

# Złe długi



EWA RYTKA

**Doniesienia z rynku amerykańskiego i zachodnioeuropejskiego o kolejnych niepokojących zwiastunach kryzysu finansowego skłaniają do zastanowienia, jak trudności świata finansowego przełożą się na sytuację na polskim rynku**

Czy faktycznie kryzys kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych odbije się echem w Polsce? Czy czekają nas masowe kolejki do wypłacania oszczędności zgromadzonych w bankach, które bacznie obserwowaliśmy w relacjach telewizyjnych z Wielkiej Brytanii? Byłoby niemożliwe, żeby te zagadnienia nie wpłynęły również na tematykę rozmów trzeciej już konferencji na temat złych długów (Distressed Assets Round Table), zorganizowanej przez firmę zarządzania tymczasowego i doradztwa strategicznego Kolaja & Partners.

## Kiedy nadejdzie kryzys

Wszecobecna globalizacja i powstawanie coraz większej liczby międzynarodowych firm skłania banki do uwzględnienia w analizowanych scenariuszach rozwoju portfeli również wydarzeń mających miejsce na odległych rynkach. Niemal niezauważona przez polskie media wielka upadłość koncernu meblowego Scheider w znacznej mierze dotknęła również spółki w Polsce. Przemknęła niezauważona z uwagi na bardzo skomplikowaną strukturę grupy kapitałowej, mimo że znacząca część aktywów znajdowała się właśnie w Polsce. Kłopoty finansowe i bankructwo grupy Scheider spowodowały między innymi konieczność szybkiego znalezienia dla jej polskich spółek nowego inwestora.

Co takiego wpływa na kryzys finansowy i jak zmienia się struktura kapitałowa przedsiębiorstw oraz portfele banków? Kiedy występuje przegrzanie koniunktury i zachwianie równowagi prowadzące do kryzysu? Uczestnicy konfe-

rencji pokusili się o przeanalizowanie klasycznego cyklu atrakcyjności inwestycji w dług i kapitał.

W okresie, kiedy przedsiębiorstwa podnoszą się po kryzysie są skoncentrowane na poprawie struktury bilansu, spłacie zobowiązań, generowaniu gotówki i co najważniejsze - na przetrwaniu. W tym okresie pozycja kredytodawców jest z reguły bardziej komfortowa z uwagi na wynegocjowane w czasie kryzysu zabezpieczenia umowne.

W kolejnym etapie, w fazie odbudowy, prowadzone są działania restrukturyzacyjne podnoszące efektywność funkcjonowania firm i poprawiające ich przepływy pieniężne. W konsekwencji spada poziom dźwigni finansowej. Wówczas sytuacja zarówno kredytodawców jak i właścicieli jest podobna i równie dla nich komfortowa.

Następnym etapem jest z reguły rozwój firm, ten z kolei wymaga dodatkowego finansowania, rośnie poziom dźwigni finansowej, pojawiają się spektakularne przejęcia i wykupy menedżerskie. Te wszystkie transakcje powodują zwiększenie zadłużenia przedsiębiorstwa. W konsekwencji zaczyna się bessa na rynkach kredytowych, podczas gdy na rynku akcji w dalszym ciągu występuje hossa.

Kryzys pojawia się, gdy poziom zadłużenia wymyka się przedsiębiorstwom spod kontroli. Z punktu widzenia instytucji finansowych wzrasta ryzyko udzielania dodatkowego finansowania w formie kredytu, bessa na rynku kredytów staje się trudna do opanowania. Problemy z płynnością, uzyskaniem kredytu prowadzą do załamania się oczekiwań co do rozwoju firm i występuje załamanie na rynku akcji.



Pozostaje dalej otwarte pytanie, gdzie tak naprawdę znajduje się teraz rynek finansowy: w Polsce czy Europie Środkowej? Czy stoimy tuż u progu kryzysu, czy może nastąpi on dopiero za kilka lat? Część uczestników konferencji zgadzała się z prawdopodobieństwem wystąpienia kryzysu już w najbliższym roku, część starała się zbagatelizować niefortunne wieści sugerując, że ekonomiści przewidywali już kilka kryzysów, ale tylko część z tych informacji sprawdzała się w jakimś stopniu. Co do jednego była pełna zgoda: nie wolno czekać na to co się wydarzy, do potencjalnego kryzysu należy się zawnocześnie odpowiednio przygotować.

## Kryzys okiem bankowca

Niejednokrotnie sytuacja, która dla przedsiębiorcy i dla akcjonariuszy nie jest jeszcze w żadnym stopniu kłopotliwa czy kryzysowa, może na taką wyglądać z punktu widzenia banku. Zmiana portfela kredytowego w banku i skoncentrowanie aktywów u jednego kredytobiorcy, choćby i obiektywnie najbardziej wiarygodnego, może zwiększać ryzyko portfela. Już taka sytuacja może skłonić bank do rozważenia restrukturyzacji zadłużenia i poszukiwania kierunków zmniejszenia swojego zaangażowania. Rozważane kierunki zmiany to uzyskanie zgody przedsiębiorstwa na zmniejszenie zaangażowania kredytowego, sprzedaż części zadłużenia, zmiana struktury kredytu oraz sekurytyzacja.

Sprawa staje się jeszcze bardziej skomplikowana, jeśli jednocześnie pogarsza się sytuacja finansowa kredytobiorcy. Wówczas dług zaczyna tracić na wartości, a jego sprzedaż przestaje być już tak dochodowa z punktu widzenia instytucji finansowej. Jaki będzie to miało wpływ na formułę działania banków i zasady udzielania kredytów? Przy bardziej ryzykownym rynku oczekuje się, że coraz częściej pojawi się potrzeba dzielenia długu na Senior i Mezzanine, zmniejszenia rozmiaru transakcji, zwiększenia kosztu udzielenia kredytu, czy wreszcie wprowadzenia amortyzacji długu i możliwości sprzedania części lub całości zaangażowania zewnętrznym instytucjom finansowym. Wydłuży się też prawdopodobnie czas niezbędny do udzielenia kredytu, w związku z potrzebą bardziej wnikliwego analizowania wniosków kredytowych i przedstawianych zabezpieczeń.

## Perspektywa przedsiębiorcy

Zmniejszenie tolerancji banków na ryzyko związane z udzielaniem kredytów nie jest bez znaczenia dla przedsiębiorców. Częste zmiany właściciela długu nie tylko utrudniają rozmowy na temat wsparcia w procesie restrukturyzacji, ale utrudniają jakiegokolwiek krótko i średnioterminowe planowanie przepływów finansowych firmy. Zmiana partnera do rozmowy, z banku na fundusz hedgingowy, wpływa na znaczące zwiększenie presji na uzyskiwanie szybkich wyników i z reguły nie sprzyja działaniom naprawczym. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa idealnym rozwiązaniem jest posiadanie stałych part-

nerów finansowych – banków lub funduszy będących w stanie zaangażować się we współpracę z przedsiębiorstwem na dłuższy czas. W próbach wyjścia z kryzysu najbardziej destrukcyjne i ograniczające dla przedsiębiorstw może być zablokowanie dostępu do środków obrotowych i zapasów stanowiących zabezpieczenia kredytów. A tego typu próby są podejmowane niejednokrotnie w celu zabezpieczenia się przed spadkiem wartości długu czy przejęcia wpływów gotówki przez instytucje bardziej uprzywilejowane w świetle polskiego prawa.

## Bankructwo za granicą

Co jednak, jeśli działania restrukturyzacyjne nie pomagają i konieczne jest przeprowadzenie procesu bankructwa przedsiębiorstwa? Czy zawsze w takim procesie wygranym będzie skarbu państwa jako uprzywilejowany kredytodawca przedsiębiorstwa? Polskie prawo upadłościowe podlega cały czas modyfikacjom, a prace związane z jego nowelizacją z pewnością trochę się przeciągną w związku z ostatnimi zmianami w parlamencie. Okazuje się, że dzięki członkostwu w Unii Europejskiej przed wierzycielami bankrutujących przedsiębiorstw otwiera się nowa furtka – przeprowadzenie procesu upadłościowego firmy poza granicami Polski. Podczas poprzedniej konferencji DART dyskutowane były kierunki zmian polskiego prawa upadłościowego i możliwości wyboru kraju, w którym znajduje się centrum interesów związanego z bankrutującym przedsiębiorstwem. W Polsce nadal brakuje wiedzy na temat prowadzenia spraw upadłościowych, a tego typu sprawa staje się towarem rynkowym. Jeśli wierzyciel spółki przekona sędziego specjalizującego się w prawie upadłościowym w innym państwie europejskim, że dana sprawa może być rozpatrywana w jego kraju, wysoce prawdopodobne jest, że miejscem właściwym okaże się np. Wielka Brytania. Państwa europejskie zaczynają z sobą konkurować wprowadzając w prawie upadłościowym zmiany zwiększające ich atrakcyjność jako miejsca rozpatrywania sporów. W tej chwili najbardziej atrakcyjna jest Wielka Brytania z uwagi na możliwość równego potraktowania wszystkich wierzycieli – czyli zmniejszenia praw skarbu państwa oraz ze względu na doświadczenie sędziów. Tuż za nią plasują się Francja i Włochy. Zmiany wprowadzane są również w prawie niemieckim, które do tej pory było mniej atrakcyjne. Niewykluczone też, że odpowiednie zmiany w naszym rodzimym prawie upadłościowym mogłyby sprowadzić do Polski takie procesy upadłościowe jak sprawa Scheidera.

Trudno jednoznacznie odpowiedzieć na pytanie, kiedy pojawi się następny kryzys finansowy. Niezależnie jednak od tego kiedy on wystąpi, ważne jest odpowiednie przygotowanie się do takiej sytuacji. Z praktyki firm restrukturyzacyjnych wynika, że rozpoczęcie działań restrukturyzacyjnych wcześniej przynosi dużo lepsze rezultaty. Odkładanie problemu i czekanie z działaniami naprawczymi do ostatniej chwili może prowadzić do sytuacji patowej, w której dla ratowania przedsiębiorstwa konieczne jest sprzedanie go z dużym dyskontem konkurentowi lub inwestorowi strategicznemu. Niestety wiąże się to również z dużymi dyskontami wartości kredytów. ●

Autorka jest dyrektorem wykonawczym Kolaja & Partners. W ramach realizowanych projektów pełniła funkcję interim managera, dyrektora zarządzającego w przedsiębiorstwach podlegających kompleksowej restrukturyzacji i sanacji