

C L I F F O R D
C H A N C E



**WARSAW PERSPECTIVES: ANOMALIE W RESTRUKTURYZACJACH,
O KTÓRYCH WARTO PAMIĘTAĆ**
MIŁOSZ GOŁĄB | BARTOSZ ZIELIŃSKI

15 LISTOPADA 2023 ROKU

**CZYM SĄ ANOMALIE W
RESTRUKTURYZACJI?**



ANOMALIE CZY NORMY?

Anomalia: «odchylenie od normy»

Normy: typowe założenia i oczekiwane kroki oraz ich skutki w ramach procesu restrukturyzacji

- ❑ Kwestie, które przy strukturyzowaniu transakcji lub procesu restrukturyzacji nie wydają się być naturalnymi założeniami dla lub konsekwencjami podejmowanych działań, jednak takie "odstępstwa od normy" lub niespodziewane okoliczności, które mogą spowodować niepowodzenie procesu restrukturyzacji, często występują.
- ❑ Nasze anomalia nie są zatem czymś bardzo nieprawdopodobnym, lecz są rzeczywistością ukrytą pod powierzchnią pewnych wyobrażeń o procesie restrukturyzacji (tak pozasądowej jak i sądowej), swoistymi pułapkami, których warto się wystrzegać.
- ❑ Stanowią mniej oczekiwane zagrożenie dla przeprowadzenia i osiągnięcia zakładanego celu procesu restrukturyzacji (utrzymanie lub przywrócenia zdolności przedsiębiorstwa do obsługi zobowiązań).



An aerial photograph of a city skyline at sunset. The foreground is dominated by a dense, lush green forest. In the middle ground, there are residential buildings with red-tiled roofs. The background features a city skyline with several prominent skyscrapers, including a tall, dark, spire-topped building. The sky is a mix of blue, orange, and pink, indicating the time is either dawn or dusk.

1. ŚWIADOMOŚĆ KONSEKWENCJI

POZA SĄDEM

KONSEKWENCJE OTWARCIA SĄDOWEGO POSTĘPOWANIA RESTRUKTURYZACYJNEGO NIE WSZYSTKO ZŁOTO CO....

Założenie: dostępne i zabezpieczające sytuację dłużnika

Rzeczywistość: istotny wpływ na działalność



Sądowe postępowania restrukturyzacyjne mają oczywiście swoje zalety, spośród których przede wszystkim wymienia się:

- ochronę majątku dłużnika przed działaniami egzekucyjnymi;
- wstrzymanie spłaty zobowiązań;
- „złapanie oddechu”.

Dłużnik często jednak nie zdaje sobie sprawy z negatywnych konsekwencji, takich jak:

- wstrzymanie dostępności finansowania obrotowego;
- zasadniczo brak możliwości pozyskania nowego finansowania;
- utrata wiarygodności u kontrahentów;
- ograniczenie obrotu;
- wpływ na nastawienie wierzycieli, którzy „siłą” zostali przyciągnięci do stołu;
- rygor ustawy i ograniczenia swobody działalności.

2. WARTO ROZMAWIĄĆ

POZA SĄDEM



KOMUNIKACJA Z WIERZYCIELAMI

WŁAŚCIWE DOBRANIE ADRESATÓW ROZMÓW RESTRUKTURYZACYJNYCH

Założenie: prowadzenie rozmów z kluczowymi wierzycielami

Rzeczywistość: właściwe dobranie klucza

- ❑ Rozważenie struktury zadłużenia oraz zależności pomiędzy interesami poszczególnych wierzycieli i ich grup.
- ❑ Niepomijanie na żadnym etapie negocjacji wierzycieli, którym następnie miałyby się zaoferować „gotowe rozwiązanie” ustalone z innymi wierzycielami.
- ❑ Duże ryzyko „wykolejenia” procesu oraz straty czasu i zasobów poświęconych na strukturyzację z pominięciem wierzyciela, który może mieć znaczenie (a cechuje się np. nieco inną specyfiką lub wartością udostępnionego finansowania).



3. CZAS TO PIENIĄDZ

POZA SĄDEM



RESTRUKTURYZACJA TO ZŁOŻONY I DŁUGOTRWALY PROCES DLACZEGO ZAWSZE NA OSTATNIAJĄ CHWILĘ?

Założenie: sprawne i konsensualne porozumienie z wierzycielami poza procesem sądowym

Rzeczywistość: mnogość kompromisów, gremiów decyzyjnych oraz procedur wewnętrznych



- ❑ realność harmonogramów;
- ❑ uświadamianie dłużników nt. procedur i czasu niezbędnego do pozyskania decyzji właściwego gremium lub gremiów decyzyjnych;
- ❑ zrozumienie odrębności funkcjonowania instytucji finansowych od dynamicznie zarządzanych spółek funkcjonujących na rynku;
- ❑ uwzględnienie w harmonogramie wielości wierzycieli, braku równości ich pozycji oraz liczby „zgniłych kompromisów” koniecznych do osiągnięcia;
- ❑ utrzymywanie dynamiki procesu;
- ❑ utrata aktualności Modelu Finansowego/Biznesplanu w momencie odsuniętej w czasie finalizacji transakcji;
- ❑ koszt czasu stworzenia nowego obrazu struktury finansowej (wzrost opóźnień, zarządzanie kryzysowe, doradcy);
- ❑ wąski margines błędu w oszacowaniu czasu do dyspozycji przed koniecznością podjęcia dalej idących kroków.

4. DAWID...

POZA SADEM



WIERZYCIELE HANDLOWI

CZY MOGĄ SKUTECZNIE ZASZKODZIĆ?

Założenie: porozumienie z głównymi wierzycielami finansowymi przeprowadzi nas bezpiecznie przez udaną restrukturyzację zadłużenia

Rzeczywistość: zagrożenia ze strony wierzycieli handlowych dysponujących narzędziami utrudniającymi proces

- ❑ Skuteczne zarządzanie kryzysowe po stronie dłużnika w zakresie relacji z wierzycielami handlowymi.
- ❑ Instrumenty prawne: wierzycielski wniosek o ogłoszenie upadłości wraz z ustanowieniem TNS, wniosek o zabezpieczenie powództwa przez zajęcie rachunków, zaskarżanie uchwał zgromadzeń obligatariuszy lub zgromadzeń wspólników.
- ❑ Konieczność uwzględnienia rezerwy na poziomie kowenantów oraz na poziomie gotówkowym w celu możliwości zareagowania na obstrukcyjne działania.



5. ... I GOLIAT

POZA SADEM



UPRZYWILEJOWANI WIERZYCIELE

ILE KTO MA DO STRACENIA?

Założenie: największy lub uprzywilejowany w spłacie wierzyciel nie zdecyduje się na radykalne kroki wobec dłużnika, bo ma najwięcej do stracenia

Rzeczywistość: trudne negocjacje i poszukiwanie kompromisu przy istotnej dysproporcji zabezpieczeń

- ❑ Należy pamiętać o równym traktowaniu wierzycieli znajdujących się w tych samych okolicznościach.
- ❑ Uprzywilejowanie jednego wierzyciela ponad innymi powinno odbyć się w uzgodnieniu ze wszystkimi.
- ❑ Nadmierne uprzywilejowanie zachęca do poszukiwania opcji wyjścia z transakcji poza głównym procesem restrukturyzacji.





6. POMOC PUBLICZNA

POZA SĄDEM

GWARANCJE BGK, PROGRAMY POMOCOWE I TARCZA ZMIENIAJĄ REGUŁY GRY

Założenie: zabezpieczenie ze strony BGK lub Skarbu Państwa ma pozytywny wpływ na pozycję wierzycieli i bezpieczeństwo dłużnika

Rzeczywistość: zupełnie inne, szczególne warunki restrukturyzowania zadłużenia – ryzyko utraty wsparcia BGK/Skarbu Państwa



- ❑ Zadłużenie zabezpieczone gwarancjami portfelowymi BGK wymaga zupełnie odrębnego podejścia – zarówno gdy mamy do czynienia tylko z takim zadłużeniem, jak i w sytuacji gdy obok niego występują inne, niezwiązane z pomocą publiczną, wierzytelności;
- ❑ konieczność szczegółowej analizy umów i porozumień z BGK lub innymi instytucjami reprezentującymi Skarb Państwa w celu zmitygowania ryzyka utraty gwarancji lub wsparcia finansowego;
- ❑ dużo mniejsza elastyczność w zakresie dostępnych rozwiązań;
- ❑ ograniczenia czasowe;
- ❑ ewentualna konieczność komunikacji z podmiotem dostarczającym pomocy publicznej (wpływ na harmonogram);
- ❑ wpływ na ocenę ryzyka kredytowego;
- ❑ gotowość do wyrażenia zgody na wyjątkowe postanowienia dotyczące zadłużenia gwarantowanego przez BGK lub stanowiącego innego rodzaju pomoc publiczną.

7. CZY MODEL TO WYTRZYMA?

POZA SĄDEM



FINANSOWANIE RATUNKOWE I KOSZTY FINANSOWANIA DLACZEGO SIĘ NIE DA? DLACZEGO TAK DROGO?

Założenie: gotowość do udzielania finansowania wspierającego
płynność i brak zwiększania obciążeń płatniczych dłużnika

Rzeczywistość: istotne zwiększenie ryzyka kredytowego, koszt ustępstw

- ❑ Finansowanie „uncommitted” rzadko staje się „committed”.
- ❑ Konieczność zmiany klasyfikacji zadłużenia.
- ❑ Waiver fees, zwiększenie marży lub dodatkowe prowizje wymagane przez gremia decyzyjne w związku z wydłużeniem tenoru zaangażowania w okolicznościach zwiększonego ryzyka kredytowego kontra zasada braku zwiększania obciążeń dłużnika w trudnej sytuacji.
- ❑ Reakcja Modelu Finansowego na różne warianty harmonogramów spłaty i kosztów finansowania.
- ❑ Trudność udzielenia nowego finansowania w sytuacji zagrażającej bezpieczeństwu finansowania pierwotnego.



8. DURA LEX SED LEX

W SĄDZIE



PRAWOMOCNOŚĆ UKŁADU RESTRUKTURYZACYJNEGO

ŚRODKI ZASKARŻENIA I OBCIĄŻENIE SĄDÓW

Założenie: przegłosowanie i zatwierdzenie uzgodnionego układu wieńczy dzieło

Rzeczywistość: szansa na obstrukcję ze strony wierzycieli mniejszościowych, oczekiwanie na upływ terminu do wniesienia środków zaskarżenia, oczekiwanie na klauzulę prawomocności

- ❑ Możliwość składania zastrzeżeń do propozycji układowych lub zażaleń na postanowienie o zatwierdzeniu układu.
- ❑ Prawomocność odsunięta w czasie w razie skarżenia układu oraz oczekiwanie na upływ terminu + ewentualne pisma nadane w placówce pocztowej w ostatnim jego dniu.
- ❑ Pozyskanie klauzuli prawomocności – potwierdzenia sądu o prawomocności postanowienia o zatwierdzeniu układu.



9. OSOBA TRZECIA

W SĄDZIE



ZARZĄDCA, NADZORCA SĄDOWY, TYMCZASOWY NADZORCA SĄDOWY, SYNDYK

WITAJ NIEZNAJOMY

Założenie: możliwie pełna współpraca ze strony zarządcy/syndyka z dłużnikiem i jego wierzycielami

Rzeczywistość: kierowanie się interesem masy układowej lub sanacyjnej, brak znajomości historii procesu i relacji międzywierzycielskich



- ❑ zarządca/nadzorca/syndyk jest osobą obcą dla procesu do momentu jego wyboru i zajmującego czas zapoznania się ze stanem majątku oraz zadłużenia dłużnika;
- ❑ jako organ postępowania kieruje się wyłącznie interesem majątku dłużnika oraz zbiorowym interesem wierzycieli (tj. uzyskaniem możliwie pełnej spłaty w możliwie najszerszym zakresie);
- ❑ własny/niezależny pogląd na sytuację dłużnika i pozycję wierzycieli;
- ❑ ryzyko wykorzystywania wszelkich dostępnych na podstawie prawa instrumentów, które do tej pory nie stanowiły zagrożenia dla wierzycieli (np. ubezskutezczenie zabezpieczeń lub innych czynności prawnych, wypowiedanie umów, klasyfikacja wierzytelności);
- ❑ ryzyko długotrwałych i kosztownych procesów sądowych w braku porozumienia, wpływających negatywnie na sytuację wierzycieli.

9. POLE DO INTERPRETACJI

W SĄDZIE



USTAWA PRAWO RESTRUKTURYZACYJNE

... I JEJ NIEDOSKONAŁOŚCI

Założenia: jasne ramy prawne i precyzyjne zasady postępowania

Rzeczywistość: brak precyzji regulacji ustawowych, sprzeczności systemowe, szerokie pole do interpretacji oraz różna praktyka

- ❑ Brak wyczerpujących definicji legalnych.
- ❑ Brak restrukturyzacji grupy kapitałowej.
- ❑ Sporządzanie „listy czynności” wymagających zgody zarządcy/nadzorczy a „czynności zwykłego zarządu”.
- ❑ Sprzeczności systemowe utrudniające interpretację.
- ❑ Wielokrotnie w ogólny sposób uregulowane instytucje prawne, które pozwalają na wielowariantową interpretację, w szczególności w odniesieniu do wielopodmiotowych restrukturyzacji o złożonej strukturze udostępnionych finansowań (np. udział czynnika międzynarodowego, finansowania konsorcjalne, losy linii gwarancyjnych, terminy, wzajemna relacja z KPC).



10. UKŁAD „ZAMKNIĘTY”

W SĄDZIE



POPRAWNOŚĆ UKŁADU RESTRUKTURYZACYJNEGO

CZYLI ZGODNOŚĆ Z PRAWEM I PROPOZYCJAMI UKŁADOWYMI

Założenie: po zatwierdzeniu układu przez sąd, przystępujemy do jego wykonania i mamy pewność, że jest on zgodny z prawem i odpowiada ustaleniom

Rzeczywistość: zdarzające się zatwierdzenie układów sprzecznych z prawem, sprzecznych wewnętrznie lub nawet obwieszczenie układu w treści innej niż przegłosowana przez wierzycieli

- ❑ Nie należy wzorować się na już zatwierdzonych i publicznie dostępnych układach – nie stanowią one gwarancji zgodności z prawem i rodzą ryzyko, że taka niezgodność zostanie przez kogoś podniesiona w procesie.
- ❑ Unikanie (poniekąd słuszne) nadmiernego wchodzenia przez sąd w ustalenia pomiędzy dłużnikiem a wierzycielami, którzy zagłosowali za układem – sąd nie może układu zmieniać (zatwierdza lub odmawia zatwierdzenia).
- ❑ Z uwagi na obłożenie sądownictwa oraz dużą presję czasu w restrukturyzacjach, w treści układu zdarzają się omyłki lub rozbieżności z propozycjami układowymi, co w braku sprostowania może rodzić problemy.



11. AUTOMATYZMY

W SĄDZIE



RYZIKO ZABEZPIECZENIA MAJĄTKU DŁUŻNIKA

POPULARNOŚĆ TYMCZASOWEGO NADZORCY SĄDOWEGO

Założenie: duża ostrożność po stronie sądu w ocenie wniosków upadłościowych pochodzących od wierzycieli

Rzeczywistość: atrakcyjność instytucji zabezpieczenia majątku dłużnika i ustanowienia Tymczasowego Nadzorca Sądowego

- ❑ Sądy upadłościowe w praktyce bardzo często korzystają z możliwości ustanowienia TNS.
- ❑ Powoływany nawet w przypadku ewidentnego braku podstaw do ogłoszenia upadłości.
- ❑ Szczególnie przy dużych podmiotach gospodarczych o złożonej strukturze pozwala to na przeniesienie odpowiedzialności za decyzję (zbadanie stanu majątku i zadłużenia spółki jest po stronie specjalisty).
- ❑ Stanowi istotne zagrożenie dla powodzenia restrukturyzacji (wykonywania planu restrukturyzacyjnego).
- ❑ Wymaga dużych zasobów oraz ogranicza dłużnika na długi okres.



**POWODY NIEUDANEJ
RESTRUKTURYZACJI**



POWODY NIEUDANEJ RESTRUKTURYZACJI

GŁÓWNE PRAKTYCZNE PRZYCZYNY

- ❑ Zbyt późne wdrożenie zarządzania kryzysowego, tempa komunikacji oraz wybrania wyspecjalizowanego doradcy znającego proces.
- ❑ Sezonowość działalności dłużnika wymagająca elastycznych rozwiązań i kowenantów.
- ❑ Różne traktowanie wierzycieli przez dłużnika.
- ❑ Niezabezpieczenie przez dłużnika relacji z wierzycielami handlowymi.
- ❑ Historia relacji wierzycieli ze spółką i sponsorem – kwestie wcześniejszych naruszeń, momentu powiadomienia o trudnościach finansowych, wypłat na rzecz właścicieli oraz stwarzanie wrażenia przerzucania kosztów restrukturyzacji na wierzycieli bez udziału lub ze zbyt niskim udziałem sponsora.
- ❑ Emocje – związane z wysoką intensywnością prac, zmęczeniem, ryzykiem członków zarządu, pogodzenia oczekiwań wierzycieli i właścicieli.
- ❑ Niewłaściwe rozpoznanie działań naprawczych, szans dezinwestycyjnych oraz brak odpowiedniego zarządzania kryzysowego.
- ❑ Niezaadresowanie ryzyk związanych z pomocą publiczną.
- ❑ Błędy w komunikacji z wierzycielami i zrozumieniem ich oczekiwań.





MIŁOSZ GOŁĄB
PARTNER

T +48 22429 9441

E milosz.golab
@cliffordchance.com



BARTOSZ ZIELIŃSKI
ASSOCIATE

T +48 22 429 9491

E bartosz.zielinski
@cliffordchance.com



C L I F F O R D
C H A N C E

Norway House, ul. Lwowska 19, 00-660 Warsaw, Poland
© Clifford Chance 2023
Clifford Chance, Janicka, Krużewski, Namiotkiewicz i wspólnicy spółka komandytowa

WWW.CLIFFORDCHANCE.COM