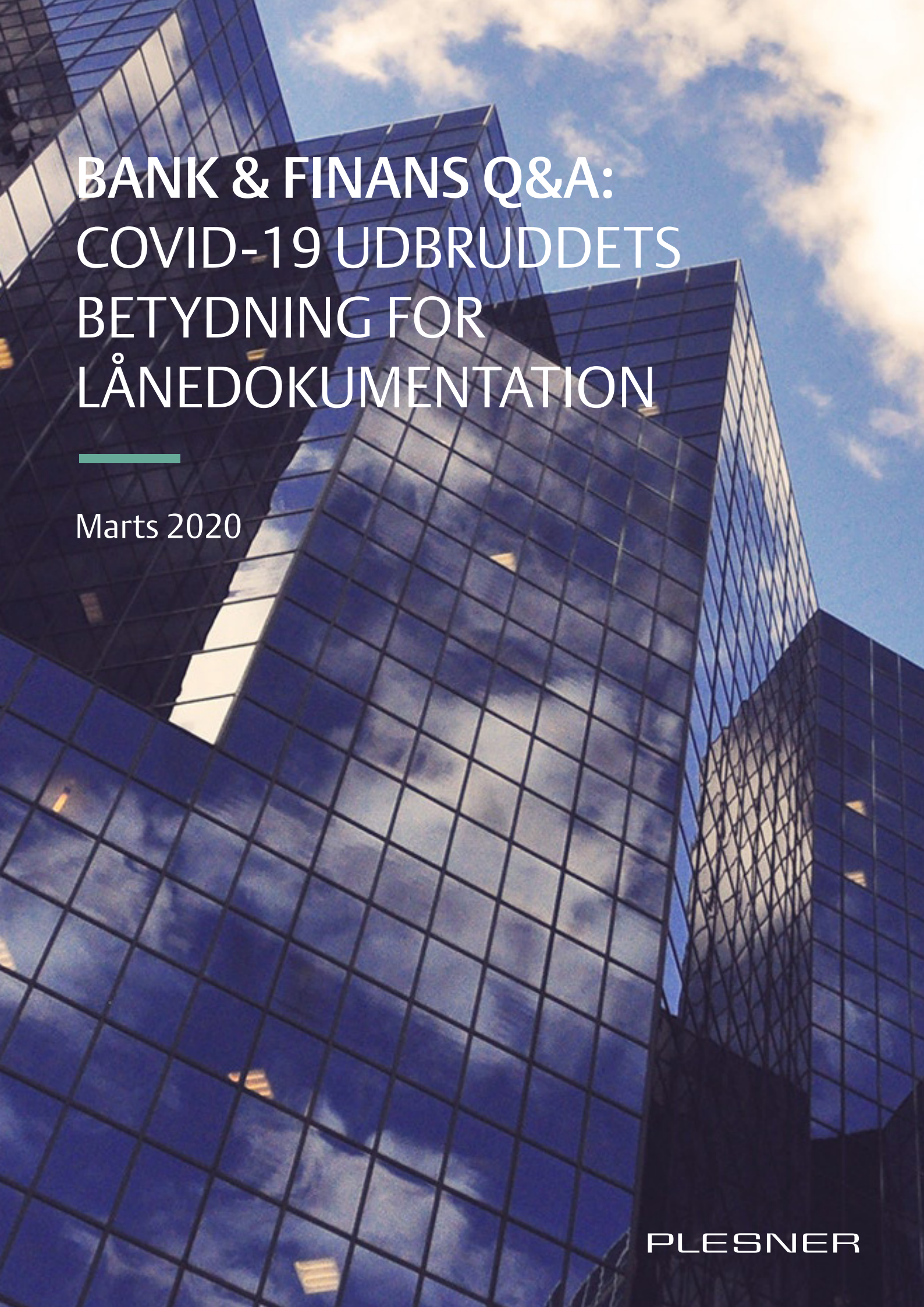




BANK & FINANS Q&A: COVID-19 UDBRUDDETS BETYDNING FOR LÅNEDOKUMENTATION

Marts 2020

PLESNER



Introduktion

Side 1

Q&A: COVID-19 udbruddets betydning for lånedokumentation

Side 2

Kontakt

Side 5

BANK & FINANS Q&A

COVID-19 udbruddets betydning for lånedokumentation

Q&A

Plesners Bank & Finans Q&A sætter fokus på aktuelle emner inden for bank- og finansiering.

COVID-19 udbruddet tiltager i styrke dag for dag, og meget tyder på, at vi endnu kun har set toppen af isbjerget. Mange danske virksomheder mærker allerede betydelige forretningsmæssige og økonomiske konsekvenser som følge af COVID-19 udbruddet. Set i det lys er der særlig anledning for låntagere - og PE Sponsors på vegne af deres porteføljeselskaber - til at gennemgå deres eksisterende lånedokumentation for at sikre, at de har fuldt overblik over, hvilken betydning COVID-19 udbruddet kan få, bl.a. i relation til en forestående rapportering af *financial covenants* med udgangen af Q1 2020.

Plesners Bank & Finans team diskuterer i dette Q&A en række centrale spørgsmål om COVID-19 udbruddets potentielle betydning for lånedokumentation. En analyse af den faktiske betydning for eksisterende og nye låneaftaler er imidlertid en kompleks opgave, som bør tage udgangspunkt i den konkrete virksomheds situation og lånevilkår. Plesners Bank & Finans team står til rådighed for konkret rådgivning, herunder bistand i forbindelse med at identificere potentielle udfordringer og sparring om, hvordan de bedst kan håndteres.

Anne Cathrine (AC) Ingerslev
ac@plesner.com

Q&A: COVID-19 UDBRUDDETS BETYDNING FOR LÅNEDOKUMENTATION

Hvad betyder COVID-19 udbruddet for låntagers rapportering af *financial covenants*?

Et væsentligt fokusområde er den afledte effekt, som COVID-19 udbruddet kan få for beregningen af *financial covenants* i låneaftalen.

Financial covenants er bestemmelser, som tester og opstiller mindstekrav til den låntagende koncerns finansielle resultater. Typisk testes *financial covenants* ved udgangen af hvert regnskabskvartal baseret på den låntagende koncerns finansielle performance for den seneste 12-måneders periode, såkaldt LTM ("*last twelve months*"). For låntagere med et regnskabsår, der følger kalenderåret, vil COVID-19 udbruddet således kunne få effekt for den testperiode, der udløber den 31. marts 2020. Påvirkningen vil også gælde i efterfølgende testperioder grundet LTM-beregningen, og hvis COVID-19 udbruddet fortsætter som forventet, vil efterfølgende testperioder kunne blive påvirket i endnu større omfang.

Der findes forskellige typer af *financial covenants*. Mest udbredt er *leverage ratio*, som typisk tester den låntagende koncerns nettogæld ved udløbet af den relevante testperiode mod koncernens EBITDA for testperioden. I tillæg hertil indeholder mange låneaftaler en *interest cover ratio*, som typisk tester den låntagende koncerns EBITDA mod koncernens netto finansieringsomkostninger.

COVID-19 udbruddet kan for nogle låntagere medføre en ikke-ubetydelig indtægtsnedgang med deraf følgende reduktion af EBITDA, som kan have negativ påvirkning på beregningen af både *leverage ratio* og *interest cover ratio*. Beregningen af *leverage ratio* (og efter omstændighederne *interest cover ratio*) kan også påvirkes negativt, hvis den låntagende koncerns nettogæld forøges, fx fordi låntager må gøre brug af en eksisterende kontantbe-

holdning og/eller optage yderligere gæld til at finansiere forretningsmæssige konsekvenser af COVID-19 udbruddet.

Det vil bero på en konkret vurdering og fortolkning af låneaftalen, om der er risiko for brud på en eller flere *financial covenants*, og hvilke muligheder låntager i givet fald har for at undgå eller afhjælpe et sådant brud.

Hvilke initiativer kan låntager tage for at undgå eller afhjælpe et potentielt forestående brud på *financial covenants*?

Låntagere, som potentielt er i farezonen for at bryde *financial covenants*, bør søge rådgivning i god tid inden udløbet af den første testperiode, hvor effekten af COVID-19 udbruddet for alvor kan få betydning for de finansielle resultater.

Nogle låntagere vil muligvis kunne undgå et potentielt brud på *financial covenants* ved at udnytte en eksisterende fleksibilitet i de finansielle definitioner og beregningsprincipper, som er indeholdt i deres låneaftale. Særligt relevant er definitionen og beregningen af EBITDA, som i de senere år er blevet stadig mere låntager-venlig, navnlig ved at tillade låntager at forøge EBITDA med en række poster, såkaldte EBITDA *add-backs*.

Til illustration kan nævnes et par eksempler:

- Hvis låntager som følge af COVID-19 udbruddet har krav på udbetaling under en driftstabsforsikring, kan dette krav ofte være genstand for en EBITDA *add-back* og dermed forbedre beregningen af *financial covenants*. I forlængelse af COVID-19 udbruddet drøftes det også at indsætte en bestemmelse i nye låneaftaler, der inden for visse rammer giver låntager mulighed for at gøre tab som følge

af COVID-19 udbruddet til genstand for en EBITDA *add-back*, uanset om tabet måtte være dækket af en driftstabsforsikring, men dog således, at det samme beløb ikke kan tælles med to gange.

- Nogle låneaftaler giver låntager en generel mulighed for at justere beregningen af EBITDA med henblik på at eliminere, eller dog formindske, påvirkningen af visse væsentlige driftsforstyrrelser, såkaldt "*shock adjustment*". En sådan bestemmelse vil efter omstændighederne kunne bringes i spil i relation til COVID-19 udbruddet.
- Endelig indeholder mange låneaftaler en generel mulighed for at forøge EBITDA *pro forma* med projekterede effekter af bl.a. omkostningsbesparelser i forbindelse med omstruktureringer, operationelle forbedringer og lignende initiativer, som låntager vurderer er opnåelige inden for en vis fremtidig periode, typisk 12-24 måneder. Sådanne *pro forma* justeringer kan efter omstændighederne udnyttes af låntager med henblik på at forbedre beregningen af *financial covenants*. Typisk vil de mulige *pro forma* justeringer være underlagt en række begrænsninger, herunder i forhold til tidsperioden, beløbsbegrænsninger samt eventuelt krav om intern eller ekstern verifikation.

PE Sponsors kan også overveje at indskyde ny egenkapital i et porteføljeselskab for at afhjælpe et potentielt eller faktisk brud på *financial covenants*, herunder i form af en såkaldt equity cure. Vi henviser herom til vores tidligere [Bank & Finans Q&A: Equity Cures - Sponsors ret til at redde seniorgælden med ny kapital](#).

I det omfang et brud på *financial covenants* ikke kan undgås eller afhjælpes, kan låntager blive nødt til at søge en *waiver* af det konkrete brud fra långiverne. Hvis låntager kan forudse, at der også i fremtidige testperioder vil være risiko for brud, kan der alternativt være behov for et mere omfattende "*re-set*" af *financial covenants*, således at der etableres det fornødne *headroom* for de fremtidige testperioder. I begge tilfælde vil det kræve en dialog med långiverne og eventuel betaling af et *waiver/amendment fee*. Særligt et *re-set* af *financial covenants* kan være en mere omfattende proces, hvor der

skal udarbejdes en ny financial model, ligesom der kan være behov for at genforhandle andre bestemmelser i låneaftalen, fx amortiseringsprofil og *excess cash flow (ECF) sweep*.

Kan COVID-19 udbruddet udløse en MAC-klausul?

Mange låneaftaler indeholder en *Material Adverse Change (MAC)*-klausul. Bestemmelsen er en *event of default*, som giver långiverne mulighed for at accelerere lånefaciliteterne, hvis der opstår en begivenhed, der har *Material Adverse Effect (MAE)*. MAC-klausulen har karakter af en "*catch-all*", som skal beskytte långiverne mod uforudsete omstændigheder, som har, eller kan forventes at få, betydelige negative konsekvenser for låntager og låntagers virksomhed.

Om COVID-19 udbruddet potentielt kan udløse en MAC-klausul vil bero på en konkret fortolkning af låneaftalen set i lyset af den faktiske påvirkning, som COVID-19 udbruddet måtte have på låntager og låntagers virksomhed.

MAE-definitionen er ofte baseret på *Loan Market Association (LMA)* standarder, men er samtidig genstand for indgående forhandling, som typisk resulterer i en mere låntager-venlig formulering. Til illustration forudsætter LMA's senior facilities agreement for leveraged acquisition finance transactions (senior/mezzanine), at en MAE vil kunne udløses i relation til begivenheder, der har væsentlig negativ påvirkning på låntagers evne til at opfylde sine forpligtelser under låneaftalen, herunder evnen til fremtidigt at overholde *financial covenants*. I praksis forhandler låntagere sig imidlertid ofte til en mere snæver MAE-definition, og det er ikke usædvanligt, at en eventuel påvirkning af låntagers evne til at overholde *financial covenants* er eksplicit undtaget fra MAE-definitionen.

MAE-definitionens betydning er i øvrigt ikke begrænset til MAC-klausulen. I de fleste låneaftaler vil definitionen også blive anvendt til at begrænse rækkevidden af visse *representations, undertakings* og andre *events of default*, hvor tilsvarende overvejelser derfor gør sig gældende.

Den potentielle risiko for at udløse en MAC-klausul som følge af COVID-19 udbruddet vil bero på en konkret vurdering og fortolkning af låneaftalen. I praksis er långivere normalt tilbageholdende med at påberåbe sig en MAC-klausul og dermed løbe en standpunktsrisiko i relation til, om der rettelig foreligger en MAE. Det gælder særligt, hvor MAE-definitionen er objektiv frem for den mere långiver-venlige formulering, der tillader långiverne at foretage en "rimelig" vurdering af, om der konkret foreligger en MAE. Hertil kommer, at visse långivere af relationsmæssige hensyn over for låntager og af hensyn til deres omdømme i offentligheden kan være tilbageholdende med at påberåbe sig en MAC-klausul alene med henvisning til COVID-19 udbruddet.

Er der andre bestemmelser i låneaftalen, som potentielt kan påvirkes af COVID-19 udbruddet?

COVID-19 udbruddet kan tænkes at få betydning for en række andre bestemmelser i tillæg til *financial covenants* og MAE-baserede bestemmelser, herunder en MAC-klausul. Det vil bero på en konkret gennemgang og fortolkning af virksomhedens låneaftale, men et par eksempler kan nævnes til illustration:

- **Repeating Representations** - COVID-19 udbruddet kan tænkes at medføre brud på visse *repeating representations* i låneaftalen. Dette kan få store konsekvenser for låntager, herunder et umiddelbart stop for udbetaling af nye lån samt i yderste konsekvens en *event of default*, der giver långiverne ret til at accelerere lånefaciliteterne. COVID-19 udbruddet kan for nogle låntagere betyde et likviditetspres, hvor adgangen til at trække på en revolverende kreditfacilitet under låneaftalen har afgørende betydning.

Som et muligt eksempel indeholder mange låneaftaler en *representation* vedrørende "No Default". I nogle låneaftaler kan denne *representation* bl.a. blive brudt, hvis der opstår begivenheder, som resulterer i misligholdelse af andre aftaler, som den låntagende koncern har indgået. I relation til COVID-19 udbruddet kan man bl.a. overveje en mulig misligholdelse af aftaler med leverandører

og/eller kunder. Typisk vil denne *representation* dog være kvalificeret således, at den kun anses for brudt, i det omfang misligholdelsen af andre aftaler udløser, eller med rimelig sandsynlighed vil udløse, en MAE

- **Events of Default** - COVID-19 udbruddet kan potentielt forårsage andre *events of default* end den ovenfor nævnte MAC-klausul.

Det kan fx blive relevant at overveje, om der potentielt vil kunne opstå en *event of default* relateret til "*Cessation of Business*", i det omfang et eller flere selskaber i den låntagende koncern må suspendere driften helt eller delvis i en længere periode. Et andet muligt eksempel kan være en *event of default* relateret til "*Audit Qualification*", hvis revisorerne i forbindelse med aflæggelse af årsrapporten gør bemærkning om et projekteret brud på *financial covenants* i låneaftalen. Der vil i begge tilfælde være behov for en konkret fortolkning af låneaftalen.

- **Clean-Down** - Nogle låneaftaler indeholder en såkaldt *clean-down* bestemmelse. Bestemmelsen kræver i hovedtræk, at lån under en revolverende kreditfacilitet (efter fradrag af en eksisterende kontantbeholdning) reduceres til nul i en kortere periode på typisk 2-5 sammenhængende hverdage mindst én gang om året. Formålet med bestemmelsen er at sikre, at låntager bruger den revolverende kreditfacilitet som en kassekredit frem for til permanent gældsoptagelse. COVID-19 udbruddet kan for nogle låntagere betyde et likviditetspres, som efter omstændighederne kan gøre det vanskeligt at opfylde kravet om *clean-down*.
- **Business Days** - Låneaftaler anvender begrebet *Business Days* i relation til forfaldsdato for betalinger samt beregning af en række frister og tidsperioder. Typisk defineres *Business Days* som dage (undtagen lørdage og søndage), hvor banker generelt er åbne i de relevante jurisdiktioner. COVID-19 udbruddet kan i nogle jurisdiktioner medføre annoncering af nye *ad hoc* lukkedage og dermed potentielt påvirke definitionen af *Business Days*.

KONTAKT

Alle er meget velkommen til at kontakte os, hvis I har yderligere spørgsmål eller har brug for rådgivning.



Læs mere om Plesners
Bank & Finans team på
Plesners hjemmeside



Anne Cathrine (AC)
Ingerslev
advokat, partner

ac@plesner.com
D: +45 36 94 11 49
M: +45 30 68 01 56

