą, przy zachowaniu pewnych warunków, być całkowicie neutralne podatkowo w zakresie podatków dochodowych. Opodatkowania unika się w takim przypadku w chwili dokonania transakcji i zostaje ono przesunięte w czasie (np. do momentu zbycia restrukturyzowanych składników majątkowych). Pozwala to w głównej mierze uniknąć konieczności ponoszenia podatku z tytułu tzw. cichych rezerw bilansowych, które powstają w momencie przeszacowania wartości księgowej tych składników w stosunku do ich wartości rynkowej w związku z fuzją lub podziałem spółki. Z neutralności podatkowej

w tym zakresie mogą korzystać nie tylko podlegające restrukturyzacji podmioty, ale także ich udziałowcy. Na szczególną uwagę zasługują restrukturyzacje z tzw. elementem międzynarodowym, czyli transakcje, w których biorą udział podmioty z co najmniej dwóch państw. W przypadku takich transakcji często konieczne jest uwzględnienie najkorzystniejszych dla danego podmiotu metod unikania podwójnego opodatkowania, i to nie tylko na etapie samej restrukturyzacji, ale także później, przy dystrybucji zysków z funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Zajmując się w trakcie naszej praktyki planowaniem podatkowym transakcji restrukturyzacyjnych, proponujemy często naszym klientom odpowiednie zabezpieczenie skutków podatkowych tych transakcji za pomocą wiążących interpretacji przepisów prawa podatkowego (*advance tax rulings*). Stosowanie takiego zabezpieczenia jest szczególnie zalecane w sytuacjach, które budzą istotne wątpliwości co do ich kwalifikacji prawno-podatkowej (zwłaszcza w przypadku umów międzynarodowych dotyczących unikania podwójnego opodatkowania).

Wielostronne zabezpieczanie skutków podatkowych restrukturyzacji jest też konieczne ze względu na skłonności organów podatkowych do stosowania tzw. klauzul przeciwko nadużyciom podatkowym (*anti-tax abuse clauses*). Jedną z takich klauzul jest klauzula korzyści ekonomicznych, przewidziana w Ustawie o CIT, zgodnie z którą zasady neutralności podatkowej fuzji i podziałów nie dotyczą transakcji przeprowadzanych bez uzasadnionych przyczyn ekonomicznych, a jedynie dla uniknięcia opodatkowania. Ryzyko ewentualnego sporu podatkowego w tym zakresie może zostać znacznie ograniczone, jeśli strony transakcji przygotowują odpowiednią dokumentację, potwierdzającą ekonomiczne podstawy przekształcenia.

Tomasz Hatylak jest doradcą podatkowym w Kancelarii Prawnej GLN

Marcin Żuk jest doradcą podatkowym w Kancelarii Prawnej GLN



transakcji przejęcia w wysokości około 650% zysku EBITDA przejmowanej spółki. W rezultacie jest w stanie zaoferować za przejmowaną firmę cenę stanowiącą równowartość dziesięciokrotności jej zysku EBITDA, przeznaczając ze środków własnych jedynie 35% tej kwoty. Dzięki tak znacznemu wsparciu może więc nie tylko zaoferować wysoką cenę, ale również na takiej transakcji dobrze zarobić. Warto zwrócić także uwagę na fakt, że

po spełnieniu pewnych warunków transakcje fuzji lub przejęcia mogą być neutralne podatkowo w zakresie podatków dochodowych (patrz ramka **Podatkowe skutki fuzji i przejęć**).

Obawy właścicieli firm

Choć w Polsce są dziś warunki sprzyjające procesom konsolidacyjnym, istnieją branże, w których transakcje tego typu nie są przeprowadzane. Przykła-

dem jest branża kosmetyczna. Na polskim rynku detalicznym, wartym 5 mld złotych, działają wszystkie duże międzynarodowe koncerny, jak L'Oreal, Procter & Gamble, Unilever, oraz kilkanaście firm krajowych średniej wielkości, jak Eris, Oceanic, Kolastyna, DAX i inne. Polscy gracze utrzymują wciąż prawie 50-procentowy udział w rynku, jednak powoli go oddają. Z uwagi na ograniczoną wielkość nie mogą bowiem – tak jak duże koncerny – korzystać z efektów skali w zakresie dystrybucji, kosztów reklamy i promocji czy też badań.

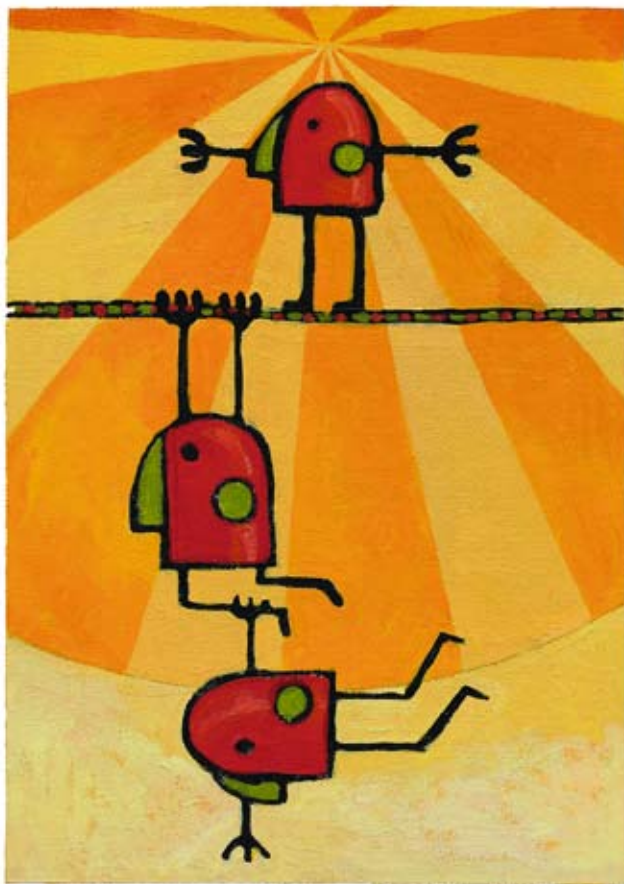
Sytuacja powinna więc skłonić polskie przedsiębiorstwa do konsolidacji, zwłaszcza że wśród uczestników rynku panuje powszechna zgoda co do tego, iż jest na nim miejsce tylko dla 2 – 3 dużych krajowych graczy. I choć pojawiały się próby inicjacji fuzji, tworzenia centrów konsolidacji czy wspólnych grup dystrybucyjnych, żadna z nich nie zakończyła się sukcesem.

Wydaje się, że przyczyną są bariery psychiczne i opór właścicieli firm przed ich sprzedażą. Bo choć słowo „konsolidacja” budzi dziś na ogół pozytywne reakcje, niektórzy polscy przedsiębiorcy wciąż nie są gotowi do skutecznego inicjowania tego procesu. Jak sobie z tym radzić? Naszym zdaniem, pomocne jest przyjęcie odpowiedniej postawy wobec transakcji.

Wyzbycie się nadmiernego przywiązania do własnego biznesu. Mówi się, że podstawowa różnica pomiędzy przedsiębiorcą polskim a amerykańskim polega na tym, że Polak zakłada firmę, by ją prowadzić, a Amerykanin, żeby ją sprzedać. Dlatego polskiemu właścicielowi tak trudno oddać kontrolę nad firmą lub rozstać się z nią. Zwłaszcza wtedy, gdy rynek jest rosnący, a spółka przynosi zyski. Tymczasem właśnie wtedy robi się najlepsze transakcje!

Pogodzenie się z faktem, że „nie ma połączeń, są tylko przejęcia”. Gdy spotykają się dwie podobne spółki, zwykle używa się retoryki „połączenia”. Doświadczenie uczy, że negocjacje rzadko kończą

Choć słowo „konsolidacja” budzi dziś na ogół pozytywne reakcje, niektórzy polscy przedsiębiorcy wciąż nie są gotowi do skutecznego inicjowania tego procesu.



się sukcesem, gdy kompromis zawierany jest, by zapewnić równowagę sił. Im szybciej uda się uzgodnić, która strona przejmuje inicjatywę (i odpowiedzialność), tym łatwiej osiągnąć obopólny sukces.

Determinacja i gotowość do poniesienia kosztów procesu, w przeciwieństwie do postawy „spróbuję, może coś z tego wyjdzie”. Doprowadzenie do transakcji jest możliwe wtedy, gdy jest na nią pełna zgoda właścicieli, a spółka i zarząd są skłonni angażować w nią czas i pieniądze. Spółki z determinacją podchodzące do rozpoczęcia procesu konsolidacji najczęściej decydują się na dodatkowe wsparcie, wynajmując profesjonalnych doradców.

Nieumiejętne inicjowanie transakcji

Nawet jeśli władze spółki mają rzeczywistą wolę przystąpienia do transakcji fuzji bądź przejęcia, często bardzo trudno jest im samodzielnie zainicjować rozmowy na ten temat. Zwłaszcza gdy pertraktuje się z bezpośrednim konkurentem. Wówczas zarządy i właściciele stosują jedno z dwóch skrajnych podejść.

Pierwsze to podejście, które można określić jako „miękkie” – obie strony postanawiają przeprowadzić najpierw razem projekt (np. wspólne zakupy surowców, wprowadzenie produktów jednej spółki do sieci dystrybucji drugiej, unikanie oferowania dumpingowych cen we wspólnych przetargach czy też utworzenie konsorcjum), a dopiero później rozpocząć rozmowy na temat transakcji.

Podejście drugie, które nazywamy „twardym”, to przejście od razu do sedna sprawy i zaproponowanie konkretnej kwoty za przejmowane przedsiębiorstwo, co oczywiście najczęściej spotyka się z równie „twardą” odpowiedzią.

Oba wymienione podejścia mogą doprowadzić do sukcesu, ale przeprowadzanie procesu jest od początku utrudnione. W pierwszym przypadku strony nie podejmują de facto żadnych zobowiązań

związanych z przeprowadzeniem transakcji. Zazwyczaj nie ma nawet harmonogramu doprowadzenia do niej, nie mówiąc o koncepcji połączenia. Wówczas każdy najmniejszy zgrzyt we współpracy, o co nietrudno, nakręca spiralę wzajemnej nieufności i pretensji. Wiele takich projektów nie przeszło nawet przez fazę testowania, a ich uczestnicy do dziś są wrogami. Nawet wtedy, gdy współpraca układa się pomyślnie, z upływem czasu zmienia się sytuacja spółek i ich właścicieli, pojawiają się nowe okoliczności i temat często wygasa lub staje się zbyt trudny.

W drugim przypadku strony od razu przyjmują pozycję, z których trudno wyjść. Propozycja ceny podana przez sprzedającego z reguły ma się nijak do rzeczywistej wyceny spółki i ma na celu

transakcji (wynajęcie doradcy przecież kosztuje) i jednocześnie wprowadza element przetargu. Doradcy analizują różne możliwości i jako cel przejęcia biorą pod uwagę także inne spółki. Profesjonalnemu doradcy łatwiej jest zainicjować rozmowy z wieloma kandydatami oraz wprowadzić je w ramy kontrolowanego procesu. Ponadto nie działa on pod wpływem zbędnych emocji, zwłaszcza gdy trzeba rozmawiać z dotychczasowymi konkurentami.

Bariery psychiczne zarządów firm oraz nieumiejętność inicjowania transakcji fuzji lub przejęć to czynniki, które mogą w najbliższej przyszłości hamować procesy konsolidacyjne w Polsce. Pomoc doradcy na pewno może być bardzo cenna

Doprowadzenie do transakcji jest możliwe wtedy, gdy jest na nią pełna zgoda właścicieli, a spółka i zarząd są skłonni angażować w nią czas i pieniądze.

sprawdzenie, ile kupujący jest gotów zapłacić. Z kolei najwyższa suma akceptowalna przez kupującego oparta jest na niepełnych danych o firmie, zdobytych zwykle na własną rękę. To za mało, aby mieć prawdziwy obraz sytuacji i przymierzyć się do rzeczywistej wyceny.

Bezpiecznym rozwiązaniem jest zatrudnienie profesjonalnych doradców, zwłaszcza gdy do transakcji fuzji czy przejęcia podchodzi się po raz pierwszy. Korzystając z ich pomocy, przejmujący przekazuje drugiej stronie dwa ważne sygnały. Upewnia ją, że ma rzeczywistą wolę doprowadzenia do finalizacji

w czasie podpisywania listu intencyjnego, przygotowania oferty wstępnej, negocjacji kluczowych warunków transakcji, przygotowania oferty warunkowo wiążącej, przeprowadzenia badania spółki czy negocjacji końcowych i przygotowania umów. Na tym jednak rola doradców się nie kończy. Po zamknięciu transakcji wielu z nich uczestniczy w procesie integracji łączących się spółek, od którego zależy, czy transakcja przyniesie oczekiwane korzyści. Jest to najeżony trudnościami, skomplikowany proces, któremu poświęcone są kolejne rozdziały dodatku. **B**