De rol van de bedrijfsjurist bij de onderneming in (financiele) nood

mr J.T. Jol

Een voordracht door mr J. T. Jol, oud-advocaat, oud-Cohen advocaat, oud- hoofd Legal NIBC Bank N.V., thans Legal Houdini Academy en tevens werkzaam als bedrijfsjurist bij de ABN AMRO Bank N.V.

De door de heer Jol gebruikte sheets zijn te vinden op het NGB ledennet onder ledenvergaderingen/inleidingen.

Economische crisis in hoofdlijnen. Effecten van economische crisis op (stakeholders van) ondernemingen. (Juridische) Issues bij de herstructurering van ondernemingen. De rol van de bedrijfsjurist: wat wel en niet te doen.

Economische crisis in hoofdlijnen

De heer Jol beschrijft de spiraal naar de economische crisis:

- *Bubbles* (bv. de dotcom-bubble) collectieve waanzin blaast de waarde van activa op (Geert Noels);
- *Ponzi schemes*: niet zozeer die van Bernard Madoff, maar die langs natuurlijke weg ontstane *positive feedback loop* (Robert Shiller); omdat we denken dat iets veel waard is, wordt het tegen een steeds hogere prijs verhandeld; die waardestijging financieren wij met relatief steeds meer vreemd vermogen en dat leidt tot een .....
- *Unstable tower of debt* (Charles Morris en Jaap van Duijn);
- Een trigger doet het kaartenhuis ineenstorten; bv. de subprime mortgage crisis in de Verenigde Staten die uiteindelijk ook de rest van de wereld in haar greep heeft gekregen, waaronder ook Europa;
- *Negative feedback loop*: vervolgens is er een spiraal naar beneden, de waardes worden steeds lager: de economische crisis;
- de financiële crisis, het redden van de banken door de overheid, heeft gezorgd voor een aanzienlijk grotere overheidsschuld en kan tot problemen in overheidsfinanciering leiden.

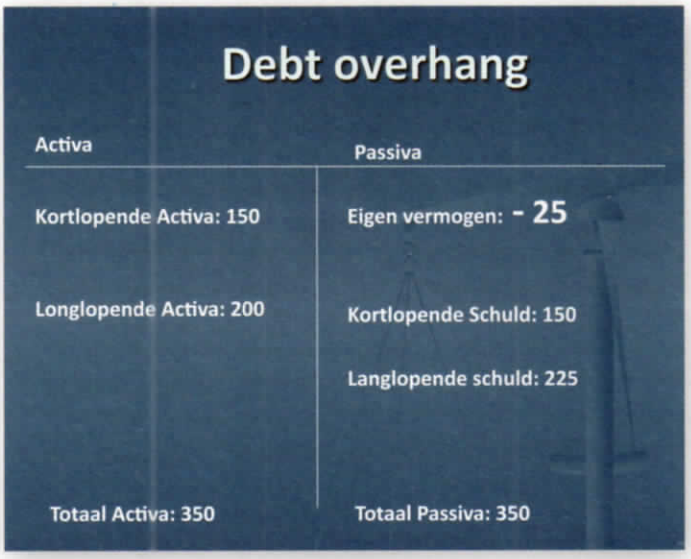
Effecten van economische crisis op (stakeholders van) ondernemingen

Wat betekent zo'n crisis voor ondernemingen? Er zit te veel schuld in de onderneming (*overleveraging*). Vergelijk het met een huis dat tegen te hoge prijs is gekocht.
Spreker toont een sheet met een balans en stelt de vraag: wat mist hier? Wat mist, is de post "reserves". Dat komt tegenwoordig vaak voor; er is geen buffer om verliezen op te vangen. In tijden van crisis daalt de waarde van de activa, daalt de omzet, daalt de winst, eigen vermogen verdwijnt en de liquiditeit komt in gevaar. Resultaat: een *debt overhang*, i.e. de schuld is hoger dan de waarde van de activa (zie sheet 8), een negatief eigen vermogen dus.

(Juridische) Issues bij de herstructurering van ondernemingen

Debt overhang: wat doen we daarmee? Het enkele feit dat de onderneming geen eigen vermogen heeft, is nog geen reden faillissement aan te vragen. Als je vermoedt dat de waarde van de onderneming als *going concern* groter
is dan de liquidatiewaarde van de activa kun je beter trachten te herstructureren voor faillissement. Maar, hoe beoordeel je of de onderneming in de kern nog gezond is? Niets in de toekomst is zeker. Rechters zullen zich niet gauw door "modellen" laten leiden, maar alle omstandigheden van het geval meewegen.

De volgende vraag is: zijn de *stakeholders* bereid nog iets te doen? Bv.:



sheet 8

- aandeelhouder stort bij of zet vordering om in achtergesteld vermogen;
- crediteur geeft uitstel van betaling; of
- een nieuwe investeerder brengt risicodragend vermogen in.

Bij het stabiel houden/maken van de onderneming moet men onderscheiden:

- **liquiditeit** oplossingen (korte termijn), nl. in staat zijn de meest dringende crediteuren te betalen:
  - *extend and pretend*: uitstel van betaling verkrijgen bij crediteuren;
  - het verkrijgen van noodkrediet (waarbij Pauliana een aandachtspunt is);
  - desinvestering;
  - opschorten van rentebetalingen;
  - de ene crediteur door de andere laten betalen (terugkopen *at par*).

- **solvabiliteit** oplossingen (lange termijn),nl. de balans moet er uiteindelijk weer goed uitzien:
  - schuld terugkopen *under par*: omdat de markt die schuld nu minder waard vindt, koopt de onderneming haar schuld terug van de markt tegen een lagere waarde dan het nominale bedrag;
  - kwijtschelding schuld;
  - additioneel eigen vermogen verkrijgen.

Wat dat laatste betreft: doorgaan met een negatief eigen vermogen is nooit een oplossing voor de lange termijn. Als het totaal bedrag aan schulden hoger is dan de waarde van de activa, is de aandeelhouder out of the money en heeft hij geen economisch belang meer bij de onderneming. Voor de crediteuren is het niet aanvaardbaar om zaken te blijven doen met een insolvabele debiteur.

Herstructureren voor faillissement is effectiever dan daarna

Wat is in de situatie dat we spreken over een insolvabele onderneming de rol van de Raad van Bestuur? In het arrest ABN AMRO (HR 13/7/2007) heeft de Hoge Raad bepaald dat het bepalen van het beleid van de onderneming in beginsel het primaat is van het bestuur. De aandeelhouders hoeven niet vooraf betrokken te worden in de besluitvorming. Bij de vervulling van zijn taken dient het bestuur het belang van de vennootschap/onderneming voorop te stellen, maar moet wel de belangen van alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders, in aanmerking nemen. Ook de Code Tabaksblat (Code Principe ii.1) zegt: "Het bestuur richt zich bij de vervulling van zijn taak naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming en weegt daartoe de in aanmerking komende belangen van bij de vennootschap betrokkenen af." Asser vult dit aldus verder in: belangen van aandeelhouders, werknemers, crediteuren, de continuïteit van de onderneming. Men moet de omstandigheden van het concrete geval in aanmerking nemen bij het bepalen welk deelbelang prevaleert. (Asser 2011 De naamloze en besloten vennootschap, II Vennootschappelijk belang).

Maar wat nu als herstructurering wordt overwogen? Timmerman is van mening dat de "leer van de *enlightened shareholder*" niet uitsluit dat, wanneer de vennootschap in

Timmerman Oratie 2009

"*In de* 'enlightened shareholder value'*-benadering geldt een verplichting met andere belangen dan die van aandeelhouders rekening te houden, maar die andere belangen hebben juist minder zelfstandige betekenis dan het aandeelhoudersbelang.* Dit sluit echter niet uit dat het crediteurenbelang gaat overwegen, wanneer de vennootschap in financiële problemen raakt. *De vraag hoe de verschillende belangen gewogen dienen te worden en welk gewicht de verschillende belangen hebben blijft van de omstandigheden van het geval afhangen en is dus contextbepaald. De verdienste van de 'enlightened shareholder value'-benadering is dat zij belangenpluralisme en een zekere vooropstelling van het aandeelhoudersbelang combineert. Daarbij heeft die benadering het voordeel dat zij meer sturend is, maar ook niet te strikt op het aandeelhoudersbelang gericht is. De enlightened-leer geeft immers de* mogelijkheid zich onder omstandigheden van het aandeelhoudersbelang te distantiëren."

Ondernemingsrecht 2009, 2 Grondslagen van het geldend ondernemingsrecht

sheet 22

financiële problemen raakt, het crediteurenbelang gaat overwegen (zie sheet 22). Dezelfde gedachte is te vinden in een uitspraak van het Supreme Court Delaware van 17 mei 2007.

Discussie met stakeholders: crediteuren

Een regeling met de crediteuren vereist in beginsel instemming van alle relevante crediteuren. Voor de vraag in hoeverre een crediteur redelijkerwijs zijn toestemming kan weigeren, zijn relevante leerstukken: misbruik van bevoegdheid, redelijkheid en billijkheid en onrechtmatige daad.
De fiscus als preferente crediteur is in het algemeen tevreden als hij het dubbele krijgt van wat de concurrente crediteur krijgt. Obligaties beheerst door Nederlands recht kennen veelal *collective action clauses*: wijziging is mogelijk met toestemming van een gekwalificeerde meerderheid. Voor herstructurering van een lening bij een syndicaat van banken is meestal toestemming van alle banken nodig.
Een regeling met crediteuren kan ook inhouden het omzetten van hun vordering (of een deel daarvan) naar aandelenkapitaal (*debt for equity swap*). Omdat zo'n uitgifte van nieuwe aandelen de aandelen van de aandeelhouders verwatert, is hiervoor een besluit van de aandeelhouders nodig.

Discussie met stakeholders: aandeelhouders

Kunnen de aandeelhouders in de besluitvorming omtrent de uitgifte van aandelen in bepaalde gevallen terzijde worden geschoven? Ja, sinds HR 25/2/2011 (IA Groep). De Inter Access Groep was in financiële moeilijkheden. De Ondernemingskamer heeft bij wijze van onmiddellijke voorziening het bestuur gemachtigd om aandelen uit te geven zonder besluit van de aandeelhouders. De Hoge Raad heeft dat oordeel in stand gehouden.
Verdraagt dit zich met het recht op ongestoord genot van de eigendom van art. 1 Eerste Protocol EVRM? Het EHRM heeft in diverse uitspraken aandelen in een NV aangemerkt als eigendom in de zin van dat artikel en beschouwt waardevermindering van aandelen als "ontneming van eigendom" onder art. 1 tweede zin. In zijn conclusie bij HR IA Groep wees AG Timmerman het beroep op inbreuk op eigendom af: omdat

Discussie met stakeholders: Aandeelhouders (iv)

In de onderhavige zaak dient de inmenging een legitiem doel namelijk het beschermen van de vennootschap tegen een faillissement met alle gevolgen van dien. Uit rov. 3.10 van de bestreden beschikking blijkt dat IA Groep in een zeer slechte financiële situatie verkeert en onmiddellijke voorzieningen nodig zijn om een deconfiture van IA Groep te voorkomen. De Ondernemingskamer heeft ook een afweging gemaakt tussen de belangen van de vennootschap en de belangen van Marigot c.s. Anders dan Marigot c.s. aangeven acht de Ondernemingskamer alternatieve oplossingen niet realistisch. De voorstellen die Marigot c.s. hebben gedaan zijn niet aanvaardbaar voor Rapar. Rapar zou middelen ter beschikking moeten blijven stellen, terwijl de zeggenschap binnen IA Groep bij Marigot c.s. blijft rusten.

De Ondernemingskamer heeft ook geen reden gezien om Marigot c.s. te compenseren. Dit oordeel is niet onbegrijpelijk. De inmenging is proportioneel, omdat zij berust op een goed te volgen belangenafweging van de Ondernemingskamer. Ook is er geen sprake van onteigening van eigendom in zuivere zin. Marigot c.s. hebben hun aandelen behouden. Door de emissie zijn de aandelen wel verwaterd. Zonder emissie zou IA Groep failliet gaan. In het licht van de feiten en omstandigheden bestaat een voldoende rechtvaardiging voor het ontbreken van compensatie voor Marigot c.s. terzake van deze verwatering.

sheet 30

zonder emissie de IA Groep failliet zou gaan, is er voldoende rechtvaardiging voor de verwatering (zie sheet 30).

De heer Jol vraagt zich af of je in een situatie waar de aandeelhouders **out of the money** zijn (negatief eigen vermogen), überhaupt nog wel kunt spreken van eigendom met een economische waarde.
Hij ziet het passeren van de aandeelhouders als 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 hem betreft slechts anders zijn indien de bestaande aandeelhouders zelf de herstructurering mede willen dragen (door bijvoorbeeld zelf nieuwe aandelen te nemen) en/of tijdig met een alternatief plan komen.

De rol van de bedrijfsjurist: wat wel en niet te doen
Vervolgens komt de heer Jol toe aan de rol van de bedrijfsjurist. Voor lidmaatschap van het NGB is o.a. vereist dat men "zijn/haar werktijd geheel of nagenoeg geheel besteedt aan werkzaamheden van juridische aard" (Statuten NGB art. 4 lid 1(c)). De heer Jol zet vraagtekens bij die eis. De meerwaarde van de bedrijfsjurist is juist zijn kennis van het bedrijf en zijn producten, om van daaruit de belangen van de onderneming te vertalen in "juristerij".

Een ander aspect is de onafhankelijkheid (Gedragsregels NGB art. 4). Spreker vraagt zich af waarom voor bedrijfsjuristen geen professioneel statuut bestaat, waarin de onafhankelijkheid wordt gewaarborgd. De uitspraak waarin het Hof van Justitie het verschoningsrecht van de advocaat in dienstbetrekking afwijst (AKZO 14/10/2010) vindt hij overigens te ongenuanceerd. De gemiddelde bedrijfsjurist kan zich naar zijn idee juist veel onafhankelijker opstellen dan de advocaat, omdat men niet om hem heen kan. De bedrijfsjurist wordt door zijn werkgever, de onderneming, nu juist betaald voor zijn positie als onafhankelijk adviseur. (Zie sheet 44.)

Dan volgt een discussie tussen de heer Jol en een aantal leden uit de zaal over de voor- en nadelen van de bedrijfsjurist als lid (in plaats van adviseur) van de Raad van Bestuur, waarbij verschillende facetten de revue passeren: kan hij als medebestuurder het beleid wellicht beter beïnvloeden? Komt het de (perceptie van) onafhankelijkheid ten goede? Wat als het bestuur een besluit neemt waar de jurist niet achter staat? De heer Jol stemt uiteindelijk in met de visie van een van de leden dat ook een lid van de raad van bestuur kan functioneren als onafhankelijk bedrijfsjurist.
Tot slot van zijn onderhoudende voordracht schetst de heer Jol de rol van de bedrijfsjurist bij herstructurering als **spelverdeler** en raadt aan goed de verschillende rollen te begrijpen. Inspiratiebron daarvoor zijn (o.a.) "The Insol Principles" 2001.

De bedrijfsjurist kan zich veel onafhankelijker opstellen dan de advocaat

Herstructurering: Wat is de rol van de bedrijfsjurist (ii)

- **Onafhankelijkheid** *uit zich door:*
  - *Zuiverheid van advisering, ingegeven door juridische expertise, niet door politieke wens te beïnvloeden*
  - *Actieve beïnvloeding indien en voor zover binnen onder iets gebeurt dat in de ogen van de bedrijfsjurist niet door de beugel kan (maar hoed je voor letterknechterij: substance over form)*
  - *Escalatie naar de topjurist van de onderneming*
  - *Topjurist escaleert naar Raad van Bestuur, indien geen gehoor: Raad van Commissarissen, indien daar geen gehoor: vraag advies aan onafhankelijke externe jurist en beslis wat te doen*
  - *Perceptie van de betrokkenen in de onderneming: je onafhankelijke geest*

sheet 44