

Gedwongen medewerking aan een debt for equity swap; een (on)mogelijkheid?

Johan Jol werkzaam als zelfstandig jurist onder de naam Legal Houdini.¹

I. Inleiding

Indien een onderneming in financiële moeilijkheden geraakt, is in sommige gevallen een financiële herstructurering gewenst waarbij een gedeelte van de uitstaande schuld van de onderneming wordt omgezet in eigen vermogen (de zogenaamde debt for equity swap, het omzetten van een vordering als crediteur op een onderneming in een belang als aandeelhouder in de onderneming).

Bij de uitwerking van een dergelijke herstructurering komt men de vraag tegen of, en zo ja hoe een dwarsliggende obligatiehouder, lid van een syndicaatsfinanciering of aandeelhouder kan worden gedwongen in te stemmen met een dergelijke herstructurering. In dit artikel wordt deze vraag naar Nederlands recht beantwoord, nadat (achtereenvolgens) aandacht is besteed aan de huidige financiële en economische crisis, de noodzaak tot herstructurering door ondernemingen en de economische werkelijkheid van het financiële herstructureren.

II. De crisis

1. Vanaf de tweede helft van 2007 is (eerst de financiële en vervolgens) de economische crisis over de wereld gaan razen. Wat begon met een probleem met subprime hypotheeklen in de Verenigde Staten, werd alras een financiële tsunami² die zich over de hele wereld verspreidde. Over de crisis is (en zal nog) veel (worden) geschreven, ook in de Nederlandse juridische literatuur.³ Ik beperk me tot een aantal elementen dat van belang is voor mijn verdere betoog.⁴
2. De conjunctuurgolf van de economie is een gegeven en is in essentie niet meer dan het bioritme van de economie. Onderdeel van deze golfbeweging zijn de zogenaamde bubbels of zeepbellen door Geert Noels in zijn fraaie boek *Econoshock* aangeduid als periodes van collectieve waanzin.⁵ Er is sprake van een (tijdelijke) toename in economische activiteit die gepaard gaat met financiële speculatie. Een bekend voorbeeld van zo'n bubbel is de beroemde Tulpenmanie in de periode 1623-1637 toen de prijs van de tulp astronomisch hoog werd.⁶ Bubbels hebben een zichzelf versterkend effect door de zogenaamde *positive feedback loop*, veroorzaakt door het kuddegedrag

¹ Johan Jol is onder de naam Legal Houdini werkzaam als zelfstandig jurist, voornamelijk in de herstructurering- en faillissementspraktijk. Hij was voorheen werkzaam als advocaat en als general counsel van een Nederlandse financiële instelling. Hij geeft onder de naam Legal Houdini Academy regelmatig cursus. Zie ook: www.legalhoudini.nl, alwaar ook te vinden een groot aantal links van bronnen gebruikt bij het opstellen van dit artikel. Dank aan Angelique Thiele, Christiaan Stokkermans, Rolf Verhoeven en Nico Tollenaar voor hun kritisch, doch altijd opbouwend commentaar op een eerdere versie van dit artikel. Alle onjuistheden zijn uitsluitend aan mij toe te schrijven.

² Eliot Spitzer the New York State Governor gebruikte op 14 februari 2008 dit begrip in zijn verklaring voor de Committee on Financial Services Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises United States House of Representatives (zie <http://financialservices.house.gov/hearing110/spitzer021408.pdf>). Een week daarvoor gebruikte de CEO van Deutsche Bank hetzelfde begrip, zie Financial Times 8 februari 2008

³ Zie bijvoorbeeld Reinout Vriesendorp en Reinout Wibier in NJB 2009, afl. 1, p. 2 e.v. over de kredietcrisis en privaatrecht waarin zij de rol van securitisatie in de kredietcrisis bespreken. Zie ook Reinout Wibier in NJB 2009, afl. 19, p. 1198 waarin hij naar aanleiding van de zogenaamde Turner review van Lord Turner, de voorzitter van de Engelse Financial Services Authority (te vinden op: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf), de lessen naar aanleiding van de kredietcrisis bespreekt. Zie ook het themanummer over de kredietcrisis van Ondernemingsrecht 2009-14 waarin vanuit verschillende hoeken de krediet crisis wordt belicht. Zie ook de bundel De Kredietcrisis in de Serie Onderneming en Recht, deel 54.

⁴ Vergelijk voor een aantal andere bronnen en vindplaatsen ook www.legalhoudini.nl. Degene die een eenvoudig leesbaar overzicht willen hebben van de crisis kan ik het boek *Crisis Economics, a crash course in the future of finance* van Nouriel Roubini en Stephen Miller (2010) aanraden. Dr Doom, zoals Roubini, een NY Stern professor, ook wel wordt genoemd, voorspelde ooit de kredietcrisis.

⁵ Geert Noels, *Econoshock* (2008), p. 22 e.v.

⁶ Anne Goldgar, *Tulipmania: Money, Honor, and Knowledge in the Dutch Golden Age* (2007)

van ons allemaal. Het zien van stijgingen van de waardes en het bemerken dat anderen van deze waarde­stijgingen profiteren, zorgt ervoor dat iedereen een graantje van deze waarde­stijgingen wil meepikken door zelf ook mee te doen. Robert Shiller spreekt in dit verband over “naturally occurring Ponzi processes”.⁷ De vraag stijgt sneller dan het aanbod en dus stijgt de prijs. Overigens, deze *positive feedback loop* wordt ook gebruikt door de fraudeurs die de Ponzi schemes benutten om daar (uitsluitend althans in overwegende mate) zelf de vruchten van de plukken. Men belooft rendement dat te mooi is om waar te zijn, maar omdat men de inleg van een volgende investeerder steeds gebruikt om dat te mooie rendement aan een ander uit te betalen, gaat het – zolang er maar nieuwe investeerders worden gevonden – goed.⁸ De – tot op dit moment – grootste fraude waar gebruik werd gemaakt van deze techniek is de Madoff fraude⁹. Deze Ponzi schemes moeten vanzelfsprekend goed worden onderscheiden van economische bubbels, bij een echte Ponzi scheme bestaat de waarde – vrijwel – uitsluitend uit lucht, bij een bubbel wordt de bestaande waarde opgeblazen tot een fictief (te) hoge waarde, maar er is wel een onderliggende waarde. Door een crisis loopt de lucht uit de bubbel en keert men weer terug naar de “gewone” waarde. Overigens, voordat men terugkeert tot de “gewone”waarde, zakt men doorgaans eerst daaronder. Net zoals de stijging in de bubbel een zichzelf versterkende proces is, gaat een daling van de waarde in de crisis gepaard met een zelfde effect maar dan in negatieve zin (de *negative feedback loop*).¹⁰

3. Hoe vertaalt men de theorie van de bubbels naar de huidige crisis? Het is - anno 2010 - een feit van algemene bekendheid dat de zogenaamde trigger van de huidige crisis gelegen in de barsten van de bubbel van de Amerikaanse huizenmarkt. Deze bubbel werd - kort gezegd - veroorzaakt door het in Amerika financieren van de aankoop van huizen aan partijen die onder normale omstandigheden deze leningen niet hadden moeten verkrijgen. Maar omdat de kopers en hun financiers wisten (in werkelijkheid: veronderstelden) dat de prijzen van de huizen zouden stijgen en aan het einde van de looptijd van deze lening er wel weer een nieuwe lening zou volgen die dan (omdat het huis inmiddels in waarde was gestegen) goedkoper zou zijn, maakte niemand zich zorgen. Sterker nog, de zogenaamde flippers kochten (vrijwel uitsluitend gefinancierd met vreemd vermogen) een huis niet om te wonen maar enkel met als doel het met hoge winst snel weer door te verkopen. De te lage rentestand en de zoektocht van investeerders naar producten met een beter rendement versterkten dit alles. Voor een beschrijving van de Amerikaanse toestanden verwijs ik naar de werken van Robert J. Shiller en Mark Zandi¹¹ waarin de weg van de individuele subprime mortgage naar de beleggers over de hele wereld wordt uiteengezet. In 2009 studeerde Anne Katherine Barnett-Hart af op Harvard met haar scriptie: “the story of the CDO Market Meltdown”. In deze scriptie wordt op overzichtelijke wijze beschreven hoe de subprime mortgages als ingrediënt werden gebruikt voor CDO’s (samenstellingen van verschillende securitisaties) en CDO squared (securitisaties van securitisaties) en later zelfs CDO-

⁷ Robert J. Shiller in *Irrational Exuberance* (2nd edition 2005), pag. 56.

⁸ Zie voor een fraaie beschrijving van Ponzi zwendels, Frans Roest en Rogier Stijten in *Beleggen in gebakken lucht* (2009), p. 29 e.v.

⁹ Het Ponzi Scheme van Madoff is goed voor aan voortdurende stroom van meer en minder interessante publicaties, zie voor de bespreking van een aantal van deze publicaties www.legalhoudini.nl.

¹⁰ Robert J. Shiller in *Irrational Exuberance* (2nd edition 2005), pag. 71

¹¹ Robert J. Shiller in *The Subprime Solution* (2008) en Mark Zandi in *Financial Shock* (2009) (zie pag 59 e.v. voor het begrip flippers)

cubed.¹² Al deze producten vonden hun weg naar het schaduw banken systeem (Shadow banking system¹³) dat zorgde voor ruime liquiditeit, niet alleen in Amerika, maar door de globalisering ook in Europa en het Verre Oosten. Vreemd vermogen was overal en goedkoop te verkrijgen voor – bijna - iedereen die het maar wilde hebben.

4. Dit goedkope vreemd vermogen vond ook zijn weg naar ondernemingen omdat dit gebruikmakend van het bekende financiële hefboom effect¹⁴ een mogelijkheid gaf om de rentabiliteit van het eigen vermogen aanzienlijk te versterken. Bovendien, hoe meer vreemd vermogen er is, hoe groter die hefboom wordt. Het vreemd vermogen dat ondernemingen aantrokken werd niet alleen steeds groter, de structuren waarbij ondernemingen hun vreemd vermogen aantrokken werden ook steeds ingewikkelder. Waar vroeger een vreemd vermogen financiering doorgaans bestond uit door zekerheden gedekte bankschuld tezamen met ongedekte vorderingen van de andere crediteuren, is er nu sprake van ingewikkelde structuren en lagen van al dan niet door zekerheden gedekte vorderingen. Deze vorderingen zijn dan bovendien in handen van verschillende partijen.
5. Illustratief voor het op elkaar stapelen van vreemd vermogen zijn de uitwassen¹⁴ die optraden bij een aantal van de zogenaamde leveraged finance deals die soms een aantal malen werden geherfinancierd tegen een steeds hogere prijs met steeds relatief meer vreemd vermogen. Charles Morris beschrijft het in zijn boek: the Trillion Dollar Meltdown aldus: "In effect, they've built a huge Yertle the Turtle-like unstable tower of debt by selling it back and forth *among themselves*, booking profits all the way. That is the definition of a Ponzi game. So long as free-money regime forestalled defaults, the tower might wobble, but stayed erect. But small disturbances can bring the whole tower down, and the seismic rumblings already in evidence portend disturbances that are very large".¹⁵
6. En toen barstte de bubbel omdat het evenwicht verstoord werd door de stijging van de rente in de Verenigde Staten, het ontstaan van achterstanden op de betaling van de subprime leningen en de daling van de huizenprijzen.¹⁶ Het kaartenhuis van krediet begon in de eerste helft van 2007 te wankelen en stortte ineen in de tweede helft van

¹² Zie de online versie van de Wall Street Journal van 15 maart 2010, Michael Lewis's 'The Big Short'? Read the Harvard Thesis Instead! met link naar de thesis. Michael Lewis schreef mede op basis van deze scriptie zijn boek The Big Short (2010). Zie over securitisaties ook Reinout Vriesendorp en Reinout Wibier in NJB 2009, afl. 1, p. 5 e.v. maar vooral ook de heldere uitleg van Mark Zandi in Financial Shock (2009), p. 117 e.v., the Financial Alphabet Soup. Zie voor een zeer uitgebreide en zeer technische uitleg van de begrippen, Gary Gorton in the Panic of 2007,

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1255362 (inmiddels als onderdeel van een boek uitgegeven) : Gary Gorton, Slapped by the invisible hand, the Panic of 2007 (2010). Overigens, voor zover de lezer op grond van het bovenstaande mocht denken dat ik tegen (alle vormen van) securitisaties ben, berust dit op een – ernstig - misverstand. Met securitisatie is, mits op juiste wijze gebruikt, dat wil zich helder en transparant, niets mis. Onder andere Vriesendorp en Wibier hebben dat naar mijn mening goed verwoord.

¹³ Zie voor een beschrijving van het shadow banking system bijvoorbeeld Gary Gorton in Slapped in the face by the invisible hand: Banking and the Panic of 2007, te vinden op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1401882 (ook terug te vinden in het bank onder noot 12 genoemd) .

¹⁴ Ook hier geldt dat met leveraged finance als zodanig niets mis hoeft te zijn, vgl. voor de positieve gevolgen van buyouts en het daarbij behorend vreemd vermogen bijvoorbeeld: Economische en sociale effecten van buyouts in Nederland, te vinden op <http://www.nvp.nl/feiten/economisch.php>

¹⁵ Charles R. Morris, the Trillion Dollar Meltdown, p. 135 (2008), de tweede druk verscheen in 2009 en heet de Two Trillion Dollar Meltdown. Yertle the Turtle is een verhaal van Theodoor Geisel dat gaat over een schildpad koning die zijn onderdanen beveelt om onder hem een toren te bouwen die steeds maar hoger wordt en die bestaat uit schildpadden. Het evenwicht blijft echter te wankel, de toren stort in en de koning schildpad valt in de modder.

http://en.wikipedia.org/wiki/Yertle_the_Turtle_and_Other_Stories

¹⁶ Zie voor twee handzame boekjes waarin respectievelijk in de vorm van vraag en antwoord en aan de hand van grafiekjes de oorzaken en gevolgen van de crisis in eenvoudig en heldere taal wordt uiteengezet: Hoe overleef ik de kredietcrisis, Willem Middelkoop (2009) en Uitgekleed, hoe onze welvaart verdween, Eduard Bomhoff (2009)

2007, de "Panic of 2007".¹⁷ Dit ineenstorten kwam tot een voorlopige climax na de val van Lehman in 2008.¹⁸

7. Het (her)financieren van de onderneming met vreemd vermogen werd moeilijker, kostbaarder en soms zelfs onmogelijk.¹⁹ In plaats van een overschot aan beschikbaarheid van vreemd vermogen, kwam er een tekort. De economische crisis die op de kredietcrisis volgde, verslechterde de positie van de ondernemingen nog eens. Over de vraag wanneer we de echte bodem hebben bereikt, verschillen de meningen. In "This Time is different" beschrijven Reinhart en Rogoff acht eeuwen van financiële gekte en stellen vast dat na een bankencrisis vaak ook een crisis van overheidsfinanciën volgt.²⁰ De huidige problemen in de Eurozone door de schulden van in het bijzonder Griekenland doen wat dat betreft het ergste vermoeden. Anders gezegd, het einde is misschien nog niet in zicht.²¹

III. Noodzaak tot herstructurering van ondernemingen²²

8. Ondernemingen die geconfronteerd worden met een (mogelijke) crisis als gevolg van financieringsproblemen en/of vraaguitval, worden genoodzaakt zich de vraag te stellen: Kunnen we de crisis overleven en zo ja, hoe? Om te bezien of er een overlevingskans is, moeten de bestaande problemen worden geanalyseerd. Daarbij moeten symptomen van de moeilijkheden worden onderscheiden van de oorzaken van de moeilijkheden.²³ De analyse moet gericht zijn op het achterhalen en oplossen van de oorzaken. De oorzaken worden daarbij wel onderscheiden in interne oorzaken en externe oorzaken. Voorbeelden van interne oorzaken zijn slecht management, inadequate financiële controle, slecht werk kapitaal management, hoge kosten, te weinig marketing inspanningen, te grote onbeheersbare projecten, mislukte overnames, financieel beleid en het niet functioneren van de organisatie zelf. Voorbeelden van externe oorzaken zijn: veranderingen in de markt waarin de onderneming zich begeeft (daaronder ook begrepen de kredietmarkt), de concurrentiepositie van een onderneming en plotselinge verandering van prijzen.

IV. Economische werkelijkheid van het herstructureren

9. Indien de analyse door de onderneming is gemaakt, rijst vervolgens de vraag wat er kan c.q. moet worden gedaan. In sommige gevallen moet de conclusie zijn dat er geen uitweg meer mogelijk is. De onderneming heeft in zo'n geval het einde van de economische levenscyclus bereikt en moet verdwijnen. Een liquidatie (al dan niet via een faillissement) is dan de geëigende oplossing. Aan de andere kant van het spectrum staat (soms) de mogelijkheid om helemaal geen onmiddellijke actie te ondernemen. In de

¹⁷ Zie wederom Gary Gorton (noot 12) die uitlegt hoe de problemen van de subprime uiteindelijk uitmondten in de crisis.

¹⁸ Over de ontwikkelingen die in 2008 tot de val van Lehman resulteerden schreef Andrew Ross Sorkin een toegankelijk boek in romanstijl, *Too big to fail, inside the battle to save Wall Street* (2009). Zie over de val van Lehman zelf het boek *A colossal failure of common sense* van Larry Mc Donald (2009). In dat laatste boek beschrijft Mc Donald van binnen uit de val van Lehman.

¹⁹ Zie Victoria Ivashina en David Scharfstein in *Bank Lending during the Financial Crisis of 2008* voor een weergave van de stand van zaken in de Verenigde Staten met betrekking tot de beperkingen van krediet, te vinden op http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297337

²⁰ *This Time is different, eight centuries of financial folly*, Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff (2009)

²¹ Voor de Frans lezende onder u, Flore Vasseur heeft een aardige roman geschreven met een theoretisch einde van het kapitalisme, *comment j'ai liquidé la siècle* (2010) waarin ze beschrijft hoe het kapitalistisch stelsel door een bug in de computersystemen tot een einde komt.

²² Herstructurering van ondernemingen wordt ook wel turnaround management genoemd, vergelijk voor een inleidend werk in dit onderwerp deel 14 in de reeks *Praktijkboek insolventierecht, Turnaround Management* van J.A.A. Adriaanse (2006)

²³ Zie *Corporate Turnaround, Managing Companies in Distress* door Stuart Slatter & David Lovett (1999), p. 13 e.v.

recente literatuur wordt dat ook wel omschreven als “Extend and pretend”.²⁴ Er is geen acute liquiditeitsnood en we hopen op betere tijden. De financieringsstructuur van de onderneming blijft in tact, de lopende financieringen worden verlengd. Een dergelijke reactie is doorgaans alleen mogelijk indien de ondernemingswaarde van de relevante onderneming (going concern) tenminste gelijk is aan alle rentedragende schulden die een onderneming heeft. Maar, soms zullen sommige crediteuren zelfs bereid zijn de financiering te continueren indien dit niet het geval is. Deze crediteuren beseffen dat het alternatief een liquidatie van de onderneming is met een daarbij behorend extra waardeverlies. Zij weten in dat geval dat zij een groot deel van hun vorderingen moeten afschrijven. Er is immers doorgaans een groot verschil tussen de liquidatiewaarde en de going concern waarde van de activa van de onderneming. Daarom hebben de crediteuren er belang mee te werken aan het going concern houden van een onderneming (ervan uit gaande dat er wel een toekomst voor de onderneming bestaat). Maar, doorgaans eisen de crediteuren voor hun bereidheid om de financiering te continueren in zo’n geval – en al helemaal voor het continueren van financiering in een situatie dat de going concern waarde van de activa lager is dan het totaal van de schulden en er dus sprake is van een negatief eigen vermogen - dat er een herschikking plaatsvindt van de bestaande aanspraken van bepaalde crediteuren en aandeelhouders door middel van het opgeven van een gedeelte van deze aanspraken en/of omzetten vorderingen in aandelen.

10. Om te bezien wie, welk gedeelte van zijn juridische aanspraken moet opgeven, moet een inschatting worden gemaakt van wat economisch gezien hun relatieve aanspraken zijn ten opzichte van de waarde van de onderneming (rekening houdend met hun eventuele preferentie op (bepaalde) activa en eventuele achterstellingen²⁵). Daartoe wordt allereerst de zogenaamde “enterprise value free of debt”²⁶ bepaald. Vervolgens wordt bezien welke crediteuren op basis van deze waardering (en hun eventuele preferente positie) hun geld (deels) nog terug zouden kunnen krijgen bij het verkopen van de onderneming going concern en welke niet (of althans niet geheel). De vraag daarbij is de vraag: “where breaks the value”, dat wil zeggen, waar ligt het omslagpunt, waarop aandeelhouders of crediteuren hun geld niet meer (geheel of ten dele) terug kunnen krijgen. Voor zover de crediteur zijn geld (geheel of ten dele) terug kan krijgen, wordt de crediteur beschouwd als (geheel of gedeeltelijk) “in the money”. Voor zover de crediteur - op basis van de gemaakte waardering – zijn vordering niet of niet volledig voldaan kan krijgen, is deze crediteur (geheel of gedeeltelijk) “out the money”. Zolang de going concern waardering van de onderneming lager is dan alle schulden, is de aandeelhouder ook volledig ‘out the money’.²⁷ Overigens, hieruit blijkt dat de economische werkelijkheid de juridische werkelijkheid vaak achterhaalt. In de situatie dat een bepaalde crediteur geen uitkering in het faillissement van zijn debiteur te verwachten heeft, is zijn positie hetzelfde als die van de aandeelhouder, beide hebben geen uitkering te verwachten.

²⁴ Barney Whiter, Valuation Disputes in Restructuring, International Corporate Rescue, 2010, issue 1, p. 3.

²⁵ Zie over de klassen van crediteuren: A. van Hees in de Bewindvoerder, een Octopus, uitgave Serie Onderneming en Recht deel 44, p. 543 e.v. Ik merk daarbij op dat de moderne structured finance het spectrum van – in het bijzonder de preferente – crediteuren aanzienlijk heeft uitgebreid bijvoorbeeld door contractuele regelingen tot stand te brengen waarbij verschillende lagen van schuld tot stand zijn gebracht. Zie hierover Lachlan Edwards in IFLR April 2007, voor een illustratie van die verschillende lagen, zie S. Timmerman, Second Lien Loans in TOP 2007, nr. 5, p. 218 e.v.

²⁶ Ook wel de ondernemingswaarde vrij van schuld, zie over waarderingen van ondernemingen in moeilijkheden, Alistair Beveridge, Paul Hemming en Graeme Smith, Valuation of distressed business, Restructuring and Workouts (2008), p. 75 e.v en Michael Crystal QC en Rizwaan Jameel Mokal, the Valuation of Distressed Companies: A Conceptual Framework, Part I en I in International Corporate Rescue, 2006, issue 2 en 3

²⁷ Ik raakte vertrouwd met de begrippen in en out the money toen ik in aanraking kwam met opties, zie daarover <http://www.weekopties.nl/optiethorie.html>

11. Het vaststellen van de waarde van de onderneming is een bron van discussie. De verwachting is gerechtvaardigd dat deze discussie ook in volgende herstructurerings het scharnierpunt van de reorganisatie zal zijn. Waardering is een allesbehalve wiskundig exacte wetenschap en een waardering bevat veel “zachte” waardeoordelen en inschattingen van de toekomst²⁸. Bovendien, waardes zijn – zoals hiervoor reeds uiteengezet – door de tijd heen allesbehalve stabiel. De waarderingdiscussie zal dus steeds heftig en belangrijk zal zijn. Of zoals Whiter dat uitdrukt: “With high stakes and with the volatility in asset prices, the question of ‘where does the value break?’ will increasingly be subject to dispute – either inside or outside of a court process’.²⁹ En waar discussies zijn, worden juristen ingeschakeld om te trachten posities in de discussie te waarborgen.³⁰
12. Zodra de enterprise value free of debt van de onderneming is vastgesteld en is bepaald wat de relatieve economische positie is van alle crediteuren en aandeelhouders, kan nagedacht gaan worden over de juridische manier waarop de herverdeling van juridische aanspraken vorm kan worden gegeven.

V. Herstructurering zonder surseance van betaling of faillissement

13. In theorie zou de herstructurering aldus moeten geschieden dat alleen diegenen die in the money zijn na de herstructurering nog juridische aanspraken op de onderneming hebben. Het moge duidelijk zijn dat de omstandigheden hier sterk kunnen verschillen. Het kan – indien er sprake is van aandelen die bij liquidatie een bepaalde preferentie hebben – dat sommige aandeelhouders – de gewone aandeelhouders – out the money zijn en de preferente aandeelhouders en de crediteuren nog niet. Het kan daarbij ook nog zo zijn dat de aandeelhouders nog steeds in the money zijn maar dat de crediteuren menen dat er nieuw eigen vermogen bij moet, willen ze bereid zijn hun financiering te continueren gelet op het door hen gepercipieerde risico van de onderneming. Het is ook mogelijk dat de aandeelhouders out the money zijn en alle crediteuren nog (net) in the money. Het is ook mogelijk dat bepaalde senior crediteuren wel in the money zijn, maar andere, de junior crediteuren, niet.
14. Voor een financiële herstructurering zonder rechterlijke tussenkomst is – een bijzondere contractuele regeling daargelaten – vereist dat alle belanghebbenden waar een offer van wordt gevraagd instemmen. Daartoe zijn intensieve onderhandelingen noodzakelijk waarbij het vaak geven en nemen is. Mijn ervaring is dat in veel gevallen eenvoudigweg gestreefd wordt naar 100% consensus tussen (uitsluitend) de (aandeelhouders van de) onderneming en de *financial creditors* (kort gezegd: obligatiehouders en lenders bij gesyndiceerde leningen) en dus niet met de overige crediteuren, die hun oorspronkelijke aanspraken behouden. Dit betekent dat er in voor de financial creditors negatieve zin afgeweken wordt van de exacte juridische rangorde. Op die manier kan dan een informele reorganisatie plaatsvinden zonder dat instemming van alle crediteuren van de onderneming nodig is. Indien de economische lasten van deze informele reorganisatie door de aandeelhouders en de financial creditors wordt gedragen, is daar helemaal niets

²⁸ In de financiële wereld is het boek van Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan* (2007) alom bekend. Taleb beschrijft wat hoe groot de invloed van onwaarschijnlijke gebeurtenissen is op de toekomst. Anders gezegd: It is tough to make predictions, especially about the future, zie over deze quote bijvoorbeeld Paul Krugman (Nobelprijswinnaar Economie 2008) in *New York Times* van 1 december 2006, *Economic Storm Signals*

²⁹ Barney Whiter, *Valuation Disputes in Restructurings: more to Come*, *International Corporate Rescue*, 2010, issue 1, p. 6

³⁰ Juristen kunnen dus gerust zijn: wat de stand van de economie ook is, voor hun beroepsgroep is er altijd werk. Om in bankierstermen te spreken: de flexibele jurist die zowel verstand heeft van (de financiering van) overnames van ondernemingen als van herstructurerings van de (financieringen van) ondernemingen heeft voor zichzelf een hedge gecreëerd tegen het risico van de op- of neergang van de economie.

tegen.³¹ Let wel, de financial creditors nemen bij deze vorm van herstructurering dus vaak voor lief dat andere crediteuren gewoon 100% van hun vordering behouden, terwijl (veel van) deze andere crediteuren vaak gewoon concurrent zijn en in een faillissementsscenario niets zouden krijgen omdat de financial creditors preferent zijn op de opbrengst van de activa. De reden dat de financial creditors instemmen is hun verwachting dat zij in het herstructureringscenario uiteindelijk beter af zijn dan in een faillissements- / liquidatiescenario.³²

15. Uit economisch wetenschappelijk onderzoek is gebleken dat een informele reorganisatie, dat wil zeggen een reorganisatie buiten een formele insolventieprocedure, de voorkeur verdient boven een gerechtelijke insolventieprocedures.³³ Er is minder kapitaalvernietiging, er worden minder schulden onbetaald gelaten en er wordt meer werkgelegenheid behouden.³⁴ Bovendien, de kosten blijken vaak aanzienlijk lager zijn dan een formele juridische procedure.³⁵ Vooral in de Verenigde Staten is uitgebreid onderzoek verricht naar de kosten van adviseurs bij herstructureringen. Zo kwam Stuart Gilson op basis van onderzoek gedaan in 1991 al tot de conclusie dat de kosten van de adviseurs (financieel en juridisch) bij buitengerechtelijke organisaties aanmerkelijk lager waren dan bij formele insolventieprocedures.³⁶ Martin J. Whitman en Fernando Diz geven een mooi overzicht van een onderzoek naar kosten over de jaren 2003 en 2004 en komen ook tot de conclusie dat reorganiseren buiten een formele insolventieprocedure goedkoper is. Een manier om de kosten in een formele insolventieprocedure te drukken is nog het zogenaamde pre-packen te zijn, dat wil zeggen een in een informele sfeer voorbereide reorganisatie wordt via een korte insolventieprocedure gefinaliseerd.³⁷
16. Maar wat nu indien onverhoopt blijkt dat er geen 100% consensus te bereiken is tussen de debiteur en de financials creditors? Ik beperk me in dit artikel tot de situatie dat er wordt gestreefd naar een herstructurering van een onderneming die wordt uitgeoefend door middel van (onder andere) rechtspersonen in Nederland. Het gaat daarbij vaak om Nederlandse (tussen)houdster vennootschappen, die vervolgens aandelen beschikken in rechtspersonen in binnen- en buitenland. Het is de bedoeling dat bij (een van deze) deze rechtspersonen in Nederland een financiële herstructurering plaatsvindt van de aanspraken van – uitsluitend - de financial creditors zonder faillissement of surseance

³¹ Vergelijk voor de recente inzichten van (de juridische afdeling van) het IMF over herstructureringen: IMF Staff position paper, Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crises, te vinden op <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1002.pdf>. Ook Nederland heeft zijn invloed doen gelden op deze paper, zie de acknowledgments aan Sijmen de Ranitz, ex De Brauw, thans RESOR.

³² Bij deze vormen van financiële reorganisatie gaat het vaak niet om het herstructureren van het personeelsbestand, daar speelt – als bekend – in Nederland het probleem van de voor een herstructurering buiten faillissement vaak prohibitieve kosten van ontslag van de werknemers.

³³ Ik laat onbesproken het naar Nederlands recht bestaand probleem dat separatisten niet gebonden zijn aan een akkoord in een insolventieprocedure zodat dit naar Nederlands recht geen oplossing biedt, vgl. daarover F.M.J. Verstijlen, het insolventieakkoord in bundel het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd (2008), p. 129 e.v. De Commissie Insolventierecht heeft dit in haar laatste brief ook ingezien, te vinden via het blog van Bob Wessels, <http://bobwessels.nl/wordpress/?p=646>, vgl. punt 12 pag. 16.

³⁴ Het economisch belang van een doorstart: een informele reorganisatie heeft verre de voorkeur, B.P.A. Santen en A. de Bos in Insolad bundel 2008 Doorstart, p. 1 e.v.

³⁵ Zie bijvoorbeeld: J.A.A. Adriaanse en J.G. Kuijl, Informele Reorganisaties in Nederland in tijdschrift voor Insolventierecht 2004, afl. 6. vooral ook de verwijzingen naar literatuur in noot 22 van het artikel.

³⁶ Stuart C. Gilson, Managing Default: Some evidence on how firms choose between workouts and chapter 11, ook te vinden in Corporate Bankruptcy, Economic and Legal Perspective, Edited by Jagdeep S. Bhandari en Lawrence A. Weiss, p. 308 (1996).

³⁷ Martin J. Whitman en Fernando Diz, Distress Investing (2009), p. 53 e.v.. Interessant – en voor juristen een lesje in nederigheid – is hun bevinding dat juristen daadwerkelijk waarde vernietigen (althans teveel kosten maken) in Chapter 11 procedures. Zij vonden namelijk een directe relatie tussen het aantal lawfirms dat betrokken is een Chapter 11 en de lengte van de procedures en de kosten (zie pagina 68). Ook ik maak regelmatig mee dat onze vakbroeders niet de smeerolie van een transactie zijn, maar juist voortdurend zand in de machine gooien. Dat geldt overigens zowel bij informele herstructureringen als ook bij formele. Bij de formele zijn het dan de curatoren die uit het oog verliezen dat zij uiteindelijk uitsluitend in het belang van de crediteuren moeten handelen en zoveel mogelijk waarde moeten behouden en deze op een juiste wijze en conform de faillissementswet moeten verdelen.

van betaling van deze rechtspersoon, en waarbij een gedeeltelijke omzetting van schuld in aandelen plaats moet vinden. De aandelen van de (tussen)houdster Nederlandse vennootschap zijn belast met een pandrecht ten gunste van de lenders van een syndicaatslening. Onderzocht wordt of, en zo ja hoe de de aandeelhouders van de rechtspersoon, de obligatiehouders en de leden van een syndicaat kunnen worden gedwongen in te stemmen met de gewenste debt for equity swap. Ik bespreek daartoe eerst de positie van de obligatiehouders, daarna die van het bankensyndicaat en sluit af met die van de aandeelhouders.

VI. Collective Action Clausules

17. Hoe kunnen we er voor zorgen dat een individuele crediteur tegen zijn zin in wordt gedwongen mee te werken aan de debt for equity swap? Daarvoor kunnen we aansluiten bij de regels van het spel voor crediteuren van nationale overheden.³⁸ Een land kan (juridisch gezien naar de huidige inzichten en in verband met de immuniteit van jurisdictie³⁹) niet failliet verklaard worden. Economisch kan het land wel ophouden te betalen.⁴⁰ Het gevolg daarvan is dat de enige manier om te komen tot herstructurering van haar schulden een buitengerechtigde akkoord is met instemming van alle crediteuren van wie een offer wordt gevraagd. Het IMF is al enige tijd bezig om te trachten oplossingen te verzinnen voor dit zogenaamde “all lenders consent” probleem. Zo lanceerde het IMF een “sovereign debt restructuring mechanism”. Het idee daarbij was om te komen tot wetgeving op internationaal niveau die het voor staten mogelijk maakten om tot herstructureringen te komen met meerderheidsbesluiten van crediteuren.⁴¹ Gray meldt dat onder druk van marktpartijen het IMF dit idee verlaten heeft en nu vooral de oplossing zoekt in het stimuleren van contractuele regelingen, zogenaamde “collective action clauses”, in de door overheden uitgegeven obligaties.⁴² In deze clausules wordt de afspraak tussen de crediteuren vastgelegd dat een eventueel besluit over een herstructurering niet de instemming behoeft van alle bij de afspraak betrokken crediteuren, doch slechts van een bepaalde (al dan niet gekwalificeerde) meerderheid van hen.
18. Indien en voor zover er collective action clausules zijn opgenomen in de contracten met alle financial creditors, is er informele reorganisatie mogelijk zonder toestemming van ieder van hen individueel. In dat geval zou een besluit met het vooraf met de crediteuren afgesproken quorum voldoende kunnen zijn om te komen tot een instemming van de financial creditors met een debt for equity swap.⁴³

VII. Obligaties en collective action clauses

³⁸ Cross-Border Debt Restructuring (2005), Esteban C. Buljevich, p. 3

³⁹ Zie meer uitgebreid en kritisch: Bob Wessels in Wessels-Insolventierecht I, par. 1133

⁴⁰ Vergelijk bijvoorbeeld het door Rusland in 1998 zelf uitgevaardigde moratorium over de schulden van Rusland in roebels, dat uiteindelijk leidde tot de val van Long-Term Capital Management, als beschreven door Roger Lowenstein in When genius failed, the rise and fall of fall of Long-Term Capital Management (2000)

⁴¹ A new approach to sovereign debt restructuring, Anne O. Krueger (2002)

⁴² Collective Action Clauses, the way forward, Robert Gray (2004), zie ook: IMF Continues Discussion on Collective Action Clauses in Sovereign Bond Contracts, <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2003/pn0353.htm>

⁴³ Nog verder – voor financiële instellingen – gaat het recente voorstel van de Bank voor International Settlements (BIS) waarbij bepaalde door een bank uitgegeven financiële instrumenten onder bepaalde voorwaarden automatisch worden omgezet in aandelen dan wel vervallen. Op deze manier wordt dus vooraf, dat wil zeggen bij het aangaan van de overeenkomst waarbij de crediteur het instrument verwerft, de instemming van de crediteuren voor deze omzetting verkregen, zie <http://www.bis.org/publ/bcbs174.htm>

19. In door Nederlands recht beheerste contracten met crediteuren van ondernemingen zijn dergelijke collective action afspraken zelden te vinden. Je vindt ze wel in onder Nederlands recht uitgegeven obligaties⁴⁴. Botter vraagt overigens terecht aandacht voor de verschillen die er tussen de obligatievoorwaarden bestaan, nauwkeurig onderzoek is geboden, dus er is al snel sprake van een “lawyers paradise”.⁴⁵ Nederland wijkt met deze collective action mogelijkheid af van de Verenigde Staten waar als gevolg van de Trust Indenture Act het verboden is om – kort gezegd⁴⁶ – de verplichting tot betaling van hoofdsom of rentebetalingen op een obligatielening zonder toestemming van de individuele obligatiehouder aan te passen. Er is weliswaar kritiek op deze Amerikaanse wetgeving geleverd, de wetgeving zou inflexibel en achterhaald zijn, doch vooralsnog bestaat deze wetgeving nog. Bij internationale herstructurerings heeft deze wet ingewikkelde puzzels tot gevolg. Het staat vast dat een Amerikaanse faillissementsprocedure de bepalingen van de Trust Indenture Act doorbreekt zodat herstructurering van onder Amerikaans recht uitgegeven obligaties mogelijk is. In de praktijk zie je vaak dat niet Amerikaanse uitgevende instellingen gebruik willen maken van de kapitaalmarkt in de Verenigde Staten. De in Nederland gevestigde rechtspersonen GTS, Versatel en UPC hadden onder Amerikaans recht obligaties uitgegeven. Toen het op herstructureren van deze obligaties in Nederland aankwam bij de dot.com crisis, kon niet gebruik worden gemaakt van het regime van de onder Nederlands recht uitgegeven obligaties (die dus vaak wel een collective action clause kennen), maar moest het Amerikaans recht, het recht dat de obligaties beheerste, in ogenschouw worden genomen.⁴⁷
20. Door Nederlands recht beheerste obligaties beschikken vaak wel over collective action clauses. In die gevallen zal een besluit van de meerderheid van de obligatiehouders voldoende zijn om te komen tot een debt for equity swap. Tollenaar verwijst naar (oude⁴⁸) rechtspraak in Nederland waarin met zoveel woorden is uitgemaakt dat een omzetting van obligaties naar aandelen tegen de zin van de minderheid van obligatiehouders in Nederland mogelijk is.⁴⁹

VIII. Gesyndiceerde leningen en het ontbreken van collective action clauses

21. Ondernemingen financieren zich tegenwoordig vaak met behulp van syndicaatsleningen. Een gesyndiceerde lening is een financieringsvorm waarbij een aantal geldverstrekkers onder gelijke voorwaarden leningen vertrekt aan een of meer geldnemers. De financiering wordt in een gemeenschappelijk leningsdocument vastgelegd waarbij

⁴⁴ Zie bijvoorbeeld de SNS basisprospectus 2009, p. 35 onder Modifications, Waivers and substitution opgenomen: “The conditions of the Notes contain provisions for calling meetings of Noteholders to consider matters affecting their interests generally. These provisions permit defined majorities to bind all Noteholders including Noteholders who did not attend and vote at the relevant meeting and Noteholders who voted in a manner contrary to the majority.” Zie ook de passages opgenomen in het ING Covered Bond Programma 2009, het ABN Covered Bond Programma update 2010, Fortis Covered Bond Prospectus 2009 en NIBC Covered Bond Programma Update 2009, steeds onder Meetings of Covered Bondholders, modification and waivers.

⁴⁵ R.J. Botter, Herstructurering van door Nederlandse uitgevende instellingen uitgegeven obligaties, in Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, p. 39.

⁴⁶ Zie George W. Shuster, Jr, The trust indenture act and international debt restructurings, in American Bank Institute Law Review (2006), Vol 14:431, p. 431 e.v. voor verder detaillering; zie ook Galvis en Saad, Collective Action Clauses: Recent Progress and Challenges Ahead over uitzonderingen, tekst van de regeling is te vinden op de website van de SEC: <http://www.sec.gov/about/laws/tia39.pdf>

⁴⁷ Zie uitgebreid over deze materie: P.R.W. Schaink, Surseance als vehikel voor debt-for-equity swaps, Ondernemingsrecht 2003-05, p.173 en R.J. van Galen, Homologatie UPC-akkoord, Ondernemingsrecht 2004-03, p. 95;

⁴⁸ Gelet op de data, gelegen tussen 1936 en 1940 ging het daarbij kennelijk om de gevolgen voor ondernemingen van de grote depressie uit de jaren 30.

⁴⁹ N.W.A. Tollenaar, Debt for Equity Swaps, in De Bewindvoerder, een Octopus, uitgave Serie Onderneming en Recht deel 44, p. 61, noot 3.

overigens de leningen van de individuele geldverstrekkers separate leningen zijn die – soms met uitzondering van de hoofdsom die verschillend kan zijn – worden verstrekt op dezelfde voorwaarden.⁵⁰ Omdat de geldverstrekkers individuele leningen hebben verstrekt, hebben zij zelfstandige vorderingen op de geldnemers. De wijze waarop zij hun rechten met betrekking tot deze vorderingen kunnen uitoefenen, is vastgelegd in een gemeenschappelijke leningsdocument. Voor zover er gebruik wordt gemaakt van verschillende lagen schuld (Senior, Junior) wordt doorgaans gebruik gemaakt van verschillende leningsdocumenten per laag schuld en wordt de relatie tussen de geldnemers en deze crediteuren onderling vastgelegd in een zogenaamde intercreditor agreement. De syndicaatsleningen die je in de Nederlandse financieringspraktijk voor grotere ondernemingen tegenkomt worden overigens vaak beheerst door Engels recht, ook indien de debiteur een in Nederland gevestigde rechtspersoon is.

22. Bij gesyndiceerde leningen zijn de hiervoor genoemde collective action clauses die de mogelijkheid geven (een deel van) de schuld om te zetten in aandelen zonder instemming van alle syndicaatsleden niet gebruikelijk. De gebruikelijke bepalingen vereisen nu juist “all lenders consent”. Volgens Kent heeft in het verleden de Bank of England er tevergeefs bij banken in de UK op aangedrongen om dergelijke bepalingen te accepteren.⁵¹ Ook mijn ervaring is dat Nederlandse banken hechten aan hun individuele mogelijkheid om een herstructurering te blokkeren. Het vaak daarbij gebruikte argument dat men controle wil houden over het proces is wat mij betreft – zeker bij syndicaten met een groot aantal leden - een schijnargument. Hoeveel controle heb je over een proces met 30 leden in het syndicaat waar iedere ander lid ook moet voorstemmen?⁵²
23. Gray heeft twee argumenten gegeven waarom het niet nodig zou zijn collective action clauses bij gesyndiceerde bankleningen toe te passen.⁵³ Het eerste argument zou de grote homogeniteit van de leden in het bankensyndicaat zijn om herstructurering door middel van 100% instemming te faciliteren. Anders gezegd, de unanimiteit zou vanzelf ontstaan. Uit onderzoeken die in Nederland werden gedaan naar informele work outs blijkt dat deze stelling van Gray (in ieder geval in het verleden) op ging, banken in Nederland hebben een positieve rol bij de informele reorganisaties en werken veelal vrijwillig aan herstructureringen mee.⁵⁴ Uit onderzoeken van het IMF blijkt dat dit mede werd veroorzaakt door de behoefte van banken aan continueren van de relatie met hun klanten en de invloed van de toezichhouders.⁵⁵ Het tweede argument van Gray is het bestaan in de syndicaatsleningen van de zogenaamde sharingclausules.⁵⁶ Kort gezegd heeft zo'n clause tot gevolg dat een individueel lid van het syndicaat dat wat hij

⁵⁰ Mr A.C.F.G. Thiele in de bundel Zekerheidsrechten in ontwikkeling, Jaarcongres 2009 Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, p. 72, noot 6.

⁵¹ Zie Pen Kent in Corporate Workouts- a UK perspective, gepubliceerd in International Insolvency Review, 1997, vol 6, nr 3, pag. 165-182

⁵² Het spreekt wat mij betreft voor zich dat het bankensyndicaat als zodanig de controle moet kunnen houden over herstructureringsproces, zijn immers degene die de economisch belanghebbenden zijn omdat zij “in the money” zijn.

⁵³ Collective Action Clauses; the way forward, Robert Gray, p. 11 e.v. te vinden op http://www.law.georgetown.edu/international/documents/Gray_000.pdf

⁵⁴ Zie onder andere Insolventie in economisch perspectief, A.M. van Amsterdam (2004), Restructuring in the shadow of the law, J.A.A. Adriaanse (2005) en het WODC rapport uit 2004 Informele reorganisatie in perspectief van surseance van betaling, WSNP en faillissement. In deze onderzoeken werden ook herstructureringen gezien waarbij meerdere banken waren betrokken, zie bijvoorbeeld het WODC rapport, p. 58.

⁵⁵ Design and effectiveness of collective action clauses, IMF Legal, p. 20, te vinden op <http://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602.pdf>

⁵⁶ Zie over sharing in algemene zin: Sue Wright in International Loan Documentation, p. 217 e.v. (2006)

rechtstreeks van de debiteur ontvangt, moet delen met de overige leden van het syndicaat.

24. Maar, zoals de ervaringen in de huidige crisis ons leren, het ontbreekt – vooral bij syndicaatsleningen met een groot aantal leden – soms aan homogeniteit in het syndicaat. Dat komt volgens mij door een aantal oorzaken. Voor de crisis werden de syndicaten al opengesteld voor andere financiële instellingen (daaronder begrepen fondsen) dan banken. Dat maakte al een inbreuk op de homogeniteit. Bovendien, in een tijd dat banken zelf ook verdwijnen en/of worden overgenomen, is een bankensyndicaat sowieso niet erg stabiel meer. Dit gebrek aan homogeniteit wordt nog eens versterkt door het feit dat de leningen in het syndicaat van hand tot hand gaan (waaronder ook naar hedge funds en distressed debt traders, handelaren in schuld waarvan de debiteur in moeilijkheden verkeert).
25. Het homogeniteitsargument geeft dus – kennelijk - een te beperkte blik op de werkelijkheid. Immers, in plaats van te wachten op een betaling van de debiteur kan het lid van het syndicaat er ook voor kiezen zijn aandeel aan een derde te verkopen en over te dragen. Het bedrag dat hij als koopprijs ontvangt, valt niet onder de sharing verplichting. Indien je daarbij ook nog eens betreft dat het lid van een syndicaat kan zijn ingestapt (als zogenaamde distressed debt trader), tegen een waarde ver beneden het nominale bedrag van de vordering op de debiteur, dan is helder dat van homogeniteit helemaal geen sprake hoeft te zijn. Gray erkent dit overigens ook en voegt nog toe dat de andere kijk op het risicomanagement door banken ertoe geleid heeft dat banken hun kredietrisico proberen in te dekken door het verkopen van subparticipaties of het aangaan van credit default swaps, waardoor de homogeniteit van het syndicaat nog verder wordt verstoord. Gray concludeert op basis daarvan dat er inmiddels wel aanleiding is om tot collective action clauses te komen. De vereiste meerderheid die hij daarbij in gedachten heeft, is hoger dan die gebruikelijk voor obligaties in Nederland, Gray stelt namelijk 95% voor.⁵⁷
26. In de praktijk ben ik deze collective action clauses nog niet tegengekomen bij syndicaatsleningen van ondernemingen.⁵⁸ Persoonlijk ben ik er een groot voorstander van. Het vereenvoudigt de informele herstructurering in die gevallen dat een (gekwalificeerde) meerderheid van de syndicaatsleden voor een herstructurering is, en slechts een (zeer kleine) minderheid tegen. Gray meldt dat de Loan Market Association⁵⁹ dit idee onderschrijft en daarbij een gekwalificeerde meerderheid van 95% als uitgangspunt neemt. In de door mij geraadpleegde modellen van de Loan Market Association heb ik deze overigens (nog?) niet aangetroffen.⁶⁰
27. Indien het door mij onderschreven voorstel van Gray zou worden overgenomen, wordt het dus mogelijk om tegen de zin van een minderheid van een syndicaat een gedeelte van de schuld van een rechtspersoon om te zetten aandelen. Daarbij moet – in die

⁵⁷ Gray, t.a.p. p. 14, zie ook Design and effectiveness of collective action clauses, IMF Legal (2002), te vinden, p. 20, te vinden op: <http://www.imf.org/external/np/psi/2002/eng/060602.pdf>

⁵⁸ Dit geldt zowel voor de onder Engels recht als de onder Nederlands recht aangegane syndicaatsleningen.

⁵⁹ Loan Market Association heeft volgens haar website (<http://www.loan-market-assoc.com/>) als doel: "improving liquidity, efficiency and transparency in the primary and secondary syndicated loan markets in Europe, the Middle East and Africa. By establishing sound, widely accepted market practice, the LMA seeks to promote the syndicated loan as the key debt product available to corporate borrowers across the region." Veel grotere financieringen in Nederland worden gedocumenteerd naar Engels recht met behulp van de modellen van de LMA. In andere gevallen worden door Nederlands recht beheerste financieringsdocumenten gebruikt die dan afgeleid zijn van de LMA modellen.

⁶⁰ geraadpleegde modellen de SENIOR MULTICURRENCY TERM AND REVOLVING FACILITIES AGREEMENT FOR LEVERAGED ACQUISITION FINANCE TRANSACTIONS, versie July 2010 en MULTICURRENCY TERM AND REVOLVING FACILITIES AGREEMENT, versie April 2009, website <http://www.lma.eu.com>.

situaties waarin met verschillende lagen schuld (Senior/Junior) worden gewerkt - wel de vraag worden opgelost hoe de onderlinge verhouding tussen deze lagen schuld moet worden geregeld. Het uitgangspunt zou daar wat mij betreft moeten zijn dat per klasse de (gekwalificeerde) meerderheid beslist. Voorts zal moeten worden nagedacht of, en zo ja onder welke omstandigheden de Senior lenders de Junior lenders zouden moeten kunnen dwingen mee te werken als – bijvoorbeeld – de Junior lenders volledig out the money zijn.⁶¹

IX. Gesyndiceerde leningen, bijzondere trucs en voorwaarden: exit consents, snooze you loose, delay and it is ok, yank the bank

28. Zijn er, indien er geen collective action clauses zijn afgesproken in de gesyndiceerde lening, dan andere mogelijkheden om een individuele dwarsligger in het syndicaat te pareren en hem te dwingen mee te werken aan een debt for equity swap? De huidige praktijk van herstructureren toont aan dat men langs allerlei wegen probeert de individuele dwarsligger buiten spel te zetten.
29. In de documentatie van de gesyndiceerde leningen zijn vaak bepaalde clausules opgenomen om te trachten het probleem van een individuele dwarsligger te mitigeren. Deze clausules worden – met kleurrijke namen – aangeduid als de “Snooze you loose-clause”, de “Delay and it is ok-clause” en de “Yank the Bank-clause”.⁶²
30. De Snooze you loose-clause⁶³ betekent kort gezegd dat indien de lender niet tijdig reageert, zijn stem niet mee meetelt. Voor het opnemen van een dergelijke bepaling in de documentatie is veel te zeggen, het voorkomt dat – wat nu in de praktijk regelmatig gebeurt - lenders eenvoudigweg niet reageren en daarmee het proces frustreren.
31. De Delay and it is ok-clause⁶⁴ heeft tot gevolg dat als de lender niet tijdig reageert, de lender geacht wordt voor te stemmen. In theorie is daarmee dus een ontsnappingsmogelijkheid gevonden, een onoplettende individuele lender wordt overstemt. Beide bepalingen helpen uiteindelijk niet indien de lender tijdig zijn stem uitbrengt en tegenstemt en daarmee de unanimiteit voorkomt.
32. De Yank the Bank-clause kan daarbij wel helpen.⁶⁵ Deze clausule werd ontworpen door juristen van de sponsors (de verstrekkers van het eigen vermogen bij leveraged finance deals) in de hoogtij dagen van de financieringen toen banken in de rij stonden te financieren en juristen van sponsors bedachten dat het een goed idee zou zijn om een lender te kunnen vervangen indien deze niet bereid was in te stemmen met een

⁶¹ De vergelijking met de volledige out the money aandeelhouder dringt zich op, zie verder ook hoofdstuk XI.

⁶² Voorbeelden zijn overigens veelal ontleend aan door Engels recht beheerste syndicaats leningen.

⁶³ Snooze you loose voorbeeld: “If any Lender fails to respond to within X Business Days (unless the Borrower and the Agent agree to a longer time period in relation to any request) of that request being made, its Commitment and/or participation shall not be included for the purpose of calculating the Total Commitments or participations under the relevant Facility when ascertaining whether any relevant percentage of Total Commitments and/or participations has been obtained to approve that request.”

⁶⁴ Delay and it's ok voorbeeld: “If any Lender fails to respond to a request for consent, waiver, amendment of or in relation to any the the terms of any Finance Document within X business Days (unless the Borrower and the Agent agree to a longer time period in relation to any request) of that request being made, it shall be deemed to have granted such consent of waiver or consented to such amendment”.

⁶⁵ Zie over de Yank the bank-clausule: Restructuring Law & Practice, Chris Howard and Bob Hedger (2008), p. 23 e.v. en Richard J. Cooper en Dalman Garcia in Holdouts in syndicated loan rescheduling in Global Financial Crisis (2009) p. 329 e.v., vergelijk het volgende voorbeeld Yank the Bank clause: “[then] the Borrower may, on X Business Days’ prior written notice to the Agent and such Lender, replace such Lender by requiring such Lender to (and such Lender shall) transfer pursuant to Clause X (Transfers by Lenders) all (and not part only) of its rights and obligations under this Agreement to a Lender or other bank, financial institution, trust, fund or other entity (a “Replacement Lender”) selected by the Borrower and which is acceptable to the Agent (acting reasonably), for a purchase price in cash payable at the time of transfer equal to the outstanding principal amount of such Lender’s participation in the outstanding Utilisations and all accrued interest, fees and other amounts payable in relation thereto under the Finance Documents.”

bepaalde wijziging van de documentatie (voor hem of haar immers drie anderen). Omdat lenders liever in een deal wilde blijven zitten dan eruit te stappen, was de veronderstelling dat men onder druk alsnog akkoord zou gaan. In de mij bekende gevallen gaat het daarbij overigens steeds om het gedwongen verkopen door de lender van zijn vorderingen tegen het nominaal uitstaande bedrag. Cooper en Garcia zijn in de Verenigde Staten kennelijk ook voorbeelden tegen gekomen waarbij marktwaarde van de lening voldoende zou zijn⁶⁶, maar ik heb deze nog niet aangetroffen (maar ze zijn er wellicht ook al in Europa). Een praktisch probleem dat dan wel moet worden opgelost is het antwoord op de vraag hoe de partijen de relevante marktwaarde bepalen. Ik zou me kunnen voorstellen dat er in de documentatie dan een soort bindend advies van een derde wordt opgenomen die de marktwaarde vaststelt. Een dwarsliggende lender kan dan dus tegen zijn zin worden uitgenomen. Uitnemen betekent overigens wel dat er vervangende financiering voorhanden moet zijn voor deze aankoop.

33. Persoonlijk vind ik dat een dwarsliggende lender bij herstructureren met een Yank the Bank clause waarbij de dwarsligger tegen par of tegen de marktwaarde wordt uitgenomen een te gemakkelijke uitweg krijgt⁶⁷. Een bekend gezegde in de bankwereld is - zeker in crisistijd – “cash is king”. Maar waarom moet een dwarsliggende lender een koninklijke beloning krijgen voor zijn gedrag? In de bakermat van de syndicaatslening, de Verenigde Staten, vindt in alle hevigheid een discussie plaats over de vraag of, en zo ja onder welke omstandigheden de individuele “dissenting lender” gedwongen kan worden zich te confirmeren aan de meerderheid. Deze discussie wordt mede gevoerd naar aanleiding van de zogenaamde Beal Case⁶⁸. In deze zaak was er sprake van een syndicaatslening waarbij als zekerheid voor het syndicaat een zogenaamde keep well agreement⁶⁹ was afgegeven. Een individuele lender trachtte tegen de zin van de meerderheid om zelfstandig actie te ondernemen onder de keep well agreement. Uiteindelijk heeft de New Yorks Court of Appeal de uitspraak van het gerecht in eerste aanleg bevestigd inhoudende dat een individuele lender van een syndicaat niet in rechte mocht trachten tegen de wil van de overige 36 leden van het syndicaat zelfstandig de verstrekker van de keep well verklaring aan te spreken. In dit geval kwam de Court of Appeal tot de conclusie dat er geen specifieke bepaling in de relevante overeenkomsten (de loan agreement en de keep well agreement) was opgenomen op grond waarvan een individuele lender wel of juist niet zelfstandig actie mocht ondernemen tegen degene die de keep well agreement had afgegeven. Omdat een dergelijke bepaling ontbrak, was de Court of Appeal genoodzaakt de relevante overeenkomsten uit te leggen en kwam tot de conclusie dat de individuele lender geen actie mocht ondernemen. Dus, de individuele lender heeft geen mogelijkheid zijn rechten individueel in rechte af te dwingen.

X. Gesyndiceerde leningen, heeft een dwarsliggend syndicaatslid altijd succes? Gebruik maken van het executie instrument als herstructureringsmiddel

⁶⁶ Richard J. Cooper en Dalman Garcia in Holdouts in syndicated loan rescheduling, in Global Financial Crisis (2009) p. 330.

⁶⁷ Je zou, om de Yank the Bank-clausule een goed drukmiddel te laten zijn, kunnen bepalen dat de dwarsliggende lender niet de marktwaarde krijgt voor zijn maar de marktwaarde minus een behoorlijke afslag. Ik zie een dergelijke bepaling niet snel worden geaccepteerd door enig lid van een syndicaat.

⁶⁸ Lenders ‘Collective Action’ Doctrine Provokes Controversy, New York Law Journal 14 December 2009, zie ook in the New York Law Journal van 16 mei 2007 Lenders syndicates, Court rules Members cannot act individually, door Kenneth M. Black and Jeffrey B. Steiner.

⁶⁹ In de uitspraak wordt de keep-well agreement omschreven als “a contract by a parent company promising financial assistance and management support for its subsidiary.”

34. In de documentatie van mij bekende financieringen is vaak specifiek opgenomen dat de lender zelfstandig actie mag ondernemen.⁷⁰ De individuele lender kan weliswaar niet de zekerheden executeren, dat kan uitsluitend de zogenaamde Security Trustee als de zekerheidsgerechtigde. De individuele lender kan wel proberen beslag te leggen of – zelfs – trachten het faillissement van de debiteur uit te lokken.⁷¹ Let wel, een eventuele opbrengst die de lender verkrijgt door zijn acties, moet hij wel weer delen met de andere lenders op basis van de sharing clause.
35. Indien de conclusie is dat volgens de documentatie de individuele lender de mogelijkheid heeft rechtsmaatregelen te nemen, bestaat er, indien het Nederlands recht van toepassing is op de contractuele relatie tussen de leden van het syndicaat⁷², de mogelijkheid dat de individuele lender rechtens toch geen gebruik kan maken van zijn bevoegdheid. Immers, naar Nederlands recht is het onder omstandigheden mogelijk dat een individuele lender misbruik van recht wordt verweten (art. 3:13 lid 2 BW) en/of dat het gebruik maken door de individuele crediteur van zijn (contractuele) rechten in strijd met de redelijkheid en billijkheid is (art. 6:2 lid 2 BW en art. 6:248 lid 2 BW) en/of dat de individuele lender onrechtmatig handelt (art. 6:162 BW). Ik trek een vergelijking met de vraag of, en zo ja in welke gevallen, een individuele crediteur aan een onderhands akkoord kan worden gebonden en verwijs naar (de literatuur die is verschenen naar aanleiding van) het arrest van de Hoge Raad Groenemeijer / Payroll.⁷³ Uit dat arrest (en de daarna verschenen literatuur) volgt dat de Hoge Raad zeer terughoudend is en dat slechts onder bijzondere omstandigheden van het geval, die dan door de debiteur moeten worden gesteld, de Hoge Raad het mogelijk acht dat een vordering tot medewerking aan een onderhands akkoord toewijsbaar is. In het relevante geval ging het om een situatie waarbij de onderneming al gestaakt was door de natuurlijke persoon. Niet aan de orde was dus de vraag die nu juist wel bij vele financiële herstructureringen speelt, te weten: hoe behoud ik nog zoveel mogelijk waarde voor de gezamenlijke stakeholders van de onderneming (daaronder begrepen de crediteuren). In deze zin versta ik ook Wessels die het volgende opmerkt: “Bij een goed gedocumenteerd onafhankelijk getoetst aanbod, waaruit blijkt dat de debiteur het uiterste doet om zijn schuldeisers te voldoen en bijvoorbeeld een berekening overlegt waaruit volgt dat bij spoedig faillissement zij slechter af zal zijn, zal een weigering mijns inziens al snel misbruik opleveren”.⁷⁴ Ik meen dan ook dat een kort geding procedure waarbij de meerderheid van de syndicaatsleden en de debiteur (eventueel gesteund door de ondernemingsraad), gezamenlijk optrekken tegen het individuele lid van het syndicaat en daarbij deugdelijk gedocumenteerd laten zien dat het individuele syndicaatslid in economische zin niets heeft winnen bij een individueel beslag, of een aanvraag van een

⁷⁰ Vergelijk deze gebruikelijke clause: “A Finance Party may, except as otherwise stated in the Finance Documents, separately enforce its rights under the Finance Documents.”

⁷¹ In de praktijk gebeurt dit overigens niet, leden van een syndicaat nemen geen zelfstandige actie, doch trachten zich uitsluitend te verzetten tegen een herstructurering als zogenaamde non-consenting lender. Het gevolg van dit gedrag is dan een de facto standstill, de meerderheid zou willen herstructureren maar kan dat niet omdat de minderheid tegen is. De minderheid kan niet executeren omdat de meerderheid tegen is.

⁷² Voorzichtigheid is geboden, zoals al eerder gemeld wordt bij veel van de in Nederland gebruikte financieringsinstrumenten, waaronder syndicaatsleningen, gebruik gemaakt van het Engelse recht met een forumkeuze van de Engelse rechter. Dan beheerst – ten opzichte van de contractspartijen – het Engelse recht en beslist de Engelse rechter over deze vraag op basis van de toepasselijke Europese verdragen, Rome I en de EEX-Verordening. Ik laat de discussie over de vraag of wellicht (een aantal van) de hiervoor genoemde regels naar Nederlands recht een dergelijk dwingend karakter hebben dat zij altijd in Nederland hebben te gelden, ook als er ander recht van toepassing is op de overeenkomst voor nu terzijde, zie hierover in het kort: C. Drion in de status van redelijkheid en billijkheid, NJB 2007/8.

⁷³ HR 12 augustus 2005, JOR 2005, 257, NJ 2006, 230, zie bijvoorbeeld T.J.H. Akkermans in de informele reorganisatie van insolvente ondernemingen, p. 24 e.v. en voorts – als altijd bewonderingswaardig uitgebreid gedocumenteerd - Bob Wessels in Wessels-Insolventierecht VI, par. 6208 e.v.

⁷⁴ Bob Wessels in Wessels-Insolventierecht VI, par. 6240, p. 131

faillissement, in bepaalde gevallen een goede kans van slagen heeft (althans zou moeten hebben) met een vordering inhoudende medewerking aan een herstructurering, althans een verbod op het leggen van beslag en indienen van faillissementsaanvraag.⁷⁵ Hij heeft immers geen eigen te respecteren belang. In het bijzonder de soms wel gehanteerde (chantage)taktiek van de dwarsligger om te trachten er beter uit te springen dan de rest van het syndicaat door een extra voordeel te verkrijgen (van wie dan ook), zou wat mij betreft rechtens niet gehonoreerd moeten worden.

36. Indien een vordering tot medewerking aan de herstructurering niet slaagt, maar een – al dan niet tijdelijke verbod op het leggen van beslag of uitlokken van een faillissement wel, dan kan het in sommige gevallen⁷⁶ mogelijk zijn om een georchestreerde executie van een pandrecht op Nederlandse aandelen te laten plaatsvinden en op deze wijze alsnog een financiële herstructurering te effectueren met gebruikmaking van art. 3:251 BW lid 1. Op grond van dit artikel kan pandhouder de voorzieningenrechter verzoeken de executie op een pandrecht op aandelen niet te laten plaatsvinden door middel van een openbare verkoop van aandelen, maar op een afwijkende wijze, of om te bepalen dat de aandelen aan de pandhouder verblijven tegen een voorzieningenrechter te bepalen bedrag. Omdat de democratie van de syndicaatsleningen doorgaans aldus is opgebouwd dat een besluit van de lenders om de Security Trustee te instrueren om tot executie van de bestaande zekerheden over te gaan afhankelijk is van een (gekwalficeerde) meerderheid (doorgaans 66 2/3 %), kan een dergelijke instructie tegen de zin van een dwarsliggende lender worden genomen en kan tot verkoop van aandelen worden overgegaan, of kan worden besloten de aandelen aan de Security Trustee te laten verblijven.
37. In 2009 is – voor zover mij bekend voor de eerste keer – met behulp van art. 3:251 lid 1 BW een herstructurering afgedwongen in de zogenaamde SAS case, een geval waarbij een afwijkende verkoop van verpande aandelen in 2009 aan de voorzieningenrechter in Amsterdam werd voorgelegd.⁷⁷ Over de case is inmiddels al het nodige geschreven, onder andere uitgebreid en verhelderend door Van Gasteren⁷⁸. Ook in de internationale literatuur heeft deze case aandacht gekregen van onder meer E.W. Purcell en Alex Boyce.⁷⁹ Ik beperk me hier tot een hele korte weergave. De waarde van de onderneming brak in het geval van SAS in de junior financiering. Dus, de waarde van de onderneming was voldoende om de gehele senior schuld te betalen maar slechts een deel van de junior schuld kon worden voldaan. Eén van de Junior lenders was het met deze waardering niet eens en weigerde met de herstructurering akkoord te gaan. De tegenstribbelende Junior lender werd door de executie van Nederlandse aandelen gedwongen genoeg te nemen met een gering bedrag in contanten (het bedrag dat volgens de waardering van de aandelen zijn vordering na herstructurering waard was). In de door Engels recht beheerste documentatie was de (standaard) bepaling opgenomen dat de Security Trustee op instructie van de majority Senior lenders de zekerheden kon executeren en voorts dat - voor zover de executie bestond uit de executie van verpande

⁷⁵ Vergelijk voor een bijzonder geval waarbij een beslaglegger werd bevolen het beslag op te heffen om zo de executie van de zekerheden door de bank te voorkomen, Voorzieningenrechter Rb. Roermond 6 november 2009, LJN BK2840. Een dergelijke vordering zou kunnen worden ingesteld tegen een dwarsliggende senior, maar ook tegen een dwarsliggende junior.

⁷⁶ Er zijn natuurlijk veel varianten, steeds zal – afhankelijk van de waardering – de vraag moeten worden gesteld: waar breekt de waarde en wie van de financial creditors verzet zich tegen deze waardering; de vraag zal ook steeds zijn, komen de dwarsliggers met redelijke en haalbare alternatieven.

⁷⁷ Rechtbank Amsterdam 10 september 2009 en 23 september 2009, JOR 2009, 340, met noot N.S.G.J. Vermunt

⁷⁸ Financiële herstructureringen door middel van uitwinning van een pandrecht op aandelen, in FIP 2010, nr 1 pag. 18 e.v. Zie ook O.R. van Brunshot, Executie van verpande aandelen in FIP 2009, nr. 8, p. 248 e.v. en de eerder genoemde noot van Vermunt. Schrijver van dit artikel was als interim-jurist voor een financiële instelling (zijdelings) bij deze deal betrokken.

⁷⁹ The Courts Speak on valuation in Restructurings: IMO Car Wash, SAS and Wind Hellas, International Corporate Rescue (2010), issue 2, p. 129 e.v.

aandelen – de Security Trustee de vennootschap waarvan de aandelen werden geëxecuteerd (alsmede de dochterondernemingen van deze vennootschap) kwijting kon geven van een eventuele restantschuld die resteerde na de executie van de zekerheden.⁸⁰ De tegenstribbelende junior lender behield weliswaar nog een restantvordering over op de vennootschap die de houdster was van de geëxecuteerde aandelen, doch na de onderhandse executieverkoop van de aandelen beschikte deze vennootschap niet meer over enig relevant actief.

38. De opbrengst voor de senior lenders van de executie was dus gewoon eenzelfde nominale vordering maar nu op de koper, de opbrengst van de tegenstribbelende Junior lenders was “cash”. Er was hier geen sprake van een debt for equity swap maar een verkoop van de verpande aandelen, waarbij een gedeelte van de koopprijs werd geleend aan de koper van de aandelen door de sponsor die ook als aandeelhouder (en dus houder van de equity value) ging optreden. De Senior lenders rolden hun leningen door⁸¹.
39. Maar de Senior lenders kunnen er in voorkomend geval ook voor kunnen kiezen om de verpande aandelen te laten verblijven aan de Security Trustee tegen een door de voorzieningenrechter vast gesteld bedrag. Daarmee is de debt for equity swap tot stand gebracht, immers de Security Trustee is dan aandeelhouder van de onderneming geworden en zal vervolgens de aandelen ter beschikking stellen aan de lenders. De Security Trustee zal zich er wel van moeten vergewissen dat een dergelijke wijze van executie van het pandrecht op de aandelen op basis van (het recht dat van toepassing is op en) de inhoud van de syndicaatslening (en een eventuele intercreditor agreement) voor hem toegestaan is.⁸² De schuld die de Security Trustee krijgt aan de houder van de aandelen in verband met het door de voorzieningenrechter bepaalde bedrag waartegen

⁸⁰ Zie meer uitgebreid hierover Van Gasteren, t.a.p., p. 19. Overigens, is de discussie over wat er precies in de documentatie, in het bijzonder de intercreditor, hierover exact is opgenomen nog niet uitgewoed, zie bijvoorbeeld Duffy, Choi, Glengarry en Gibson in *International Corporate Rescue 2010*, issue 4, p. 242 e.v. *The Intercreditor Debate: Six Months On*.

⁸¹ Een interessante vraag is nog of tegenstribbelde junior of senior lender bij de verkoop van aandelen door middel van executie kan worden gedwongen te aanvaarden dat hij geen cash krijgt, maar uitsluitend een vordering op de koper. Persoonlijk zou ik dat een fraaiere oplossing vinden dan toepassing van de Yank the Bank, de dwarsligger wordt niet beloond voor zijn gedrag met cash maar krijgt gewoon wat de voorstemmers ook krijgen. Daarbij kan de vraag worden gesteld of een dergelijk non-cash element zich verdraagt met de Nederlands rechtelijke bepalingen (onder andere met betrekking tot de verdeling van opbrengst na een executie van het pandrecht) die nu eenmaal op de executie van de Nederlandse aandelen van toepassing zijn. In eerste instantie denkt men bij executie uiteindelijk aan de betaling van het geëxecuteerde object in de vorm van een contante koopprijs. Van belang zijn in het bijzonder de bepalingen art. 3:253 BW en art. 445 en 490b van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering. Verkort weergegeven komen deze bepalingen (voor een situatie dat er meerdere gerechtigden zijn op de opbrengst van de executie) erop neer dat de executerende pandhouder er voor zorg draagt dat de kosten van de executie worden voldaan en dat hij vervolgens van de opbrengst mag inhouden het aan de pandhouder verschuldigde bedrag. Voor wat betreft een eventueel restant (dus een eventuele overwaarde) geldt dat – tenzij hij met de overige gerechtigden tot overeenstemming komt – de pandhouder dit bedrag tot tenminste het bedrag van het overschot moet storten bij een bewaarder. Omdat de Security Trustee als pandhouder de mogelijkheid heeft om na voldoening van de kosten zichzelf te voldoen, kan hij naar mijn mening ook besluiten – indien zulks op basis van (het recht dat van toepassing is op en) de inhoud van de syndicaatslening (en een eventuele intercreditor agreement) voor hem is toegestaan) om het gedeelte dat hem toekomt (vooralsnog) niet te innen, maar ermee akkoord te gaan dat dit later is verschuldigd, bij wege van uitgestelde koopprijs of aanvaarden dat hij op andere wijze wordt voldaan; ook in de SAS zaak bestond een belangrijk gedeelte van de opbrengst uit het overnemen door de koper van de schuld die de verkoper had aan het syndicaat (de Senior Loan). De Voorzieningenrechter zag daarin geen aanleiding om zijn toestemming voor de verkoop te weigeren, dus aanvaardde kennelijk dit gevolg (maar – toegegeven – zijn oordeel werd hier niet specifiek over gevraagd). Zie over de executie door de pandhouder N.S.G.J. Vermunt, Enkele knelpunten bij pand, hypotheek en beslag, in de bundel *Onderneming en 10 jaar burgerlijk recht van Onderzoekscentrum Onderneming en recht*, deel 24, p. 341 e.v.

⁸² Voor zover er twijfel bestaat of de bestaande overeenkomsten de Security Trustee een dergelijke bevoegdheid geven, kunnen deze worden gewijzigd, tenminste indien een dergelijke wijziging mogelijk is zonder instemming van de dwarsliggende lender(s). Zie over het bevestigende antwoord op de vraag of een dergelijke structuur onder het Engelse recht werkt, Chris Howard en Bob Hedger in *Restructuring Law & Practice (2008)*, p.187 en 188. Zie over het punt van de bevoegdheden van de Security Trustee, Vermunt in zijn noot onder SAS, punt 4.

de aandelen aan hem verblijven, kan – zolang de vordering van de Security Trustee groter is dan de waarde van de aandelen⁸³ – worden verrekend met de vordering van de Security Trustee op de houder van de aandelen.

Weliswaar worden in dat geval niet de vorderingen van de lenders op de oorspronkelijke debiteur omgezet in aandelen, maar de lenders krijgen een belang in een nieuwe entiteit waarbij het economisch resultaat voor de tegenstribbelende senior lenders hetzelfde is.⁸⁴ Een dergelijk geval is voor zover mij bekend nog niet aan de voorzieningenrechter in Nederland voorgelegd.

XI. De positie van de aandeelhouders bij een debt for equity swap⁸⁵

40. Voor de executie van een debt for equity swap is het noodzakelijk dat de relevante juridische entiteit aandelen uitgeeft.⁸⁶ De bevoegdheid tot het uitgeven van aandelen berust – behoudens delegatie – bij de algemene vergadering van aandeelhouders⁸⁷. Bovendien hebben – behoudens uitsluiting of beperking – de aandeelhouders een voorkeursrecht op nieuw uit te geven aandelen.⁸⁸
41. Ondanks het feit dat in de gevallen waarin een debt for equity swap plaatsvindt, de aandeelhouders economisch gezien (ernstig) out the money zijn, betekent dat dus dat de aandeelhouders zich in beginsel met succes tegen een debt for equity swap zouden kunnen verzetten, dan wel kunnen claimen dat zij aan hun voorkeursrecht gebruik zouden willen maken. Aandeelhouders zouden dit kunnen doen om te voorkomen dat hun belang verwatert. Overigens, in veel gevallen willen de bestaande aandeelhouders helemaal geen beroep doen op hun voorkeursrecht omdat zij – anders dan de crediteuren die hun vordering willen omzetten in eigen vermogen – niet over een vordering op de vennootschap beschikken. Als ze van hun voorkeursrecht gebruik willen maken, zullen zij dus in contanten moeten storten, daar waar de bestaande crediteuren hun bestaande vorderingen omzetten in aandelen.⁸⁹ Het is ook mogelijk dat de aandelen (inclusief de daarbij behorende voorkeursrechten) in de rechtspersoon waar de debt for equity swap geëffectueerd zou moeten worden belast zijn met een pandrecht met (al dan niet voorwaardelijk) stemrecht ten behoeve van de Security Trustee van de

⁸³ Dat zal in de praktijk veelal de situatie zijn.

⁸⁴ Zie Chris Howard en Bob Hedger in *Restructuring Law & Practice* (2008), p. 187 e.v. (in het bijzonder 6.126) voor een beschrijving van een dergelijke structuur in Engeland.

⁸⁵ Vgl. voor debt for equity swap: Debt For equity swaps. N.W.A. Tollenaar in *De bewindvoerder, en octopus*, p. 61 e.v., *Loan Workouts and debt for equity swaps*, Subhrendu Chatterji en Paul Hedges (2001), *Restructuring Law & Practice*, Chris Howard en Bob Hedger (2008), in het bijzonder, p. 176 e.v. en Karl Clowry, *Debt for Equity Swaps in Restructuring and Workouts. Strategies for Maximising Value* (2008), p. 27 e.v.

⁸⁶ Het begrip relevante entiteit is bewust gekozen, bij herstructurering in een bestaande vennootschap zullen dat de bestaande aandeelhouders zijn, bij herstructurering door middel van een executie zullen dat de aandeelhouders van de koper zijn. In dat laatste geval zal het zo zijn dat er geen nieuwe aandelen worden uitgegeven doch dat de aandelen in de (holding) vennootschap van de onderneming worden overgedragen aan de koper. Ik bespreek hierna uitsluitend de invloed van de bestaande aandeelhouders bij een herstructurering binnen een bestaande entiteit.

⁸⁷ Vgl. Art. 2: 96 lid 1 BW voor NV en art. 2:206 lid 1 BW voor BV. In de praktijk is de delegatiebevoegdheid, zo deze al is gegeven zelden voldoende omdat als er een delegatie plaatsvindt, deze doorgaans voor een beperkt aantal aandelen geschiedt.

⁸⁸ Vgl. Art. 2:96a BW voor NV en art 2:206a BW voor BV.

⁸⁹ Vgl. Tollenaar, t.a.p., p. 79 over de precieze techniek van deze omzetting. De storting geschiedt in de praktijk door verrekening van de stortingsplicht op de aan de crediteur uit te geven aandelen met de vordering van die crediteur op de vennootschap, zulks op grond van een verrekeningsovereenkomst in verband met het bepaalde in art. 80 lid 4 Boek 2 BW en art. 191 lid 3 Boek 2 BW, vgl. ook Van de BV en de N.V., Winter (als opvolger van Van Schilfgaarde) 15^e druk, p. 81 – de schuld van de vennootschap aan de crediteur verrekend met de vordering van de vennootschap op de crediteur terzake van zijn volstortingsverplichting.

syndicaatslening. In dat geval zal de Security Trustee van haar (stem)rechten gebruik kunnen maken en zal de separate medewerking van de aandeelhouders niet nodig zijn⁹⁰.

42. De problematiek rondom de financiering van de vennootschap en haar aandeelhouders is in de literatuur en jurisprudentie aan de orde geweest. Vergelijk De Kluiver die in zijn artikel "Noodzaakfinanciering en de rol van de rechter" verwijst naar het arrest van de Hoge Raad in de zaak Skygate.⁹¹ In die zaak had de Ondernemingskamer geoordeeld dat het bestuur van de vennootschap onder de omstandigheden van dit bijzondere geval bevoegd was te besluiten tot uitgifte van een in aandelen te converteren lening. Een in aandelen te converteren lening is een recht tot het nemen van aandelen dat ook normaal gesproken onder de bevoegdheid van de aandeelhouders valt.⁹² De Hoge Raad sanctioneerde dit oordeel. Mede op basis van een tweetal vervolg arresten van de Ondernemingskamer formuleert De Kluiver de rechtsregel dat "(i) wanneer het belang van de vennootschap aanvullende financiering noodzakelijk maakt omdat bij het uitblijven daarvan surseance van betaling of faillissement dreigt, en (ii) een aandeelhouder bereid is die financiering te verschaffen, het in strijd met de redelijkheid en billijkheid kan zijn dat medeaandeelhouders zich tegen het verstrekken daarvan door een aandelenemissie verzetten."⁹³
43. De door De Kluiver geformuleerde rechtsregel veronderstelt dat er als onderdeel van de herfinanciering additionele financiering wordt verstrekt om de vennootschap van voldoende liquiditeit te voorzien. Bij een zuivere debt for equity swap hoeft dat nog niet het geval te zijn, de bestaande financiering wordt soms ook omgezet in eigen vermogen om de solvabiliteit te verbeteren, zonder dat er nieuw geld wordt verstrekt. Gezonde balansverhoudingen zijn op langere termijn een noodzaak voor ondernemingen om te kunnen overleven. Kan ook in een geval waarin geen nieuw geld ter beschikking wordt gesteld een weigerachtige aandeelhouder worden gedwongen mee te werken? Het is De Kluiver zelf geweest die in 2009 als advocaat de Ondernemingskamer een bevestigend antwoord op deze vraag ontlokte in de zaak die uitmondde in het arrest Inter Access.⁹⁴ In deze casus was een minderheidsaandeelhouder bereid zijn vordering om te zetten in aandelen, mits ook het voorkeursrecht van de bestaande aandeelhouders zou worden gepasseerd zodat de minderheidsaandeelhouder een meerderheidsaandeelhouder werd. De meerderheidsaandeelhouder weigerde medewerking aan het emissiebesluit en weigerde eveneens in te stemmen met het passeren van het voorkeursrecht. De meerderheidsaandeelhouder beriep zich daarbij ook op een aandeelhoudersovereenkomst die erin voorzag dat, kort gezegd, zijn belang niet zou verwateren. De Ondernemingskamer kwam, nadat zij geconstateerd had dat de vennootschap een dringend belang bij de conversie had, tot de conclusie dat de emissie zonder toestemming van de meerderheidsaandeelhouder plaats kon vinden, met

⁹⁰ Vergelijk over pandrecht op aandelen uitgebreid, R.W. Clumpkens in Zekerheden in ontwikkeling, Jaarcongres 2009 Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, p. 19 e.v.

⁹¹ H.J. de Kluiver, Noodzaakfinanciering en de rol van de rechter in bundel De Financiering van de onderneming, deel 88 van serie vanwege het van der Heijden Instituut, p. 21, Hoge Raad 19 oktober 2001, JOR 2002, 5 Skygate, zie ook Chr. M. Stokkermans in Preadvies, Het nieuwe BV-recht voor de praktijk, p. 113 die deze zaak beschrijft als een voorbeeld waar een beroep op de aandeelhoudersovereenkomst in strijd met art. 2:8 Boek 2 lid 2 BW komt.

⁹² Vergelijk art. 96 lid 5 Boek 2 BW voor NV en art. 206 lid 2 Boek 2 BW voor BV.

⁹³ De Kluiver, t.a.p., p. 34 tot en met 37.

⁹⁴ Ondernemingskamer 31 december 2009, BL 3690, JOR 2010, 60 (noot Doorman), vergelijk ook J.W. Leedekerken in TOP 2010, nr 4., p. 143 en Assink in Ondernemingsrecht 2010, nr. 7. Overigens uit het FD van 11 februari 2010 en de noot van Assink is bekend dat de meerderheidsaandeelhouder in cassatie is gegaan tegen dit oordeel, dus de zaak is nog niet finaal afgedaan.

voorbijgaan aan zijn voorkeursrecht en het bepaalde in de aandeelhoudersovereenkomst.⁹⁵

44. Ik juich de beslissing van de Ondernemingskamer toe.⁹⁶ Het geeft de praktijkjurist een instrument om kwaadwillende, dwarsliggende en niet medewerkende aandeelhouders erop te wijzen dat een gang naar de rechter mogelijk is die er uiteindelijk toe kan leiden dat de dwarsligger tot de orde wordt geroepen.⁹⁷ Het commentaar van Assink dat, kort gezegd, er sprake van een vorm van onteigening, spreekt me – in ieder geval vanuit de economische realiteit van een debt for equity swap - niet aan. Immers, in dit geval is een crediteur die voor de aandeelhouders gaat, bereid zijn aanspraken om te zetten en ook aandeelhouder te worden en aldus het belang van de continuïteit van de vennootschap te dienen. Dat de crediteur hier ook een eigen belang heeft, doet daar niet aan af. De bestaande aandeelhouders hadden economisch nergens recht (meer) op omdat zij out the money waren. Ik zie daar geen (economische) onteigening van bestaande aandeelhouders in maar meer een correctie op het feit dat de aandeelhouders door de economische werkelijkheid zijn ingehaald en thans niets meer te zeggen zouden moeten hebben. Dit zou wat mij betreft slechts anders zijn indien de bestaande aandeelhouders zelf de herstructurering mee willen dragen (door bijvoorbeeld zelf nieuwe aandelen te nemen) en/of tijdig met een alternatief plan komen.⁹⁸ Daarbij besef ik dat ook hier eerder genoemde waarderingvraagstuk (wanneer zijn de bestaande aandeelhouders echt volledig out the money?) weer van beslissende betekenis is.

XII. Conclusie

In dit artikel is bezien of, en zo ja onder welke omstandigheden het mogelijk is om tegenstribbelende obligatiehouders, leden van een syndicaat van lenders en aandeelhouders te dwingen mee te werken aan een debt for equity swap. Daartoe is eerst aandacht besteed aan de huidige crisis en is uiteengezet hoe het komt dat deze die bij ondernemingen tot financiële moeilijkheden aanleiding geeft. Als de schuldenlast dermate groot is, dat de onderneming op korte noch op lange termijn aan haar verplichtingen kan voldoen, is herstructurering van de onderneming gewenst. Een informele reorganisatie is daarbij vaak veel effectiever en efficiënter dan een formele insolventieprocedure. Daarbij wordt vaak gekozen voor de techniek dat een stuk van de schuld wordt omgezet in aandelen (debt for equity swap). Vaak wordt – vooral ook om praktische redenen – in dit kader slechts van de de aandeelhouders en de zogenaamde financials creditors (obligatiehouders en

⁹⁵ Ik onderschrijf overigens het advies van Mr Leedekerken op pag. 143 dat het beter is zoveel mogelijk het voorkeursrecht van de aandeelhouders in takt te laten en hen de mogelijkheid te geven te participeren. Zoals hiervoor reeds vermeld, het feit dat de zittende aandeelhouders vaak geen vordering hebben op de vennootschap en dus genoodzaakt zijn cash te storten voor de aandelen, maakt dat zij zelden geïnteresseerd zijn van hun voorkeursrecht gebruik te maken. En als ze het desondanks wel doen, krijgt de onderneming vers nieuw geld.

⁹⁶ Het is altijd moeilijk om uitsluitend op basis van openbare stukken een echt oordeel over een zaak te vellen, of Willemse in deze echt de kwaadwillende dwarsligger is, kan ik zonder kennis te nemen van de exacte beweegredenen van hem, niet beoordelen.

⁹⁷ Ik laat de processuele complicaties en de vraag welke rechter het best gekozen kan worden voor nu rusten, zie hierover onder andere De Kluijver en Leedekerken. Overigens, ik meen dat de complete vergadering van aandeelhouders in voorkomende op deze wijze gepasseerd zou moeten kunnen worden indien zij volledig out the money zijn. Op eenzelfde manier meen ik dat het wenselijk is dat ook de volledig out of the money junior lenders terzijde gesteld zouden moeten kunnen worden door de Senior lenders.

⁹⁸ Vergelijk voor een geval waarbij de gerechtigden tot het eigen vermogen, in ieder geval naar het oordeel van de Ondernemingskamer, te laat met een eigen plan kwamen, het geval van Almatris Ondernemingskamer 12 april 2010, LJN BM1437; het ziet er naar uit dat de gerechtigden tot het eigen vermogen er uiteindelijk via onderhandelingen toch in geslaagd zijn een alternatief plan af te dwingen in de Chapter 11 procedure die over Almatris is uitgesproken, vgl. het persbericht van Almatris d.d. 4 augustus 2010, te vinden op http://www.almatris.com/download/press-releases/PR04_20100803_Alternative_Plan_Filing.pdf. De bankruptcy judge heeft het disclosure statement inmiddels goedgekeurd, zie <http://www.cmemarkets.com/v3/2010/08/23/dj-creditors-cleared-to-vote-on-almatris-bankruptcyexit-plan/>

syndicaatsleden) medewerking gevraagd. Echter, voor een dergelijke informele herstructurering is in beginsel instemming nodig van alle betrokken financiële crediteuren omdat deze een deel van hun vordering omgezet zien in aandelen en zij daartoe op grond van de toepasselijke financieringsdocumentatie niet tegen hun wens toe gedwongen kunnen. Alleen indien zogenaamde collective action clauses in de documentatie zijn opgenomen, is een besluit van een (gekwalficeerde) meerderheid van de financiële crediteuren voldoende voor de omzetting. In onder Nederlands recht uitgegeven obligaties komen collective action clauses voor, bij syndicaatleningen is dat (naar het oordeel van de schrijver ten onrechte) ongebruikelijk. Indien de syndicaatslening beheerst wordt door het Nederlandse recht, is het mogelijk dat de dwarsliggende lender op verzoek van de meerderheid van het syndicaat en de onderneming (en eventuele andere belanghebbenden) met een beroep op art. 3:13 lid 2 BW en/of art. 6:2 lid 2 en/of art. 6:248 lid 2 BW en/of art. 6:162 BW door de Nederlandse rechter gedwongen wordt mee te werken. Indien het gaat om een financiële herstructurering van een onderneming die wordt uitgeoefend door middel van (tussen)houdster vennootschappen in Nederland is het onder omstandigheden en afhankelijk van de (inhoud van) de documentatie mogelijk om de medewerking van de minderheid van de individuele syndicaatsleden door de meerderheid af te dwingen via een executie in Nederland van aandelen in een Nederlandse vennootschap. In het artikel is uiteengezet hoe via een dergelijke executie de individuele non-consenting lender in sommige gevallen ook gedwongen kan worden mee te werken aan een structuur die economisch gezien het resultaat heeft van een debt for equity swap. Ook een tegenstribbelende, dwarsliggende aandeelhouder kan blijkens rechtspraak onder omstandigheden gedwongen mee te werken aan een debt for equity swap.