

Proces nabycia spółki zagranicznej przez polskiego przedsiębiorcę

[Link do playlisty](#)

1. Wprowadzenie.
2. Na czym polega proces przejęcia spółki zagranicznej?
3. Dokumenty wstępne.
4. Badanie due diligence spółki.
5. Finansowanie transakcji.
6. Umowa sprzedaży udziałów/akcji.
7. Umowa wspólników / umowa inwestycyjna.
8. Umowa przedwstępna i spełnienie warunków zawieszających.
9. Zamknięcie transakcji.
10. Czynności po zamknięciu.
11. Transakcja w czasie.
12. Kluczowe błędy popełniane w procesie przejęcia spółki zagranicznej.
13. Zakończenie.

1. Wprowadzenie

W ostatnich latach obserwujemy u polskich przedsiębiorców znaczący wzrost zainteresowania przejmowaniem prywatnych spółek zagranicznych.

Kluczowe korzyści:

- atrakcyjny sposób **wejścia na nowy rynek zagraniczny** (przejęcie jest z reguły znacznie **szybsze** niż rozwój organiczny; często przejmuje się spółkę z wypracowaną już pozycją na lokalnym rynku, nierzadko z rozpoznawalnymi markami, produktami, siecią sprzedaży, stałymi odbiorcami, czy wypracowanymi przez lata rabatami u dostawców, a także z kadrą znającą lokalne realia) = **większa szansa** na wejście na rynek zagraniczny z **sukcesem**;
- możliwość **poszerzenia gamy produktów bądź technologii** w całej grupie o istniejące w przejętej spółce;
- przejęcie spółki zagranicznej odbywa się na poziomie **właścicielskim**, a **nie polega na przenoszeniu majątku samej spółki** – w konsekwencji wszelkie umowy, kontrakty handlowe, zlecenia, znaki towarowe, wynegocjowane rabaty, a także pracownicy, pozostają bez zmian w nabywanej spółce bez konieczności uzyskiwania zgód na ich przenoszenie (wyjątkiem są umowy z klauzulami „*change of control*”, o których będzie mowa w dalszej części);
- przejmowanie **zagranicznej konkurencji**.

2. Na czym polega proces przejęcia spółki zagranicznej?

Przejęcie spółki zagranicznej polega na nabyciu jej udziałów lub akcji (w zależności od typu nabywanej spółki). Możemy wyróżnić trzy główne warianty przejęcia, uzależnione od ilości nabywanych udziałów lub akcji:

- (a) nabycie 100% udziałów/akcji;
- (b) nabycie większościowego pakietu udziałów/akcji (przejęcie kontroli);
- (c) nabycie równego bądź mniejszościowego pakietu.

Nabycie 100% udziałów

Jest to najbardziej podstawowa forma przejęcia spółki zagranicznej. W rezultacie nabycia wszystkich udziałów bądź akcji w przejmowanej spółce, polski przedsiębiorca staje się jej jedynym wspólnikiem.

Nabycie większościowego pakietu udziałów/akcji (przejęcie kontroli)

W tym scenariuszu polski przedsiębiorca nabywa pakiet udziałów/akcji, który daje mu kontrolę nad spółką. Nie zawsze oznacza to 50%+1 udziałów. Najczęściej nabywający dąży do posiadania większości głosów umożliwiającej kontrolę nad zmianą umowy spółki lub nad czynnościami takimi jak połączenie, przekształcenie czy likwidacja, które w zależności od jurysdykcji mogą wymagać większości głosów znacznie wyższych, niż 50%+1.

Nabycie mniej, niż 100% udziałów, najczęściej występuje w sytuacji:

- gdy sprzedający udziały posiada pakiet <100% udziałów, a wspólnik mniejszościowy nie bierze udziału w transakcji; lub
- gdy kupujący udziały polski przedsiębiorca celowo pozostawia/przekazuje/sprzedaje mniejszościowy pakiet na rzecz np. członków zarządu lub innych kluczowych dla spółki zagranicznej pracowników, aby związać ich ze spółką.

Nabycie <100% udziałów związane jest z reguły z zawarciem umowy wspólników z pozostałymi wspólnikami spółki zagranicznej.

Nabycie 50% lub mniej udziałów

Jest to najrzadziej występujący w praktyce wariant nabycia spółki zagranicznej przez polskich przedsiębiorców, ponieważ z reguły nie daje on nabywcy realnej samodzielnej kontroli nad spółką (wyjątek: nabycie spółki z bardzo rozdrobnionym i nieaktywnym akcjonariatem – kupujący nie ma jednak pewności, że stan ten utrzyma się w przyszłości).

Najczęściej scenariusz ten wiąże się z zawarciem umowy wspólników ze wspólnikiem większościowym nabywanej spółki lub z innymi wspólnikami mniejszościowymi, tak aby suma głosów posiadanych przez strony umowy wspólników zapewniała pożądaną większość na zgromadzeniu wspólników nabywanej spółki, a w konsekwencji kontrolę nad powoływaniem zarządu, zmianami umowy spółki, podziałem zysku czy innymi czynnościami zastrzeżonymi do decyzji wspólników.

Umowa wspólników, o czym będzie mowa w dalszej części, nie daje jednak całkowitej gwarancji, że zamierzony interes polskiego przedsiębiorcy kupującego mniejszościowy pakiet w spółce zagranicznej zostanie w całości zrealizowany. Scenariusz ten niesie więc za sobą podwyższone ryzyko dla nabywającego udziały.

Nabycie pakietu mniejszościowego może natomiast dać tzw. kontrolę negatywną – tzn. możliwość blokowania podejmowania określonych czynności w spółce (w zależności od większości głosów wymaganej dla danej czynności zgodnie z lokalnym prawem bądź umową spółki).

3. Dokumenty wstępne

Transakcja nabycia udziałów/akcji w spółce zagranicznej rzadko rozpoczyna się od razu od negocjowania głównej umowy sprzedaży udziałów czy umowy wspólników (w przypadku nabywania <100% udziałów). W tej wstępnej fazie, strony chcą zagwarantować sobie **poufność**, niekiedy udzielić **wyłącznieści**, a przede wszystkim wyrazić **zamiar uczestnictwa w transakcji** i ustalić jej najbardziej **podstawowe warunki**.

Tym celom służą następujące dokumenty:

- (a) List intencyjny;
- (b) Umowę o zachowaniu poufności;
- (c) Term Sheet.

List Intencyjny

List intencyjny (ang. *Letter of Intent; Lol*) jest dokumentem wyrażającym **zainteresowanie nabyciem udziałów** w danej spółce i proponującym **wstępne i podstawowe warunki transakcji**. Z założenia jest to dokument sporządzany przez stronę zainteresowaną nabyciem udziałów (tu: polskiego przedsiębiorcę) i przekazywany właścicielowi udziałów w danej spółce zagranicznej, który według naszej wiedzy może rozważać zbycie tych udziałów.

Charakterystyczne elementy:

- zastrzeżenie, że List Intencyjny **nie jest prawnie wiążący dla stron** (Lol to nie oferta, jego celem jest poinformowanie o zainteresowaniu nabyciem udziałów, a nie zawarcie tą drogą prawnie wiążącej umowy sprzedaży udziałów) – **wyjątkiem** są np. postanowienia dot. **poufności** i **wyłącznieści**;
- na tym etapie polski przedsiębiorca najczęściej nie ma pełnej wiedzy o kondycji finansowej i prawnej danej spółki zagranicznej, zatem rzadko w Lol podaje się konkretną proponowaną **cenę za udziały** – znacznie częściej wskazuje się **mechanizm jej wyliczenia**;
- inne przykładowe postanowienia: harmonogram negocjacji i transakcji; zobowiązanie do negocjacji w dobrej wierze; podstawowe warunki umowy wspólników, zarys pakietu pracowniczego; itp.

W praktyce zdarza się, że List Intencyjny jest negocjowany i podpisywany przez obie strony, co zbliża go do Term Sheetu, o którym będzie mowa w dalszej części.

Umowa o zachowaniu poufności

Umowa o zachowaniu poufności (ang. *Confidentiality Agreement; Non-Disclosure Agreement; NDA*) jest **prawie wiążącym dokumentem**, w którym obie strony zobowiązują się do zachowania w poufności przekazywanych sobie poufnych informacji nt. negocjacji, drugiej strony, dokumentów transakcyjnych i przede wszystkim sprzedawanej spółki (tajemnica przedsiębiorstwa).

Dobrze skonstruowany NDA powinien standardowo zawierać:

- określenie tego, co jest poufne i chronione NDA;
- sprecyzowanie celu, w jakim informacje poufne są przekazywane drugiej stronie;
- zobowiązanie do niewykorzystywania tych informacji w innym celu;
- sposób postępowania z otrzymanymi informacjami poufnymi, np. że polski przedsiębiorca może je udostępniać swoim pracownikom, doradcom prawnym i finansowym oraz bankowi i jego pracownikom – w zakresie uzyskiwania finansowania (takie uprawnienia często warunkowane są uzyskaniem lustrzanych NDA od tych podmiotów przed przekazaniem ich tych informacji);
- okres obowiązywania (np. dwa lata od przekazania informacji, niezależnie, czy dojdzie do transakcji);
- wyjątki, w których przekazanie informacji poufnej nie będzie stanowiło naruszenia NDA (np. ostateczny nakaz sądowy lub organu administracji);
- zobowiązanie do zwrócenia lub zniszczenia informacji poufnych po zakończeniu okresu obowiązywania (ewentualnie wcześniej, jeśli nie dojdzie do transakcji).

Umowa o zachowaniu poufności – ciąg dalszy

W większości jurysdykcji może pojawić się praktyczny problem ze **skutecznym egzekwowaniem** od drugiej strony nakazu zachowania poufności (w rozważanym scenariuszu będzie to głównie zmartwienie sprzedającego udziały w zagranicznej spółce, który przekazuje informacje nt. spółki polskiemu przedsiębiorcy).

Wynika to z trudności w **udowodnieniu**, że druga strona w sposób **nieuprawniony ujawniła informacje poufne** (szczególnie przy większej liczbie potencjalnych kupujących, z którymi sprzedający prowadzi negocjacje).

Jeszcze większym problemem może być **wykazanie rozmiaru poniesionej szkody** (szczególnie, gdy w grę wchodzi przyszłe utracone korzyści).

W związku z powyższym, w Umowach o zachowanie poufności można spotkać sankcję pod postacią **kary umownej** (lub świadczenia gwarancyjnego). Nie można jednak powiedzieć, aby był to utarty standard rynkowy w każdej jurysdykcji, zatem polski przedsiębiorca występujący w roli potencjalnego kupującego spółki zagranicznej i odbiorcy informacji poufnych, nie w każdej jurysdykcji spotka się z propozycją takiego zapisu.

Term Sheet (Podsumowanie Podstawowych Warunków Transakcji)

Term Sheet to porozumienie, w którym sprzedający udziały w zagranicznej spółce oraz zainteresowany ich nabyciem polski przedsiębiorca ustalają **zarys najważniejszych warunków przyszłej transakcji**.

W praktyce, Term Sheet często **konsumuje** wspomniane wcześniej **List Intencyjny** i **Umowę o zachowaniu poufności**. Inne charakterystyczne elementy Term Sheetów:

- podpisywany jest przez wszystkie strony przyszłej transakcji;
- **nie jest prawnie wiążący dla stron** – **wyjątkiem** są np. postanowienia dot. **poufności** i **wyłącznieści**;
- jeśli polski przedsiębiorca przed podpisaniem Term Sheetu otrzymał jakieś informacje nt. kondycji finansowej spółki, zdarza się, że podaje konkretną proponowaną **cenę za udziały** – jeśli nie ma żadnych informacji na ten temat, najczęściej wskazuje się **mechanizm jej wyliczenia**;
- inne przykładowe postanowienia: harmonogram negocjacji i transakcji; zobowiązanie do negocjacji w dobrej wierze; podstawowe warunki umowy wspólników, zarys pakietu pracowniczego; itp.

Polski przedsiębiorca, jeśli to możliwe, powinien dążyć do uzyskania **wyłącznieści** na prowadzenie negocjacji. Czasami sprzedający przyznaje wyłącznieść na **cały proces**, czasami tylko na etap **negocjacji umowy sprzedaży udziałów**. Powinno się dokładnie oznaczyć **okres**, na jaki przyznano wyłącznieść.

4. Badanie due diligence spółki

Przed podjęciem ostatecznej decyzji o zakupie udziałów oraz negocjacjami umowy sprzedaży udziałów, kupujący bada spółkę (tzw. *due diligence*).

Jaki jest główny cel *due diligence*?

- **zmniejszenie dysproporcji** w posiadanych **informacjach** nt. spółki pomiędzy sprzedającym a kupującym;
- zidentyfikowanie **ryzyk** i innych informacji mogących mieć **wpływ na cenę** / potwierdzenie wartości spółki;
- ustalenie możliwości / sposobu **integracji spółki zagranicznej z polskim przedsiębiorcą** po jej nabyciu;
- podjęcie **ostatecznej decyzji** o zakupie udziałów bądź odstąpieniu od transakcji.

Możliwe są różne rodzaje badań *due diligence* w zależności od przedmiotu działalności spółki, np.:

- (a) prawne;
- (b) finansowe;
- (c) podatkowe i księgowo;
- (d) środowiskowe;
- (e) techniczne.

Badanie *due diligence* spółki – ciąg dalszy

Due diligence (DD) ze względu na swój **zakres**, zaangażowanie **dużych nakładów pracy w krótkim czasie** oraz **specjalistyczną wiedzę** z różnych dziedzin, wykonywane jest z reguły przez **profesjonalnych doradców** (prawnych, finansowych, podatkowych, księgowych, środowiskowych, technicznych, itd.).

Doradcy sporządzają dla zleceniodawcy (polskiego przedsiębiorcy) raporty ze swoich badań. Na rynku funkcjonują różne rodzaje raportów: od **raportów opisowych** (opis wszystkich przejranych dokumentów) po tzw. **raporty *red flag*** (pol. czerwona flaga), które ograniczają się wyłącznie do wskazania zidentyfikowanych zagrożeń oraz rekomendacji, jak dane ryzyko zmitygować.

To właśnie **raport *red flag*** jest z reguły **najbardziej praktycznym** narzędziem oceny ryzyka dla polskiego przedsiębiorcy planującego nabycie spółki zagranicznej. Przynajmniej część doradców przy DD będzie specjalistami **zagranicznymi** – planując proces należy więc uwzględnić język raportu i ew. tłumaczenia.

Zdarza się też (najczęściej w **dużych procesach** i w spółkach, w których **właściciel udziałów nie ma bieżącej wiedzy o sprzedawanej spółce**), że przed *due diligence* prowadzonym przez potencjalnych kupujących, swoje własne ***vendor due diligence*** zleca **sprzedający**, aby przed negocjacjami umowy sprzedaży udziałów posiadać szczegółową wiedzę nt. ewentualnych **problemów istniejących w spółce**, zanim zgłosi je potencjalny kupujący.

5. Finansowanie transakcji

Polscy przedsiębiorcy finansują akwizycje spółek zagranicznych z różnych źródeł.

Przede wszystkim są to:

- (a) **środki własne** polskiego przedsiębiorcy;
- (b) **dług**: kredyt akwizycyjny, obligacje;
- (c) **współinwestor**: branżowy, finansowy (np. fundusz inwestycyjny), instytucjonalny (np. Fundusz Ekspansji Zagranicznej);
- (d) **alternatywa – zakup bezgotówkowy**: nabycie udziałów w spółce zagranicznej w zamian za udziały własne

W niektórych procesach możliwy jest powyższy scenariusz zakupu bezgotówkowego (gdy sprzedający dąży do **współpracy** bądź **przejęcia części udziałów w polskim przedsiębiorcy**, a nie do spieniężenia posiadanych udziałów spółki zagranicznej). Wariant ten wymaga współdziałania na poziomie właścicielskim polskiego przedsiębiorcy, a nie tylko na poziomie samego zarządu polskiego przedsiębiorcy. W takiej sytuacji **właściciel zagranicznej spółki** może np. wnieść posiadane w niej udziały do polskiego przedsiębiorcy jako wkład niepieniężny (**aport**) w zamian za **objęcie** uzgodnionego **pakietu nowych udziałów bądź akcji w polskim przedsiębiorcy**.

6. Umowa sprzedaży udziałów/akcji

Polski przedsiębiorca nabywa udziały/akcje w spółce zagranicznej na mocy **Umowy sprzedaży udziałów lub akcji** (ang. *Share Purchase Agreement; SPA*).

W dużym uproszczeniu można stwierdzić, że w zależności od struktury transakcji, występują trzy podstawowe typy Umowy sprzedaży udziałów:

- (a) **umowa sprzedaży** – gdy nie ma do spełnienia żadnych warunków, strony od razu na mocy tej umowy przenoszą własność udziałów;
- (b) **umowa przedwstępna i umowa przyrzeczona** – gdy strony zobowiązują się do zawarcia umowy przyrzeczonej (faktycznie przenoszącej własność udziałów) po spełnieniu się określonych warunków;
- (c) **umowa warunkowa** – gdy skutek przeniesienia własności udziałów następuje „automatycznie” po spełnieniu się warunków zawieszających, bez konieczności zawierania dodatkowej umowy przyrzeczonej.

Umowa sprzedaży udziałów/akcji – podstawowe klauzule

Każda umowa sprzedaży udziałów skrojona jest na miarę pod konkretną spółkę i scenariusz transakcji. Występują jednak elementy, które powinny być wspólne dla wszystkich takich umów, np.:

- rozstrzygnięcie, z jakim **typem SPA** mamy do czynienia (umowa sprzedaży / umowa przedwstępna + umowa przyrzeczona / umowa warunkowa);
- precyzyjne określenie **stron, spółki, ilości** (serii, numerów, opłacenia, sposobów uprzywilejowania, itp.) sprzedawanych **udziałów** lub **akcji**;
- potwierdzenie, że strony mają **zdolność zawarcia umowy** (np. **zgody korporacyjne** stron i spółki);
- potwierdzenie **braku obciążeń** na przenoszonych udziałach/akcjach;
- precyzyjne określenie **ceny** (najczęściej: **konkretna kwota** / możliwe też określenie poprzez **mechanizm wyliczenia ceny**, jednak musi być on jednoznaczny i precyzyjny);
- precyzyjne określenie momentu, w którym **tytuł** do udziałów przechodzi ze sprzedającego na polskiego przedsiębiorcę (np. moment zawarcia SPA / obciążenie rachunku polskiego przedsiębiorcy / uznanie rachunku sprzedającego udziały – ważne, żeby mieć potwierdzenie);
- dopełnienie **obowiązków danej jurysdykcji** dla **skutecznego przeniesienia udziałów/akcji** (np. przeniesienie posiadania odcinków zbiorowych, wpis do księgi akcyjnej, rejestracja przez sąd, itp.)
- określenie **warunków / zobowiązań** i stron odpowiedzialnych za ich spełnienie pomiędzy zawarciem umowy przedwstępnej a zawarciem umowy przyrzeczonej (ew. po zawarciu umowy warunkowej)
- określenie sposobu i terminu zapłaty ceny.

Umowa sprzedaży udziałów/akcji – rozliczenie ceny

Nie zawsze całość ceny za nabyte udziały płaćna jest przez polskiego przedsiębiorcę w dniu zamknięcia transakcji. W zależności od charakterystyki nabywanej spółki zagranicznej, możliwe są m.in. następujące warianty rozliczenia ceny sprzedaży:

- płatność **uzgodnionej ceny** w dniu zamknięcia transakcji (nabycia udziałów) – sprawdza się przy jednej umowie; jednak jeśli w transakcji mamy umowę przedwstępną i przyrzeczoną, to istnieje ryzyko, że cena uzgodniona kilka miesięcy wcześniej w umowie przedwstępnej będzie nieadekwatna przy zamknięciu transakcji, tj. zawarciu umowy przyrzeczonej;
- mechanizm **dostosowania ceny** (ang. *purchase price adjustment*) – stosowany szczególnie w transakcjach, w których następuje okres oczekiwania pomiędzy podpisaniem umowy przedwstępnej i umowy przyrzeczonej (np. na decyzję urzędu antymonopolowego) – cena wyliczona jest na podstawie uzgodnionych kryteriów na dzień podpisania umowy przedwstępnej, a następnie zaktualizowana wg wskaźników na dzień zamknięcia transakcji i rozliczona w jedną lub w drugą stronę;
- mechanizm **locked box** (pol. zamknięte pudełko) – alternatywa dla mechanizmu dostosowania ceny, zapewnia „sztywną” cenę w czasie, jednak pod warunkiem, że nie spółka nie dopuści do żadnych uszczupień majątku poza zwykłą, bieżącą działalnością;
- **earn-out** czyli zapłata części ceny/dodatкового wynagrodzenia pod warunkiem/na podstawie przyszłych wyników spółki; do weryfikacji uzgodnionych parametrów dochodzi najczęściej w przedziale 6-36 miesięcy po sprzedaży udziałów.

Umowa sprzedaży udziałów/akcji – odpowiedzialność sprzedającego (1/2)

Odpowiedzialność sprzedającego udziały oparta jest przeważnie na tzw. **oświadczeniach i zapewnieniach** (and. *representations & warranties, R&W*). Sprzedający udziały w zagranicznej spółce składa w SPA polskiemu przedsiębiorcy oświadczenia i zapewnienia m.in. co do stanu spraw w sprzedawanej spółce, jak i tytułu do sprzedawanych udziałów. Jeśli po sprzedaży któreś ze złożonych **zapewnień** okaże się **nieprawdziwe, niepełne lub nierzetelne**, to co do zasady **sprzedający ponosi odpowiedzialność za różnicę** pomiędzy stanem, w jakim byłaby spółka, gdyby dane zapewnienie było **prawdziwe**, a stanem, w jakim spółka jest w **rzeczywistości**, gdy dane zapewnienie okazało się w części lub całości nieprawdziwe bądź nierzetelne. Często stosuje się też tzw. **remedy period**, czyli krótki okres, w którym sprzedający może „naprawić” zaistniały problem i **przywrócić** sytuację do stanu, o którym zapewniał – dopiero gdy tego nie dokona w tym terminie, kupujący może dochodzić swoich roszczeń.

W interesie polskiego przedsiębiorcy jest uzyskanie jak najszerszego katalogu *representations & warranties* od sprzedającego udziały w spółce zagranicznej.

Dodatkowo, w Umowie sprzedaży udziałów/akcji występuje instytucja zwolnienia z odpowiedzialności (ang. *indemnity*). Stosuje się ją do skonkretyzowanych, zidentyfikowanych (najczęściej w procesie *due diligence*) i bardzo prawdopodobnych ryzyk. Zgodnie z klauzulą *indemnity*, sprzedający zobowiązuje się zwolnić spółkę od odpowiedzialności wynikającej z ostatecznego zmaterializowania się danego ryzyka. Przykład: niezapłacone podatki.

Umowa sprzedaży udziałów/akcji – odpowiedzialność sprzedającego (2/2)

Polski przedsiębiorca może się spodziewać, że sprzedający udziały w spółce zagranicznej będzie starał się wprowadzić ograniczenia swojej odpowiedzialności, np.

- **limit odpowiedzialności** (do liczbowo zapisanej kwoty bądź do % ceny sprzedaży);
- skrócony **okres odpowiedzialności z oświadczeń i zapewnień** (krótszy, niż okres ustawy w danej jurysdykcji – najistotniejsze aby zachować **ustawowe okresy odpowiedzialności dla tytułu do udziałów oraz podatków**);
- tzw. **de minimis**, które ma zapobiegać sporom sądowym o stosunkowo niewielkie kwoty – zgodnie z tą klauzulą kupujący nie może dochodzić roszczenia, jeśli jego wartość nie przekroczyła określonego progu (np. 1% ceny);
- tzw. **basket**, klauzula podobna do *de minimis* i czasem występująca obok niego, polegająca na tym, że aby kupujący mógł dochodzić roszczeń, ich suma musi przekroczyć ustalony próg (np. 3% ceny).

Z punktu widzenia polskiego przedsiębiorcy, istotne może być uzyskanie od sprzedającego **zabezpieczenia roszczeń** z umowy. Najpopularniejszymi rodzajami zabezpieczeń są:

- rachunek **escrow**;
- **zatrzymanie części ceny**;
- **gwarancja bankowa**;
- **hipoteka** na nieruchomościach sprzedającego.

Umowa sprzedaży udziałów/akcji – inne postanowienia (1/2)

Termin Ostateczny / *Deadline / Long-Stop Date*

Występuje w **umowach przedwstępnych** i w **umowach warunkowych**. Najczęściej określony konkretną datą bądź upływem określonej ilości dni/tygodni/miesiący od podpisania danej umowy. Jeżeli do tego dnia **warunki zawieszające** określone w danej umowie **nie zostaną spełnione**, umowa **wygasa** i transakcja nie dochodzi do skutku (chyba, że strony postanowią inaczej).

Zakaz konkurencji dla sprzedającego, zakaz pozyskiwania pracowników

Gdy polski przedsiębiorca przejmuje spółkę zagraniczną, często zależy mu na tym, aby **sprzedający** nie wykorzystał swojej wiedzy, doświadczeń i kontaktów na lokalnym rynku, by zaraz po sprzedaży jednej spółki otworzyć **konkurencyjny biznes**. W takich wypadkach zastrzega się np. 2-3 letni **zakaz konkurencji** dla sprzedającego i jego podmiotów zależnych (z zastrzeżeniem, że wynagrodzenie za ten czas było częścią ceny). Istotne jest w tym wypadku dokładne określenie zakresu przedmiotowego i podmiotowego.

Podobnie zastrzega się zakaz pozyskiwania pracowników ze sprzedanej spółki w drodze oferowania im pracy u siebie (wyjątkiem jest z reguły odpowiedź na publiczne ogłoszenie).

Umowa sprzedaży udziałów/akcji – inne postanowienia (2/2)

Prawo polskie czy prawo siedziby spółki?

Co do zasady możliwe jest zawarcie umowy sprzedaży udziałów/akcji spółki zagranicznej, która będzie **rzządzona prawem innego kraju, niż kraj siedziby spółki**, np. prawem polskim, jeżeli strony tak postanowią. Jeśli siła negocjacyjna polskiego przedsiębiorcy pozwoli mu wywalczyć taki przywilej, to należy pamiętać, aby nawet w takiej sytuacji dochować **elementów wymaganych prawem siedziby spółki do skutecznego przeniesienia własności udziałów lub akcji** (np. forma szczególna, przeniesienie posiadania odcinków zbiorowych, oświadczenie na odcinkach zbiorowych, rejestracja przez sąd, itp.). Zmiana jurysdykcji nie anuluje też **wewnętrznych obowiązków korporacyjnych** (np. zgoda na przeniesienie, pierwokup).

Jurysdykcja sądów powszechnych czy arbitraż?

W zależności od państwa siedziby spółki występują różne trendy w popularności **zapisów na sąd arbitrażowy**. W niektórych krajach panuje opinia, że arbitrzy sądów arbitrażowych mają lepsze biznesowe przygotowanie do rozstrzygania sporów na gruncie takich umów jak SPA.

Z drugiej strony, sędziowie sądów powszechnych mają w wielu krajach bardzo dobre **przygotowanie biznesowe**, a postępowania przed tymi sądami **nie trwają dłużej**, niż przed sądami arbitrażowymi.

Praktyczna porada: **zapis na sąd arbitrażowy** powinien zależeć od **jurysdykcji** i od **wartości transakcji** (aby nie okazało się, że koszt postępowania może w praktyce blokować celowość zgłaszania roszczeń).

7. Umowa wspólników / umowa inwestycyjna

Transakcjom, których przedmiotem **nie jest 100% udziałów** w danej spółce, często towarzyszy zawarcie **umowy wspólników** lub **umowy inwestycyjnej** z innymi wspólnikami danej spółki.

Celem takiej umowy jest najczęściej:

- uzgodnienie zasad współpracy wspólników spółki i wspólnego okresu inwestycji;
- ustalenie zasad ładu korporacyjnego;
- złożenie opcji put i opcji call;
- ustanowienie prawa przyłączenia i prawa przyciągnięcia do sprzedaży;
- ustanowienie zakazu konkurencji.

Umowa wspólników – przykładowe postanowienia (1/2)

Uzgodnienie zasad **ładu korporacyjnego** (*corporate governance*), to m.in.:

- ustalenie liczebności organów oraz kadencji ich członków;
- ustalenie sposobu powoływania, zawieszania i odwoływania członków organów (zgromadzenie/uprawnienia osobiste);
- określenie zakresu kompetencji poszczególnych organów, w tym odpowiednie „sterowanie” wymaganymi większościami i kworum, aby zapewnić faktyczne prawo weta dla najważniejszych decyzji mniejszościowym wspólnikom (jeśli takie są ustalenia);
- ustalenie zasad wypłaty dywidendy bądź zatrzymywania zysków w spółce.

Złożenie uzgodnionych **opcji put** i **opcji call** (w zależności od jurysdykcji dot. spółki i umowy wspólników):

- **opcja put** – złożenie, z reguły przez wspólnika większościowego, nieodwołalnych ofert kupna na żądanie wspólników mniejszościowych wszystkich udziałów posiadanych w danym czasie przez wspólników mniejszościowych za określoną cenę (czasami pod określonymi warunkami);
- **opcja call** – złożenie, z reguły przez wspólników mniejszościowych, nieodwołalnych ofert sprzedaży na żądanie wspólnika większościowego wszystkich udziałów posiadanych w danym czasie przez wspólników mniejszościowych za określoną cenę (czasami pod określonymi warunkami).

Umowa wspólników – przykładowe postanowienia (2/2)

Ustanowienie **prawa przyciągnięcia do sprzedaży** (*drag-along right*) i **prawa przyłączenia do sprzedaży** (*tag-along right*). Klauzule te mają zastosowanie, gdy zewnętrzny inwestor zgłasza chęć nabycia wszystkich udziałów od wspólnika większościowego. W takiej sytuacji:

- wspólnik **większościowy** może skorzystać z **prawa przyciągnięcia do sprzedaży** i w ten sposób „przymusić” mniejszościowych wspólników do sprzedaży ich udziałów wraz z nim do takiego zewnętrznego inwestora, na takich samych warunkach;
- każdy wspólnik **mniejszościowy** może skorzystać z **prawa przyłączenia do sprzedaży** i w ten sposób „przymusić” większościowego wspólnika do sprzedaży swoich udziałów wraz z nim do takiego zewnętrznego inwestora, na takich samych warunkach.

Zakaz konkurencji

Mogą istnieć różne struktury wspólników / akcjonariuszy mniejszościowych w spółce, w której większościowy udział nabywa polski przedsiębiorca. Udział mniejszościowy może należeć np. do założycieli, inwestorów finansowych, pracowników, czy kardy menedżerskiej. W zależności od faktycznej struktury akcjonariatu w spółce, polskiemu inwestorowi może zależeć na związaniu wszystkich wspólników zakazem konkurencji. W szczególnych sytuacjach (połączonych np. z odkupem udziałów albo zatrzymaniem członków zarządu na określony z góry czas), zakaz konkurencji można przedłużyć na okres po wyjściu danego wspólnika ze spółki. Należy pamiętać o wyłączeniu spod zakazu polskiego przedsiębiorcy.

8. Umowa przedwstępna i spełnienie warunków zawieszających

Najczęściej występującym w praktyce scenariuszem transakcji nabycia udziałów w spółce zagranicznej przez polskiego przedsiębiorcę jest wariant **umowy przedwstępnej i umowy przyrzeczonej**.

Jak wspomniano w poprzednich częściach, w tym scenariuszu strony zawierają **umowę przedwstępną**, w której zobowiązują się do zawarcia **umowy przyrzeczonej** (tj. przenoszącej własność udziałów/akcji), o ile ziszczą się określone w umowie przedwstępnej **warunki zawieszające**.

Po ich ziszczeniu się, strony spotykają się w uzgodnionym miejscu na tzw. zamknięcie transakcji (ang. *Closing*), podczas którego m.in. dochodzi do zawarcia umowy przyrzeczonej i dokonania wymaganych prawem czynności, aby skutecznie przenieść własność udziałów. Regułą jest też płaćność ceny na zamknięciu.

Umowa przedwstępna i spełnienie warunków zawieszających

Najczęściej spotykane warunki zawieszające:

- uzyskanie zgody krajowego organu antymonopolowego lub Komisji Europejskiej na transakcję;
- uzyskanie zgód korporacyjnych w Spółce;
- uzyskanie zgód korporacyjnych na poziomie sprzedającego lub polskiego przedsiębiorcy;
- rozwiązanie / zmitigowanie problemów zidentyfikowanych w *due diligence* (np. wadliwa uchwała, którą można podjąć ponownie; brak aktualnych aneksów do istotnych umów; itp.);
- uzyskanie zrzeczenia się uprawnień / zgód na transakcję od podmiotów, z którymi Spółka ma zawarte umowy zawierające klauzule *change of control*;
- dostarczenie notyfikacji/zawiadomień ws. zmiany kontroli do podmiotów, które zastrzegły taki obowiązek w umowach ze Spółką na moment przed *Closingiem*.

Co istotne, kupujący ma z reguły prawo **zrzeczenia się tych warunków zawieszających**, które **nie wynikają z przepisów prawa lub dokumentów korporacyjnych spółki lub stron**. W praktyce oznacza to, że jeśli polski przedsiębiorca chce doprowadzić do zakupu udziałów pomimo tego, iż jakiś warunek napotkał na trudności w realizacji, to może podjąć decyzję o zrzeczeniu się tego warunku i przystąpieniu do zamknięcia transakcji.

Zgoda organów antymonopolowych

Kontrolą Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów objęte są te transakcje, które wywierają lub mogą wywrzeć skutki na terytorium Polski.

Zamiar koncentracji podlega obowiązkowi zgłoszenia do Prezesa UOKiK, jeżeli:

- **łączny światowy obrót** przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość **1 mld euro**; lub
- **łączny obrót na terytorium Polski** przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość **50 mln euro**.

Od tej zasady istnieje kilka wyjątków, m.in. zgoda Prezesa UOKiK **nie jest wymagana**, gdy obrót przedsiębiorcy, **nad którym przejmowana jest kontrola** nie przekroczył na terytorium Polski w żadnym z **dwóch lat** obrotowych poprzedzających zgłoszenie równowartości **10 mln euro**.

Przed przystąpieniem do transakcji, polski przedsiębiorca powinien też sprawdzić aktualne wymogi dot. zgłoszeń koncentracji do **organu antymonopolowego w kraju siedziby nabywanej spółki**.

Największe transakcje mogą być przedmiotem kontroli przez **Komisję Europejską**. Dotyczy to co do zasady sytuacji, gdy: (i) łączne obroty w skali światowej uczestniczących przedsiębiorców wynoszą ponad 5 mld euro; oraz (ii) łączne obroty w skali UE każdego z przynajmniej dwóch uczestników wynoszą ponad 250 mln euro.

9. Zamknięcie transakcji

Zamknięciem transakcji (ang. *Closing*) określa się dzień przypadający po spełnieniu się (lub ewentualnie zrzeczeniu się) wszystkich warunków zawieszających, w którym strony umowy przedwstępnej spotykają się w uzgodnionym wcześniej miejscu, aby zawrzeć umowę przyrzeczoną i dokonać innych czynności przewidzianych na *Closing*.

Czynności na zamknięciu to w szczególności:

- potwierdzenie spełnienia się (lub zrzeczenia) wszystkich warunków zawieszających;
- podpisanie umowy współników, jeśli jest częścią transakcji;
- podpisanie umowy przyrzeczonej (przenoszącej własność udziałów);
- dokonanie wymaganych prawem czynności formalnych dla skutecznego przeniesienia udziałów / akcji;
- zapłata ceny;
- ewentualne powołanie nowego zarządu lub rady nadzorczej.

10. Czynności po zamknięciu

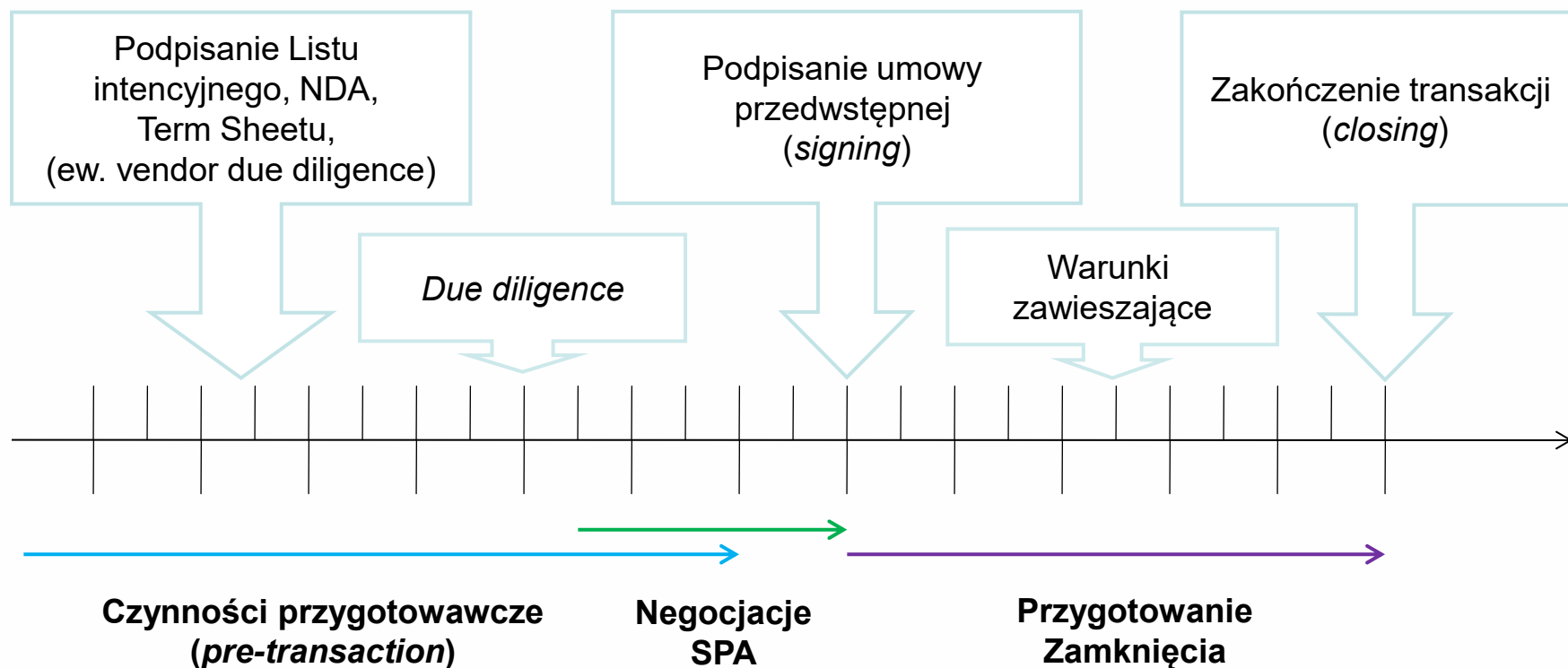
Istotne jest, aby planując harmonogram transakcji, uwzględnić także czynności wymagane już po zamknięciu (ang. *Post-Closing Actions*).

Standardowymi czynnościami dokonywanymi po zamknięciu są:

- **rejestracja zmian** wynikających z transakcji we właściwym rejestrze (zmiana wspólnika, zarządu, rady nadzorczej, niekiedy firmy/nazwy i umowy spółki);
- dostarczenie notyfikacji/zawiadomień ws. zmiany kontroli do podmiotów, które zastrzegły taki obowiązek w umowach ze Spółką na po *Closingu*;
- **integracja** z polskim przedsiębiorcą lub jego grupą kapitałową;
- potencjalny **rebranding**, jeśli polski przedsiębiorca postanowi działać na danym rynku pod swoją marką.

W zależności od profilu działalności polskiego przedsiębiorcy, sprzedającego i spółki, istotne może być opracowanie i zabezpieczenie działania **kluczowych systemów istniejących w spółce**. Jeśli jakiś system był częścią sieci sprzedającego, to należy przygotować odpowiednie przejście z takiego systemu na nowy system polskiego przedsiębiorcy, który rozpocznie prace niezwłocznie po zamknięciu transakcji.

11. Transakcja w czasie



12. Kluczowe błędy popełniane w procesie przejęcia spółki zagranicznej

Przejmowanie spółek zagranicznych przez polskich przedsiębiorców niesie za sobą istotne szanse na odniesienie sukcesu na nowych rynkach, jednak proces nieprzygotowany lub źle przeprowadzony jest w stanie zaprzepaścić nawet najlepsze perspektywy synergii lub ekspansji.

Najczęściej popełnianymi błędami przy tego rodzaju procesach są:

- brak **strategii** (nieokreślony cel przejęcia, zła identyfikacja synergii, brak analizy rynku przejmowanej spółki);
- brak odpowiedniego **zespołu transakcyjnego** (DD nie identyfikujące poprawnie ryzyk, w tym prawnych, finansowych, podatkowych, technicznych, czy środowiskowych);
- brak **przygotowania procesu** (nieuzgodnione finansowanie, brak ludzi po stronie polskiego przedsiębiorcy);
- brak odpowiednich **działań po przejęciu** (problemy z integracją, brak efektów synergii).

13. Zakończenie

Jeszcze dziesięć lat temu kierunek napływu kapitału w ramach transakcji fuzji i przejęć był w naszym kraju w zasadzie tylko jeden: **do Polski**. Jednak ten trend przestaje być tak jednoznaczny. Jak uczy najnowsze doświadczenie, na przestrzeni najbliższych lat należy spodziewać się **rosnącego zainteresowania** po stronie polskich przedsiębiorców „**zakupami**” spółek w Europie i nie tylko.

Trzymając kciuki za polskich przedsiębiorców w ich **ekspansji zagranicznej** należy mieć nadzieję, że procesy te będą na tyle **dobrze zaplanowane** i **przeprowadzone**, by przynosić im tylko **długofalowe korzyści**.

Dziękuję za uwagę

Tomasz Waligórski

Adwokat / Senior Associate

CMS Cameron McKenna Greszta i Sawicki Sp. K.

Kancelaria Adwokacka Tomasz Waligórski

tomasz.waligorski@gmail.com