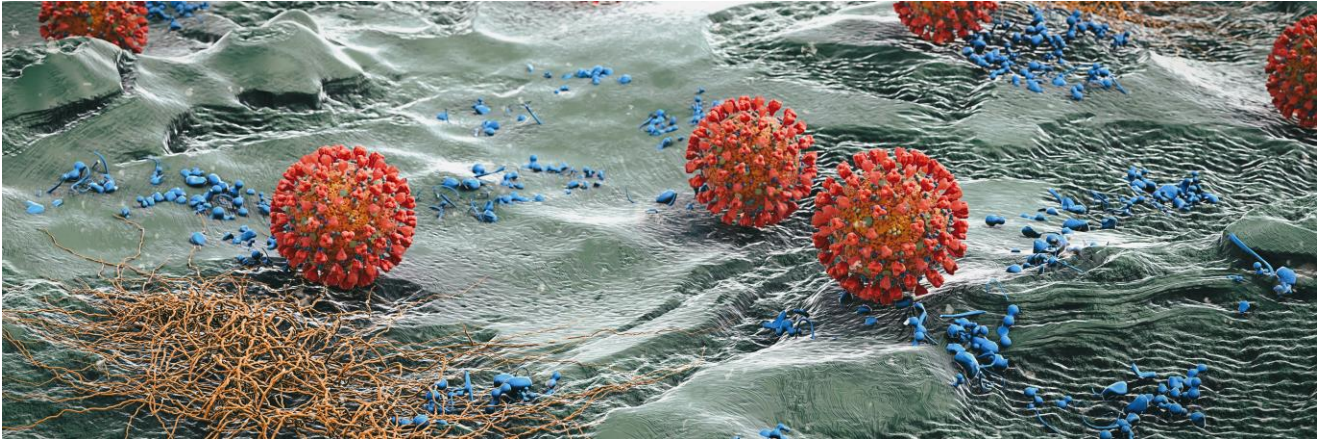


ALERT: Transakcje z wirusem w tle



Koronawirus wpływa na wszystkie aspekty działalności biznesowej na całym świecie. Nie omija także transakcji M&A. Rodzi to pytania mające kluczowe, praktyczne znaczenie – jakie mogą być skutki wyjątkowych zdarzeń w okresie epidemii dla planowanych, a zwłaszcza podpisanych ale niezakończonych transakcji. Przygotowaliśmy zestawienie najważniejszych zagadnień, które należy mieć na względzie rozważając przyszłość transakcji.

1. Wycena

Wycena spółki lub biznesu będącego przedmiotem transakcji (*equity value*) zwykle opiera się na takich elementach jak wartość przedsiębiorstwa (*enterprise value*), zadłużenie, gotówka posiadana przez spółkę i kapitał obrotowy (w największym skrócie jest to wartość aktywów obrotowych pomniejszona o bieżące zobowiązania).

Zwykle wartość przedsiębiorstwa jest pochodną zdolności danego biznesu do przynoszenia gotówki dla właściciela, dlatego też kluczowa dla jej ustalenia jest znormalizowana EBITDA generowana przez ten biznes. Natomiast kwestia zadłużenia, posiadanej gotówki oraz potrzebnego do normalnego funkcjonowania poziomu kapitału obrotowego związane są ze sposobem finansowania targetu i pozwalają uchwycić jego kondycję finansową na moment wyceny służąc do przeprowadzenia tzw. *enterprise value to equity value bridge* kluczowego dla przyjętego w większości transakcji M&A konceptu wyceny na zasadzie *cash-free, debt-free*

Cechą wspólną wycen przyjmowanych w transakcjach jest to, że zazwyczaj opierają się na pewnych znormalizowanych wskaźnikach finansowych biznesu. Kryzys gospodarczy wywołany właśnie koronawirusem powoduje, że ciężko będzie mówić o osiągnięciu

w obecnym czasie znormalizowanych wyników. Bieżące przychody, wydatki, koszty i potrzeby kapitałowe spółki mogą znacząco odbiegać od poziomów standardowych, notowanych w ostatnich miesiącach i rozumianych jako zwykły tok działalności spółki. Dlatego też niezbędne jest uwzględnienie tego problemu już na etapie negocjacji stron i zabezpieczenie uczestników transakcji przed tym ryzykiem. Niespodziewane zmiany wartości spowodowane np. zakłóceniem łańcucha dostaw, przestojem zakładu lub opóźnieniami płatności od kontrahentów mogą w znacznym stopniu wpływać na bieżące wyniki sprzedawanej spółki. Pytanie, czy i w jaki sposób te okoliczności wpływają na fundamentalną wycenę danego biznesu jest otwarte. W praktyce możliwe jest zastosowanie różnych konstrukcji prawnych zmniejszających wpływ tego typu niespodziewanych zdarzeń na wycenę transakcyjną, chociażby poprzez wyłączenie ich skutków w określonym zakresie z wyliczenia ceny czy też ustalenie, że część ceny będzie zależna od przyszłych wyników, już po okresie perturbacji spowodowanych koronawirusem. Rozwiązań standardowych w tym zakresie nie ma - w każdym przypadku należy wypracować zindywidualizowane podejście uwzględniające wpływ „koronakryzysu” nad dany biznes i jego specyfikę.

2. Obowiązki okresu przejściowego i „zwykły tok działalności”

Częstym elementem w transakcjach M&A jest tzw. okres przejściowy, tj. czas między podpisaniem dokumentacji transakcyjnej (*signing*) a zamknięciem transakcji (*closing*), tj. chwilą, kiedy akcje lub udziały ostatecznie przechodzą na nabywcę.

Oprócz obowiązków związanych ze spełnianiem warunków zawieszających kluczowe dla kupującego jest zagwarantowanie, że nabywana spółka lub przedsiębiorstwo będzie działało w okresie przejściowym bez odstępstw od zwykłego toku działalności (*ordinary course of business*). Naturalnym dążeniem kupującego jest, aby był informowany o takich ewentualnych odstępstwach oraz aby miał co najmniej głos doradczy przy podejmowaniu decyzji w tym zakresie. W ekstremalnym przypadku naruszenie tego typu może powodować możliwość odstąpienia od transakcji.

Najprostszą i często stosowaną definicją „zwykłego toku działalności” jest określenie go jako sposobu funkcjonowania spółki lub przedsiębiorstwa, który był stosowany w przeszłości. W obliczu pandemii koronawirusa i sytuacji gospodarczej zmieniającej się z dnia na dzień nie sposób jednak oczekiwać, aby zarządzający spółką, będącą przedmiotem transakcji (zarówno zarząd, jak i sprzedający wspólnik), pozostawali bierni. Z tego względu ważne jest, aby dokumentacja transakcyjna przewidywała możliwość dynamicznego reagowania na pojawiające się problemy i motywowała wszystkie podmioty zaangażowane w transakcję do aktywnej współpracy w rozwiązywaniu pojawiających się problemów (np. przez domniemanie, że brak reakcji w oznaczonym czasie oznacza zgodę). Na znaczeniu zyskują również sformułowania rozszerzające definicję „zwykłego toku działalności” o działania zmierzające do zabezpieczenia funkcjonowania spółki lub wprost pozwalające na odstępstwa od dotychczas przyjętego sposobu działania, jeżeli wymaga tego sytuacja nadzwyczajna.

3. Oświadczenia i zapewnienia

Kolejną kwestią jest zachowanie prawdziwości oświadczeń i zapewnień („zapewnienia”) składanych na dany dzień. Niezależnie od tego, czy mowa jest o zapewnieniach składanych na chwilę podpisania transakcji, czy też jej zamknięcia, obecna sytuacja może powodować, że będą one nieprawdziwe. Kluczowe zatem z punktu widzenia sprzedawcy jest zagwarantowanie sobie już na etapie podpisywania dokumentacji transakcji możliwości złożenia tzw. listu ujawniającego, zarówno wobec zapewnień składanych na chwilę podpisania transakcji, jak i jej zamknięcia, który umożliwi wskazanie okoliczności faktycznych sprzecznych z treścią zapewnień, i tym samym wyłączenie odpowiedzialności sprzedawcy. Jednocześnie konieczne jest uregulowanie skutków ujawnienia nieprawdziwości.

Możliwe i stosowane są także inne umowne regulacje, które mogą zabezpieczyć składającego zapewnienia przed odpowiedzialnością z tytułu nieprawdziwości, zwłaszcza gdy sytuacja spowodowana jest na przykład wprowadzeniem nowych regulacji prawnych pomiędzy podpisaniem transakcji, a jej zamknięciem.

Z drugiej natomiast strony, patrząc z perspektywy inwestora, bieżąca sytuacja może wymagać uzupełniania standardowo stosowanego katalogu oświadczeń i zapewnień, o nowe związane z dostosowaniem się danego biznesu do „koronawirusowej” sytuacji (np. związane z odpowiednim poziomem zapasów, alternatywnymi łańcuchami dostaw, możliwością działania firmy w warunkach ograniczeń epidemiczno-sanitarnych, itp.)

Z innej jeszcze strony, kupujący powinien zapewnić sobie także możliwość rozważenia zasadności zamknięcia transakcji w sytuacji, w której otoczenie rynkowe diametralnie uległo zmianie pomiędzy podpisaniem umowy a chwilą rzeczywistego nabycia przez niego aktywa. Umowa powinna regulować tego typu kwestię, aby obie strony transakcji zachowały minimalny poziom komfortu. Jednym z rozwiązań problemu jest zastosowanie klauzuli MAC i wyłączeń od niej, o czym piszemy w pkt. 4.

4. Nadzwyczajna zmiana okoliczności (*Material Adverse Change, MAC*)

Klauzula nadzwyczajnej zmiany okoliczności negatywnie wpływających na nabywaną spółkę lub przedsiębiorstwo ma na celu umożliwienie kupującemu wycofanie się z transakcji, jeżeli w okresie między podpisaniem dokumentacji (*signing*) a zamknięciem transakcji (*closing*) doszłoby do zdarzenia pozbawiającego spółkę istotnych aktywów lub zmniejszających jej możliwości generowania zysku w przyszłości. W trakcie negocjacji MAC obrazowany jest często wizją płonącej fabryki, jednak w obliczu pandemii koronawirusa klauzula istotnej negatywnej zmiany nabiera nowego znaczenia.

Spowodowane koronawirusem ograniczenie w przemieszczaniu się, w tym w poruszaniu się między państwami, kwarantanna pracowników, ograniczenie dostaw czy trudności ze zbytem towarów spowodowane działaniami administracyjnymi w większości przypadków można będzie zakwalifikować jako nadzwyczajną zmianę okoliczności. Z perspektywy

kupującego samo wystąpienie powyższych okoliczności może stanowić podstawę do poważnych rozważań na temat możliwości odstąpienia od transakcji. Jednakże w dokumentacji transakcyjnej MAC zazwyczaj definiowany jest nie w sposób formalny (tj. jako wystąpienie określonego rodzaju zjawisk), ale poprzez określenie wpływu określonych okoliczności na funkcjonowanie całego przedsiębiorstwa. Nierzadko strony starają się zobiektywizować wpływ nadzwyczajnej zmiany okoliczności na działanie spółki, np. poprzez określenie jaki spadek przewidywanej wartości sprzedaży będzie stanowił podstawę do powołania się na klauzulę *Material Adverse Change*. Niezależnie od wad związanych z każdym sposobem obiektywizacji nadzwyczajnej zmiany okoliczności, w sytuacji kryzysowej nawet wskazanie ogólnych czynników obiektywizujących pozwala na racjonalną ocenę sytuacji uniknięcie pochoptych działań motywowanych emocjami.

Mając na uwadze powyższe, każde działanie, w którym strona transakcji zamierza się powołać na klauzulę MAC powinno być poprzedzone szczegółową analizą odpowiednich postanowień umownych i ocenie w jakich sytuacjach odstąpienie od transakcji jest rzeczywiście dopuszczalne. Dopiero po przeprowadzeniu takiej analizy kupujący będzie w stanie ocenić, czy MAC przewidziany w dokumentacji transakcyjnej umożliwi wycofanie się z transakcji z uwagi na niedogodności spowodowane pandemią koronawirusa.

Warto również dodać, iż w sytuacji zawierania umowy w obecnym czasie, czyli podczas szalejącej już pandemii, naturalnym (i właściwym zwłaszcza z punktu widzenia sprzedawcy) powinno być wprowadzenie do umowy zapisów wyłączających z ewentualnej klauzuli MAC pandemię koronawirusa i jej skutki.

5. Zamknięcie

Faktycznym zakończeniem procesu transakcji jest tzw. zamknięcie, czyli dokonanie czynności niezbędnych do nabycia danego aktywa (np. zapłata ceny, wydanie akcji). Również i na ten element transakcji koronawirus ma znaczący wpływ.

Przede wszystkim może okazać się, że osoby, których obecność w czasie zamknięcia jest niezbędna, nie są w stanie dotrzeć na spotkanie, np. z powodu zamknięcia ruchu lotniczego. W takim przypadku należałoby uznać, że zachodzi siła wyższa i zmienić termin zamknięcia.

Innego rodzaju ryzykiem jest całkowity brak możliwości odbycia zamknięcia z uwagi na zakaz przemieszczania się.

W każdym z takich przypadków strony powinny wspólnie rozważyć sposób przeprowadzenia transakcji za pośrednictwem elektronicznych sposobów komunikacji (o ile jest to w ogóle możliwe) lub też udzielenie stosownych pełnomocnictw. Każde rozwiązanie wymaga jednak wyważenia i wzajemnego zrozumienia wszystkich stron transakcji. Nie sposób niejako „z góry” przewidzieć tego typu sytuacji oraz ich konsekwencji. Istotne jest natomiast rozsądne podejście do problemu oraz wspólne

ustalenie zasad, czy to przeprowadzenia zamknięcia w sposób „zdalny”, czy to odroczenia jego terminu. W tym drugim przypadku niezbędne jest także określenie wpływu odroczenia na sytuację stron, m.in. w kontekście zdarzeń kwalifikowanych jako klauzule MAC (patrz pkt. 4) oraz prawdziwości zapewnień, o czym piszemy w pkt. 3.

6. Finansowanie ratunkowe

Ograniczenia spowodowane pandemią koronawirusa w negatywny sposób wpływają na funkcjonowanie licznych spółek. Sytuacja wielu z nich może stać się na tyle poważna, że bez dodatkowego finansowania będą musiały zakończyć działalność. W przypadku spółek jednoosobowych, o przeznaczeniu dodatkowych środków na wsparcie spółki może samodzielnie zdecydować jedyny wspólnik. W spółkach, w których wspólnikami lub akcjonariuszami jest wiele osób zagadnienie tzw. finansowania ratunkowego jest zazwyczaj regulowane w umowie wspólników.

Postanowienia umowy wspólników o finansowaniu ratunkowym mają na celu rozstrzygnięcie sytuacji spornych, gdy jeden wspólnik dostrzega jeszcze szanse dla spółki i chce przekazać spółce dodatkowe środki, a drugi nie zamierza czynić żadnych dodatkowych inwestycji. W zależności od postanowień umownych, dodatkowe finansowanie może mieć formę podwyższenia kapitału, dopłat albo pożyczki konwertowanej następnie na akcje lub udziały. Standardem jest, że strony zmagają się, aby dodatkowe finansowanie, przynajmniej we wstępnej fazie nie naruszało dotychczasowej równowagi między wspólnikami.

Jeżeli wspólnicy mają zgodną wizję działania spółki zarówno w przypadku jej rozwoju, jak i trudności finansowych, postanowienia dotyczące finansowania ratunkowego mogą być zbyt formalnością. Jednak jeżeli założenia wspólników są różne, tego rodzaju regulacje ułatwiają późniejsze podejmowanie decyzji co do przyszłości spółki.

Bez wątpienia obecny czas nie jest łatwy i wpływa na praktycznie każdy aspekt działalności biznesowej. W rezultacie konieczne jest zabezpieczenie swoich interesów w taki sposób, który pozwoli zminimalizować ryzyko utraty płynności i zmniejszyć ogólne straty biznesowe. Dotyczy to także transakcji fuzji i przejęć, w szczególności tych w toku, już podpisanych, lecz jeszcze nie zamkniętych. Każda z zainteresowanych stron powinna działać szybko, rozsądnie i odpowiedzialnie, a przede wszystkim ze zrozumieniem i współpracą z pozostałymi stronami.

W razie pytań dotyczących czy to aktualnej dopuszczalności, stosowania czy też możliwości implementacji w Państwa transakcjach opisanych powyżej rozwiązań, serdecznie zapraszamy do kontaktu na specjalnie dedykowany adres e-mail korona@gessel.pl oraz:

Marcin Macieszczak

Wspólnik zarządzający,
radca prawny

m.macieszczak@gessel.pl



dr Bartłomiej Woźniak

managing associate, adwokat

b.wozniak@gessel.pl



Krzysztof Jasiński

Starszy prawnik, radca prawny

k.jasinski@gessel.pl

