BOEKEL DE NERÉE

Legal Houdini

To straighten out the legal hitch

Workshop voor NIBC Kredietcrisis & Kredietdocumentatie

Johan Jol en Angelique Thiele

April 2009

Legal Houdini
To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

Onderwerp van deze workshop

Kort overzicht van verschillende (vermeende) oorzaken kredietcrisis

⇒

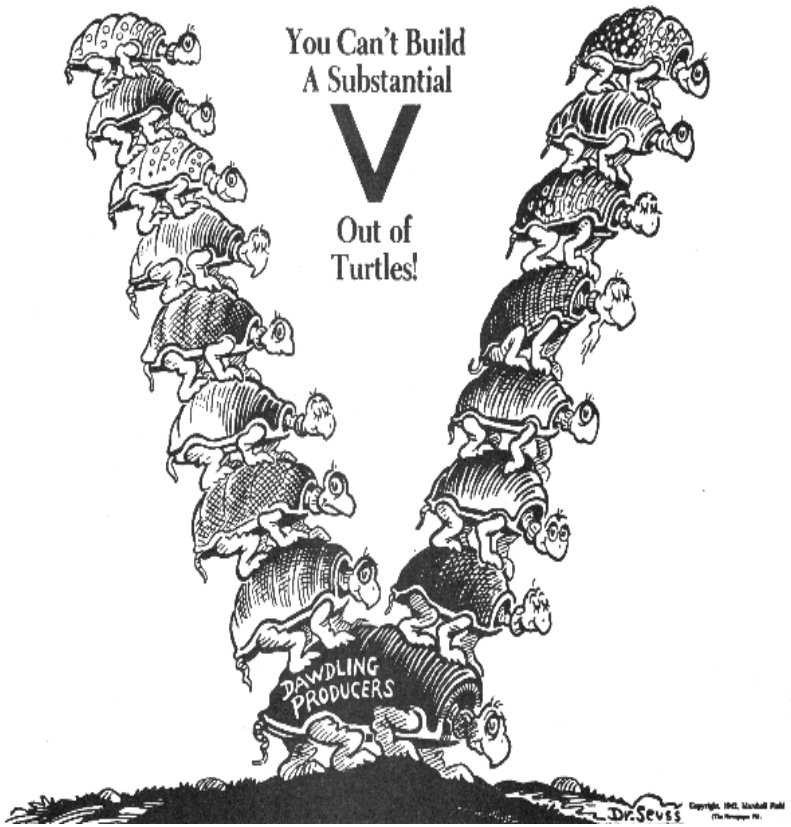
Impact van de kredietcrisis en daaraan ten grondslag liggende oorzaken op kredietdocumentatie en de wijze waarop kredietgevers en kredietnemers in de huidige markt zaken met elkaar doen

Legal **Houdini**

To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

Credit Meltdown



Legal **Houdini**

To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

Madoff Sceme

Kan lang goed gaan

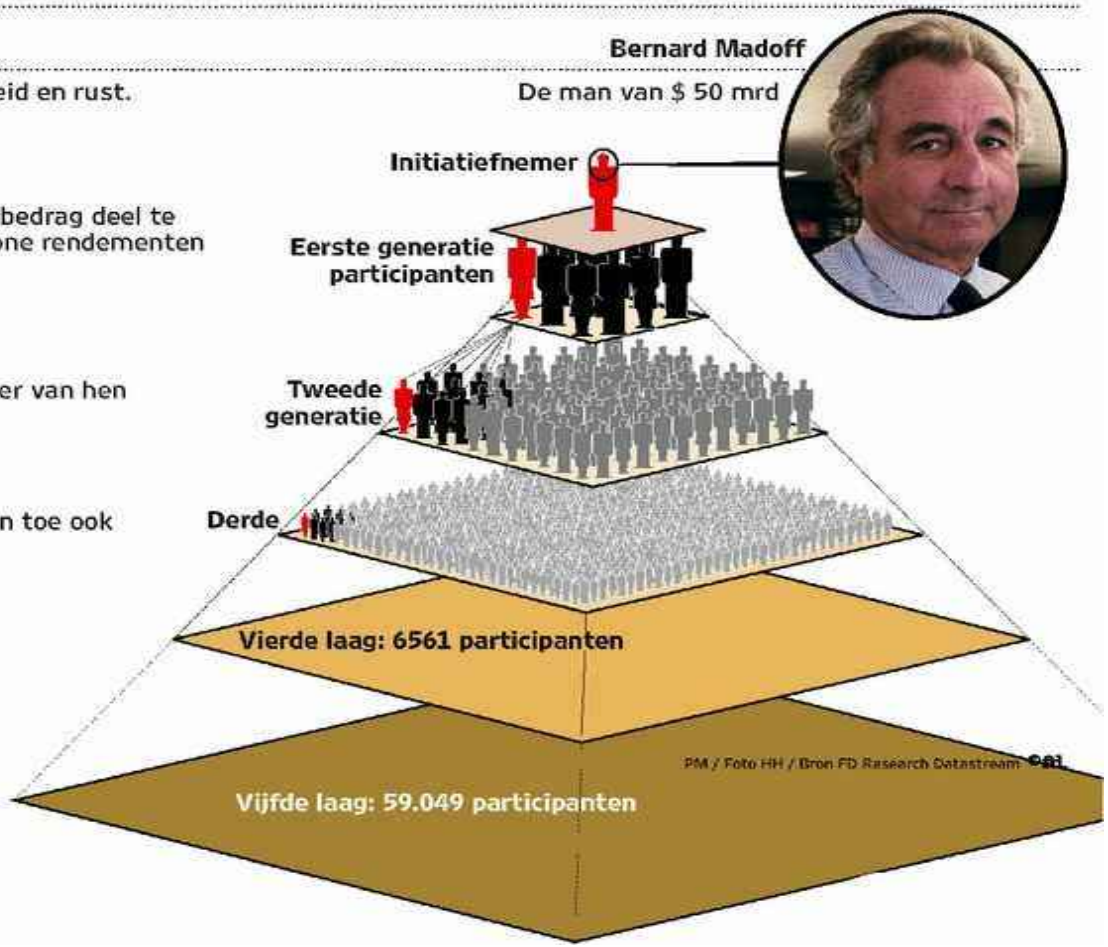
Een piramidespel is gebaseerd op vertrouwen, domheid en rust.
Een rekenvoorbeeld

Stap 1
Initiatiefnemer verleidt negen vrienden om voor een bedrag deel te nemen in zijn project. Doorgaans worden buitengewone rendementen voorgespiegeld

Stap 2
De eerste generatie treedt op als wederverkoper. Ieder van hen ronselt negen nieuwe investeerders, en zo verder

Stap 3
Initiatiefnemer houdt deelnemers tevreden door af en toe ook wat uit te keren

Maar het spel is eindig.
Op de tiende laag doet in theorie bijna de hele wereldbevolking mee



Bron FD 16-12-2008

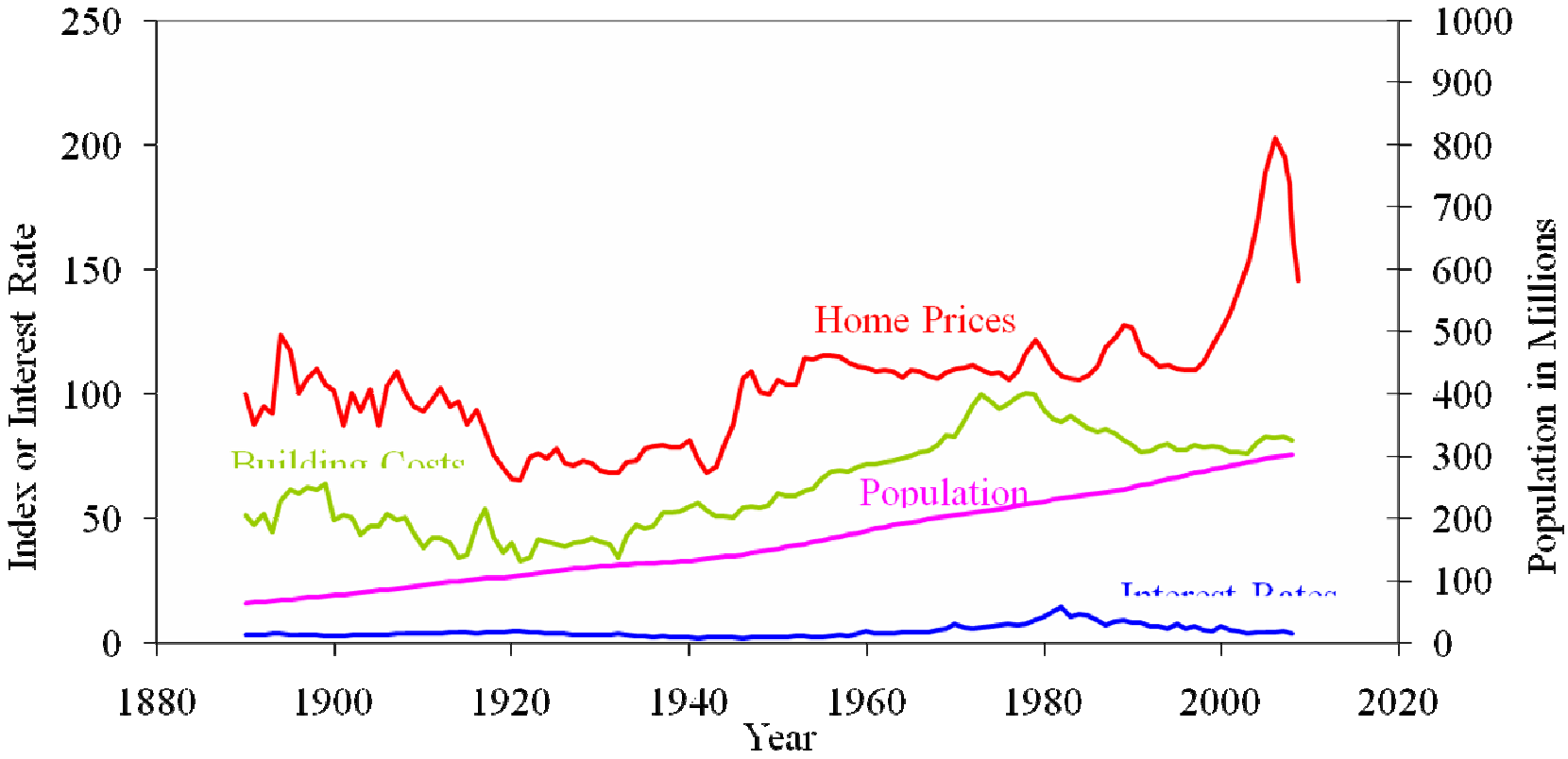
Oorzaken kredietcrisis

- "US Real Estate Bubble", gecombineerd met onverantwoorde kredietverstrekking
- Onvoldoende toezicht, "shadow banking system"
- Beloningsstructuren bij financiële instellingen
- Gebrek aan "checks and balances" bij financiële instellingen
- (Te) complexe financiële producten
- Rating agencies vervulden hun rol niet naar behoren
- Hoge exposure van financiële instellingen op synthetische producten

Legal Houdini
To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

US Real Estate Bubble



Bron: Shiller Index
http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

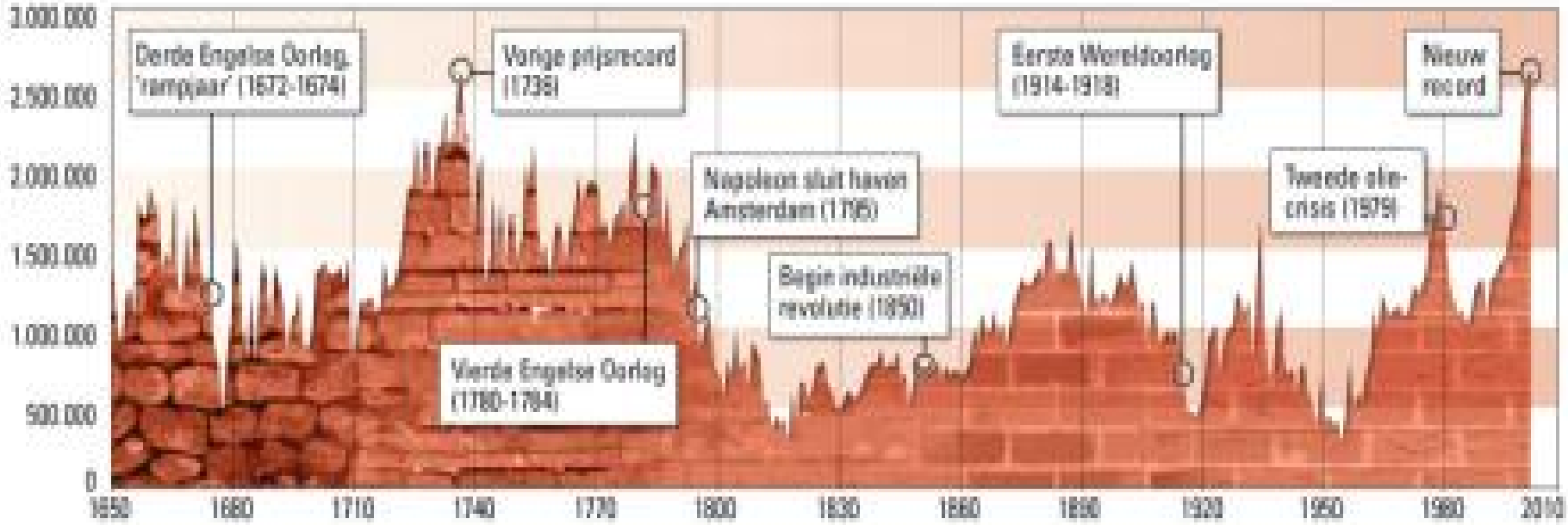
Legal Houdini
To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

NL Real Estate Bubble

Hoogste huizenprijzen in bijna drie eeuwen

Prijsontwikkeling woning aan de Herengracht die nu 2,6 miljoen euro kost, teruggerekend tot 1650, gecorrigeerd voor inflatie



Onvoldoende toezicht

- Micro versus Macro toezicht
- “Shadow banking system”
- Dollar tsunami
- Te veel leverage

Beloningsstructuren financiële instellingen/checks and balances

- Bonussysteem
- “Only upside, no downside”
- Eenzijdige focus op winst, minder oog voor risicobeheersing, onvoldoende risk management
- Corporate governance issues
- Te weinig zelfreinigend vermogen
- Andere focus, governance en wijze van beloning?

(Te) complexe financiële producten

- Securitization / CDO / CDO Square
- Stable pools / substitution / managed pools
- Geen duidelijk zicht meer op onderliggende assets / risico's
- Terug naar de eenvoud?

Rating agencies vervulden hun rol niet naar behoren

- Misvattingen over rol rating agencies, te veel afgaan op rating
- Conflicterend belang: uitgevende instelling betaalt rating agency
- Rating agencies maken ook fouten
- Beter toezicht op rating agencies?
- Meer concurrentie?

Risico's synthetische beleggingen

- Een synthetisch product is virtueel en niet faillissementsproof (vergelijk: economische eigendom vastgoed)
- Problemen met credit default swaps
- Oplossingen:
  - Verzekerde credit default swap
  - De "clearing house solution"
  - Weg met de CDSW!

Gevolgen voor kredietverlening, “voor”:

- Easy money periode
- Extreme leverage, building up the pile of debt
- Het Pyramide spel in leveraged finance, herfinanciering met meer schuld

Gevolgen voor kredietverlening "na":

- Financiering en herfinanciering is moeilijk te verkrijgen
- Geen shadow banking system meer en de banken worstelen met hun eigen balans
- Ondernemingen hebben nog een hogere schuld te servicen
- Risicoperceptie is veranderd

"A eurocurrency loan agreement carries its scars like an **aging prize fighter**, each bearing silent witness to some major or minor **skirmish** that has disturbed the market during its history and to peruse a loan agreement without appreciating its history is to miss **the inherent drama** of the document. Its **business objective** is, after all, **not very complicated**: some people want to lend money, some folks want to borrow it, and then the first crowd would like to get their money **back** again."

Lee c. Buchheit

Legal Houdini
To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

Gevolgen voor kredietdocumentatie "voor":

- Geldnemer vriendelijk
- B en C leningen structuren, hoge leverage, beperkte zekerheid
- Cov-lite/loose leningen
- Toggle instruments, equity cure rights
- Fundable term sheets, bridge and interim funding agreements
- Reverse Flex en ontbreken van upward flex
- Mulligan rights, Yank the bank and Snooze and loose provisions

Legal Houdini
To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

Gevolgen voor kredietdocumentatie "na":

- Geldgever vriendelijk
- De terugkeer van de A lening
- Volledige Covenants, met financial covenants
- Flex rights voor geldgevers uitgebreid
- Equity cure rechten minder aggressief
- Focus op herstructurering: Defaults!

Legal Houdini
To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

Impact op Kredietdocumentatie Driedeling

1. Risico-perceptie kredietgevers jegens elkaar gewijzigd
2. Risico-perceptie jegens kredietnemer/ gefinancierd object gewijzigd
3. Controle gerelateerde issues

Legal Houdini
To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

Risico-perceptie kredietgevers jegens elkaar gewijzigd

- Liquiditeitsopslag
- “Market disruption” clausule
- (Bij club- of gesyndiceerd krediet) bepalingen in verband met insolventie risico andere kredietgevers of (facility/security agent)

Liquiditeitsopslag/ market disruption clausules

In this Agreement **"Market Disruption Event" means:**

(i) at or about noon on the Quotation Day for the relevant Interest Period the Screen Rate is not available and none or only one of the Reference Banks supplies a rate to the Agent to determine EURIBOR for the relevant currency and Interest Period; or

(ii) before close of business in [Amsterdam] on the Quotation Day for the relevant Interest Period, the Agent receives notifications [from a Lender/Lenders] [([which fund in the euro interbank market and] whose participations in a Loan exceed [30-66] per cent. of that Loan)] that the cost to [it/them] of obtaining matching deposits in the Relevant Interbank Market would be in excess of EURIBOR.

And the lender said to the borrower: "don't **worry**, this clause is only there for **exceptional circumstances** … but these **are** exceptional circumstances."

Insolventie risico andere krediet-gevers of (facility/security) agent

- Is het krediet reeds volledig getrokken?
- Wat indien een krediet een koopsom (deels) financiert en andere financiers hun commitment om hun deel te financieren niet nakomen?
- Roll-over verrekeningsperikelen
- Vervangen failliete kredietgever, maar tegen welke prijs?
- (Door)betalingsrisico failliete agent (6:263, 7:420/421, 6:80, 6:259 BW)
- Failliete security agent, geen trust, andere kredietgevers hebben slechts een concurrente vordering

Risico-perceptie jegens kredietnemer/ gefinancierd object gewijzigd

- Striktere formulering financiële ratio's
- Meer focus op spv karakter, "ringfencing" van kredietnemer en zekerheden
- Meer aandacht voor en onderhandelingen over "material adverse change" clausules

Ratio's

Enkele problemen uit de praktijk van alledag:

- Ratio's rekenen uitsluitend met financiering(slasten) ten aanzien van betreffende kredietgever, kredietnemer heeft echter ook bij anderen financiering aangetrokken;
- Testdata verkeerd afgesteld of praktijk was anders;
- Kredietnemer haalt LTV/DSCR/ICR niet. Investeerder blijft rente voldoen, maar vraag is voor hoe lang. Mag de kredietgever het krediet opzeggen?
- Geeft een verwacht niet nakomen van ratio's kredietgever het recht geen verder krediet meer te verstrekken?

SPV, ringfencing en zekerheden

- Plankvennootschap
- Geen correcte beperking doelomschrijving en/of onvolledige "ringfencing" in transaktiedocumentatie
- Fiscale eenheid (OB/Vpb)
- Nederland: zekerheid op rechten niet geüpdate, geen zekerheid op bankrekeningen, contracten niet goed nagekeken op restricties overdracht/verpanding
- Cross-border: registratie overdracht/hypotheekrecht vastgoed niet compleet

Material adverse change clausules

- Business of market MAC?
- Voorbeeld:

  "Any event or circumstance which [the Majority Lenders [reasonably] believe] has [or is reasonably likely to have] a Material Adverse Effect is an Event of Default.

  "Material Adverse Effect" means [in the [reasonable] opinion of the Majority Lenders] a material adverse effect on:

  (a) the business, operations, property, condition (financial or other wise) [or prospects] of the Borrower Group taken as a whole; or

  (b) the ability of a Borrower to perform [its obligations/its payment obligations under the Finance Documents and/ or its obligations under Clause X (Financial ratios) of this Agreement]]; or

  (c) the validity or enforceability of, or the effectiveness or ranking of any Security granted or purporting to be granted pursuant to any of, the Finance Documents or the rights or remedies of any Finance Party under any of the Finance Documents."

Controle gerelateerde issues

- Overdrachtsbepalingen (ook risico-gerelateerd!)
- Clausules die relatie tot hedge counterparty regelen
- In geval van meer kredietgevers (intercreditor arrangementen of bij club- of gesyndiceerd krediet):
  - Bepalingen met betrekking tot wijzigingen en “waivers”
  - “Snooze and lose”/”delay and it’s ok” clausules
  - “Yank the bank” clausule

Overdrachtsbepalingen

Kredietgever: “zonder overdracht geen krediet, althans niet voor deze prijs”, “vrije overdracht in huidige markt noodzaak met oog op goed management van kredietrisico’s en liquiditeit”

Kredietnemer: “U zingt de relatiebankier tune, maar laat mij vervolgens desgewenst zitten met kredietgevers die mij niet kennen en van mijn bedrijf niets weten juist in een tijd waarin een goede relatie onontbeerlijk is. (En wie weet gaan ze nog failliet ook…)

Hedge counterparty issues

- “Opeisingsgronden” vaak ruimer dan onder kredietovereenkomst
- Market MAC
- Steeds vaker intercreditor arrangementen met hedge counterparty in kredietovereenkomst, kortweg:
  - hedge counterparty deelt in zekerheden
  - maar mag in ruil daarvoor niet vervroegd afwikkelen tenzij kredietgever(s) krediet opeisen
  - verplichtingen opschorten indien kredietnemer betalings-verplichtingen niet nakomt mag wel

Wijzigingen en “waivers”

- “Majority Lenders” consent versus “Supermajority Lenders” consent versus unanimiteit
- Unanimiteit doorgaans bij:
  - Uitstel van betaling
  - Reductie van betalingsverplichtingen
  - Verhoging van krediet
  - Wijziging kredietnemer/garantie- of zekerheidsverstrekker
  - Vrijgave garantie/zekerheid
- Wie zijn mede-kredietgevers?

"Snooze and lose"/"delay and it's ok"

- Geen bericht, geen stem:

"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."

- Geen bericht is "goed bericht"

"Yank the bank"

- Laat een kredietnemer gedwongen uittreden, maar tegen welke prijs?

"[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."

Legal Houdini
To straighten out the legal hitch

BOEKEL DE NERÉE

Contact details

Johan Jol
Freelance Legal Counsel, **Legal Houdini**
Telefoon: 06 51 28 30 11
Email: jtjol@legalhoudini.nl
www.legalhoudini.nl

Angelique Thiele
Partner **Boekel De Neree**
Telefoon: 020 795 35 20
Email: angelique.thiele@boekeldeneree.com
www.boekeldeneree.com