

Stockholm den 27 april 2020

”Distressed M&A”

– Törngren Magnell om utmaningar inom M&A-transaktioner i Coronatider

Inledning

Från en period av väldigt hög aktivitet på den svenska M&A-marknaden under 2017 - 2019 har den nu drabbats av Corona-frossa. De traditionella auktionsförfarandena har med bara några få undantag pausats i avvaktan på ett stabilare affärsklimat. Detta innebär inte att M&A-affärer inte görs, men att de kan se helt annorlunda ut än vad vi är vana vid.

I det följande har vi sammanfattat några i ett finansiell stressat klimat förekommande fenomen och de legala möjligheter och utmaningar de för med sig.

Omstrukturering och försäljning i egen regi eller vid rekonstruktion

En vanlig situation i en finansiell stressad situation är att det finns en kärnverksamhet som bedöms vara långsiktigt sund som är värd för ledningen att fokusera sina resurser på, medan annan verksamhet, låt oss kalla den sidoverksamheten, för att utvecklas och blomstra kanske bedöms kräva både kapital och managementresurser i sådan utsträckning att det kan äventyra kärnverksamhetens fortsatta överlevnad. Säljaren bestämmer sig därför för att avyttra sidoverksamheten. Genom att säljaren själv kontrollerar säljprocessen kan säljaren säkerställa de nödvändiga åtgärderna för att sidoverksamheten kan paketeras och eventuellt avskiljas från säljarens övriga verksamhet.

Som köpare av en verksamhet i en situation som denna gäller det att vara uppmärksam på och hantera de (förhöjda) risker som förvärvet innebär

- Återvinningsrisk

Om säljaren trots försäljningen inte lyckas överleva och försätts i konkurs efter genomförd transaktion, kan man räkna med att villkoren för transaktionen kommer att granskas av den konkursförvaltare som tillsätts. Kommer konkursförvaltaren fram till att transaktionen innebar att borgenärerna lidit skada och att transaktionen bidrog till obeståndet kan transaktionen komma att ifrågasättas med krav på att den ska återgå genom s.k. återvinning.

Återvinns transaktionen innebär det att köparen tvingas lämna tillbaka den förvärvade verksamheten och att de investeringar som köparen gjort i verksamheten efter förvärvet går förlorade. Köparen får krav på säljaren för återbetalning av priset och möjligen även på ersättning för investeringar, men detta krav kommer att vara en oprioriterad fordran i säljarens konkurs och därmed av föga värde.

För att hantera och minimera denna risk bör köparen så gott det går genom egna undersökningar av säljarens ekonomiska situation försäkra sig om att transaktionen inte innebär eller bidrar till att säljaren hamnar på obestånd eller att transaktionen på annat sätt kan bedömas vara återvinningsbar. Det är också viktigt att avtalsskrivningen görs på ett sådant sätt att återvinningsrisker minimeras.

- Inga garantier

Inom ramen för en transaktion med en finansiellt pressad säljare är det vanligt att säljaren inte lämnar några, eller mycket begränsade, garantier och andra åtaganden. Och värdet av de eventuella garantier och åtaganden som kan erhållas måste bedömas i ljuset av säljarens finansiella möjligheter att svara upp mot eventuella krav.

Köparen måste därför i ännu högre utsträckning än vid en "normal" transaktion förlita sig på att göra en noggrann due diligence, vilket i sig kan visa sig vara en utmaning givet det ofta högre transaktionstempot (se nedan).

Trots att garantiförsäkringar har blivit mycket vanliga på transaktionsmarknaden kan det visa sig vara svårt att få garantierna försäkrade i en transaktion med en finansiellt pressad säljare. Vi har dock sett vissa försäkringsmarknader vara öppna för att ge ett begränsat skydd i dessa situationer, och det kan därför ändå vara värt att undersöka möjligheterna för en garantiförsäkring.

- Villkor för genomförandet

Om transaktionen är anmälningspliktig till konkurrensmyndigheter eller det av andra skäl krävs att särskilda villkor uppfylls för att genomföra transaktionen kommer genomförandet att "hänga i luften" till dess att villkoret har uppfyllts.

Om säljaren går i konkurs under perioden efter undertecknande av avtalet men innan transaktionen har fullbordats kommer genomförandet av transaktionen kräva att konkursförvaltaren beslutar att genomföra affären.

Givet köparens starka intresse att genomföra transaktionen när avtalet väl har undertecknats, och med hänsyn de kostnader som köparen har lagt ned på att genomföra affären, finns en uppenbar risk för att en konkursförvaltare inser att det finns utrymme för att uppnå bättre villkor för säljaren och därför försöker omförhandla affären.

- Högre transaktionstempo

Medan en traditionell M&A-process normalt hanteras under en period av tre-fyra månader från distribution av marknadsföringsmaterial till dess att affären är genomförd sker transaktioner i en finansiellt stressad miljö betydligt snabbare, allt ifrån några få dagar till några veckor, beroende på komplexitet och situation.

Detta gör inte bara att det ställs särskilt höga krav på snabbhet och tillgänglighet hos de i processen deltagande parterna, utan också på att finansiella och legala rådgivare har tillräcklig erfarenhet för att under stor tidspress kunna fatta rätt beslut.

- Sakrättsliga frågor

Om säljaren vid tidpunkten för affärens genomförande är på obestånd eller nära en obeståndssituation är det viktigt att köparen säkerställer att de tillgångar som omfattas av förvärvet har avskilts från säljarens besittning innan eller senast i samband med att köpeskillingen betalas. Skulle konkurs inträffa efter det att köparen har betalat men innan köparen tagit tillgångarna i besittning är det inte säkert att köparen har rätt att ta kontroll över tillgångarna samtidigt som köparen inte heller har rätt att få tillbaka köpeskillingen.

Pantrealisation

Om transaktionen föränleds av att säljaren inte har uppfyllt sina skyldigheter i förhållande till finansierande banker har ofta banken pant i vissa av säljarens tillgångar, inklusive aktier i dotterbolag. Pantavtalen innebär att banken har rätt att sälja den pantsatta egendomen (pantrealisation) och få betalt för sin fordran ur köpeskillingen. I sådana transaktioner är det, i tillägg till ovan, viktigt att tänka på följande:

- Då banken kommer genomföra transaktionen i pantsättarens namn med stöd av fullmakt utställd av pantsättaren är det viktigt för en köpare att noggrant kontrollera pantavtal och övrig dokumentation hänförlig till bankens behörighet att genomföra transaktionen.
- Vid en granskning av pantavtalet och hänförlig dokumentation är det också viktigt att köparen undersöker om bankens rätt att pantrealisera är villkorad eller begränsad och i vilken utsträckning eventuella villkor är uppfyllda eller begränsningar tillämpliga.
- Då det är banken som säljer den pantsatta egendomen med stöd av fullmakt enligt ovan kommer sedvanliga garantier och utfästelser vid överlåtelser inte kunna lämnas.
- Då pantsättaren sannolikt inte vill medverka till transaktionen vid en pantrealisation kommer en due diligence inte kunna genomföras som vid en frivillig försäljning. Due diligence-arbetet blir därför vanligtvis begränsat till att omfatta den information som banken har tillgång till.
- Det är vanligt att koncernbolag ställer korsvisa borgensåtaganden och säkerheter för övriga koncernbolags förpliktelser gentemot banker. Det är därför viktigt att avtala med banken om att frisläppa det sålda bolaget från dess förpliktelser gentemot banken i samband med ett förvärv. En köpare bör också undersöka huruvida försäljningen av bolaget i samband med pantrealisation effektivt släcker ut eventuella fordringsförhållanden och andra krav som pantsättaren eller andra bolag i dess koncern kan rikta mot det sålda bolaget i syfte att skapa sig en uppfattning om det skydd, eller behov av skydd, som finns i förhållande till efterkommande krav från pantsättarens koncern eller dess eventuella konkursförvaltare.

”Prepack-förfarande” inför konkurs

Ibland står det klart att säljaren inte kommer att kunna ta sig igenom en finansiell kris, och att en konkurs därför framstår som oundviklig. Med hänsyn till den värdeförstöring som följer av en konkurs finns i många rättssystem – men inte det svenska – ett i lag reglerat förfarande som innebär att ett krisdrabbat företags tillgångar före inledandet av ett insolvensförfarande (typiskt sett en konkurs) förbereds med hjälp av en förvaltare (som i vissa jurisdiktioner utses av domstol) och som normalt sett genomförs omedelbart efter det att insolvensförfarandet har inletts. Förfarandet brukar benämnas ”pre-pack” då verksamheten inför en konkurs paketeras på ett sätt som gör att den snabbt kan säljas vid konkursutbrottet. Utgångspunkten för genomförandet av ett sådant förfarande är att det på detta sätt är möjligt att sälja verksamheten som en ”going concern” som kan inbringa ett högre värde och därmed öka fordringsägarnas möjligheter att få betalt för sina fordringar, minska ett konkursförfarandes negativa konsekvenser på verksamheten och rädda flera arbetstillfällen, jämfört med en sedvanlig försäljning av verksamheten som påbörjas först när konkursen är ett faktum och som ofta innebär att tillgångarna inte säljs som en sammanhållen tillgångsmassa.

Även om ett formellt prepack-förfarande saknas i Sverige är det möjligt att inom ramen för den svenska konkurslagstiftningen åstadkomma ett liknande resultat. Det innebär huvudsakligen följande steg:

- Säljaren påbörjar förberedelse för försäljning av en verksamhet och inleder förhandlingar med potentiella köpare för att inhämta indikativa bud på verksamheten.
- Bolagets viktigare intressenter, såsom hyresvärdar, banker, viktiga kunder och leverantörer som främst kommer att beröras av en försäljning, involveras tidigt i försäljningsprocessen för att vinna stöd för en snabb försäljning av verksamheten.
- Säljaren och berörda intressenter vidtar en tilltänkt konkursförvaltare och redogör för bolagets ekonomiska situation, samt de ekonomiska utfallen av den tilltänkta transaktionen och en sedvanlig försäljningsprocess.
- När en slutlig förvärvskandidat har valts ut av säljaren slutförhandlas ett köpeavtal med villkoren för överlåtelsen av verksamheten.
- Genomförandet av transaktionen villkoras av att säljaren försätts i konkurs och att konkursförvaltaren genom att tillträda överlåtelseavtalen godkänner transaktionen.
- Säljaren försätts i konkurs och konkursförvaltare utses. Värt att påpeka är att utseendet av den sedan tidigare vidtalade konkursförvaltaren kräver att tingsrätten efter hörande av tillsynsmyndigheten finner hen lämpad för uppgiften. Skulle en annan förvaltare än den av bolaget föreslagna, som ju inte har varit delaktig i försäljningsprocessen, utses, innebär detta att försäljningen enligt den förberedda planen fördröjs, då den kan genomföras först när den utsedde förvaltaren har kunnat sätta sig in i den ekonomiska situationen och den genomförda försäljningsprocessen.
- När säljaren har försätts i konkurs slutförs transaktionen av det säljande bolagets konkursbo i så nära anslutning till konkursbeslutet som möjligt.

En fördel med prepack-förfarandet för köparen är att transaktionen sker i samförstånd med konkursförvaltaren, vilket innebär att köparen inte behöver vara bekymrad över att transaktionen riskerar att gå åter. En annan viktig fördel är att verksamheten kan fortsätta bedrivas utan det avbrott som ett konkursutbrott ofta innebär. Inte minst kommunikationsmässigt är det gentemot anställda, kunder, leverantörer och andra intressenter också en stor fördel att kunna tillkännage köparens övertagande av verksamheten och dess intention att fortsätta bedriva verksamheten i nära anslutning till konkursbeslutet.

För konkursförvaltaren är det viktigt att hen, genom att inhämta information om de ekonomiska villkoren för transaktionen jämfört med ett traditionellt försäljningsförfarande, kan uppnå rimlig trygghet i slutsatsen att förfarandet är det fördelaktigare alternativet för borgenärerna. Skulle det efter genomförd transaktion framkomma tecken på att en traditionell försäljning av verksamheten hade inbringat större värden och gett ett bättre utfall för borgenärerna riskerar konkursförvaltaren kritik och, i värsta fall, skadeståndsanspråk, från borgenärer som känner sig förfördelade. Det är därför helt centralt att försäljningsprocessen är väl förberedd och sker på ett välstrukturerat och professionellt sätt med hjälp av erfarna finansiella och legala rådgivare så att konkursförvaltaren känner sig bekväm med att snabbt fullfölja den förberedda transaktionen när hen väl utsetts, och i efterhand kan redogöra för sina överväganden och försvara sitt agerande och transaktionen.

Ett av de främsta och mest framgångsrika exemplen på tillämpning av ett inofficiellt prepack-förfarande i Sverige är försäljningen av Ving-gruppen till Petter Stordalen/Strawberry Equities, Altor och TDR Capital hösten 2019, där Törngren Magnell biträdde Ving-gruppen och den tidigare ägaren Thomas Cook. Prepack-förfarandet var en nödvändig förutsättning för genomförandet av transaktionen, bl.a. med hänsyn till att en helt central del av verksamheten omfattade ett flygbolag, vilket innebar att en konkurs skulle innebära ett uppehåll i verksamheten som i praktiken skulle omöjliggöra ett fortsättande av verksamheten efter konkursen.

Törngren Magnell – omfattande erfarenhet av M&A och insolvens

Törngren Magnell har omfattande erfarenhet av köp och försäljning av företag och verksamheter, både inom ramen för traditionella auktionsprocesser och transaktioner föranledda av finansiell stress. Vi har dessutom seniora advokater med omfattande erfarenhet av konkurser, likvidationer, rekonstruktioner och andra obeståndssituationer, vilket gör oss unikt lämpade att rådge styrelser i bolag som, exempelvis som ett resultat av Corona-krisen, behöver hantera dessa situationer.