

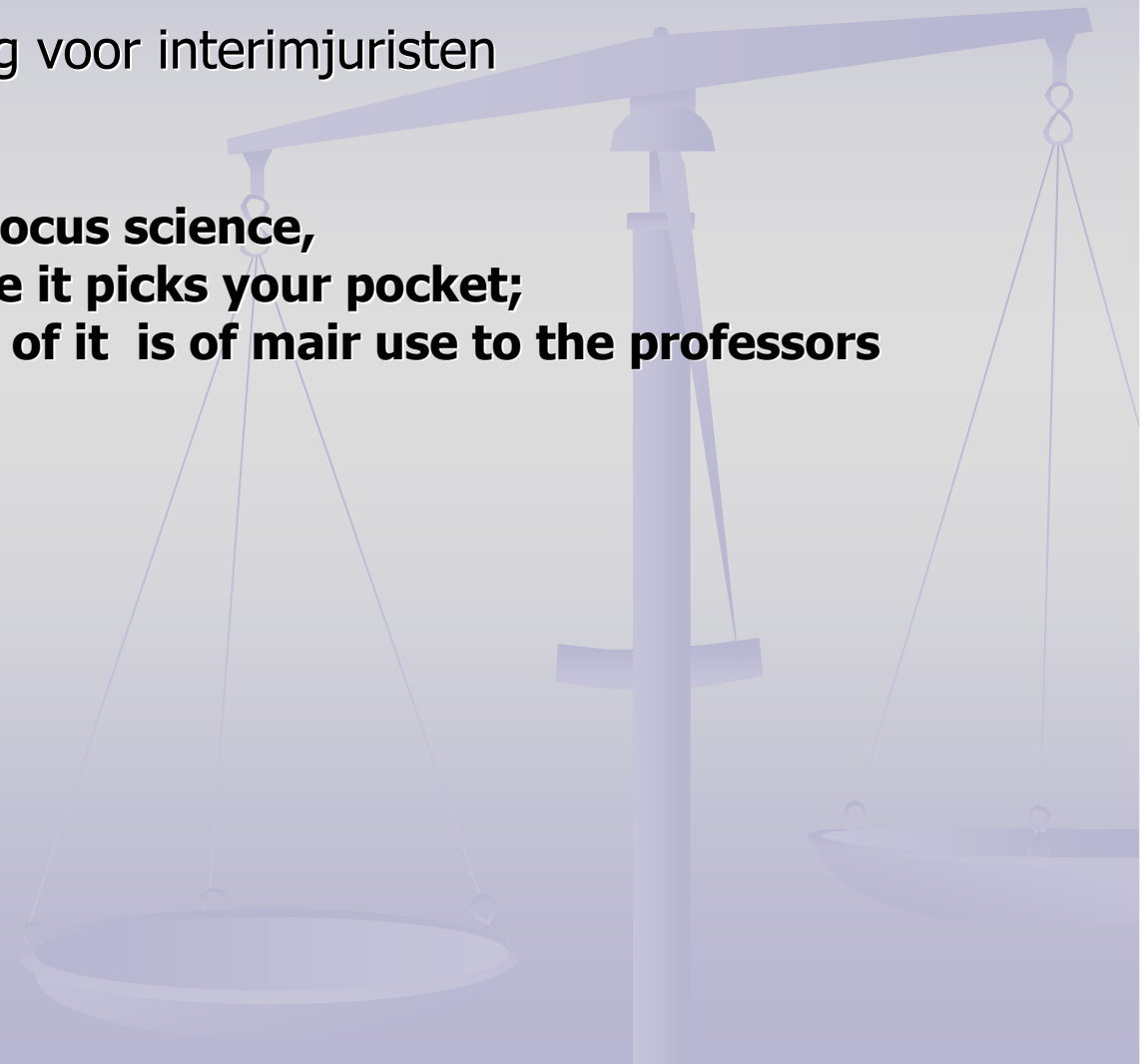
Kredietcrisis, Curator en Banken

lezing voor interimjuristen

**“The law is a sort of hocus-pocus science,
that smiles in your face while it picks your pocket;
and the glorious uncertainty of it is of mair use to the professors
than the justice of it.”
Charles Macklin, 1759**

Legal Houdini
Academy

Understanding
Legal Hocus Pocus



Onderwerpen

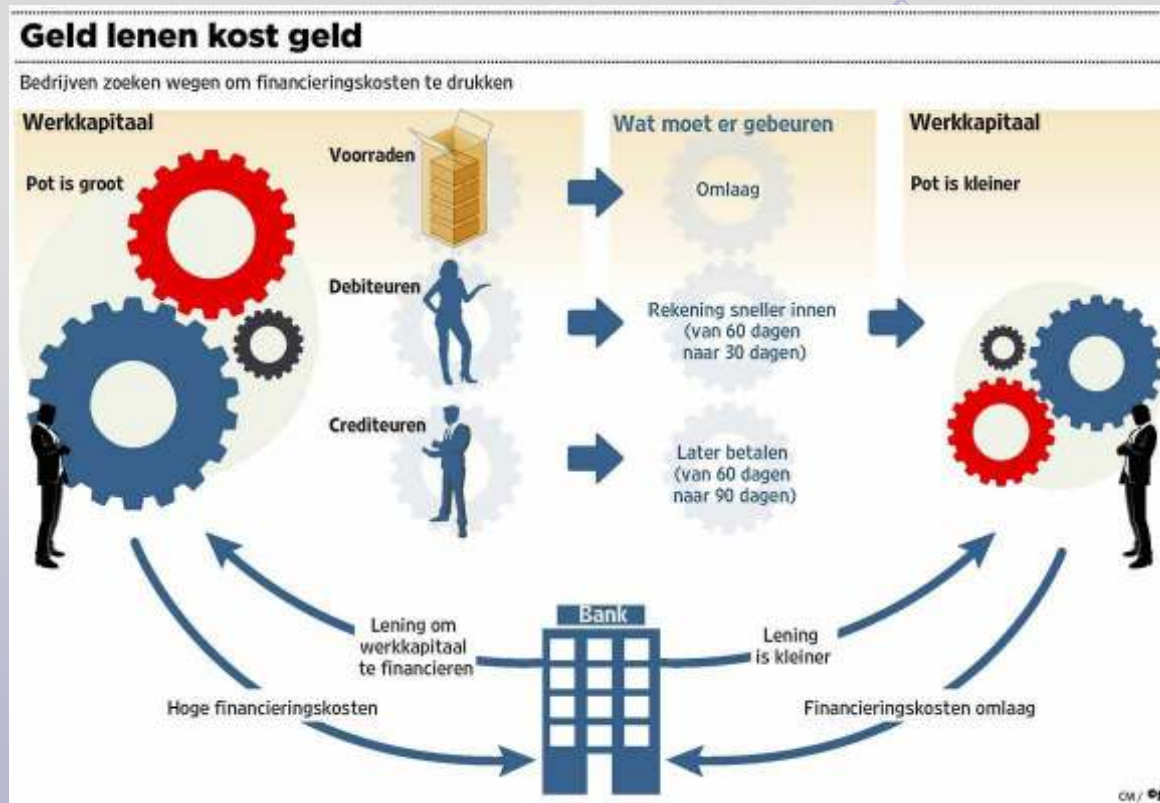
- Economische en financiële crisis in hoofdlijnen
- Effecten van economische en financiële crisis op ondernemingen
- Effecten van economische en financiële crisis op bank
- Faillissementscijfers
- Issues bij restructuring
- Juridische issues bij restructuring

Economische en financiële crisis in hoofdlijnen

- Bubbles ontstaan door collectieve waanzin (Geert Noels, Econoshock)
- Naturally occurring Ponzi schemes, the positive feedback loop (Robert Shiller, Irrational Exuberance)
- Unstable tower of debt (Charles Morris, the Two Trillion Dollar Meltdown)
- The trigger, the subprime mortgage crisis (Mark Zandi, Financial Shock)
- The negative feedback loop (Robert Shiller, Irrational Exuberance)
- The financial crisis wordt een economische crisis (De grote recessie, het Centraal Planbureau over de kredietcrisis)
- Economische crisis kan uitmonden in zogenaamde sovereign defaults, het door landen stoppen met betalen van hun schulden (Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, This Time is different, Eight centuries of Financially Folly)
- Zie ook Tijdelijke Commissie Onderzoek Financiële Stelsel (<http://www.tweedekamer.nl/kamerleden/commissies/tcofs/index.jsp#1>)

Effecten van economische en financiële crisis op ondernemingen (i)

- Resultaten ondernemingen onder druk
- Te veel bankschuld, geen of te weinig eigen vermogen, soms helpt beperken van de bankschuld



FD 17032010

Legal Houdini
Academy

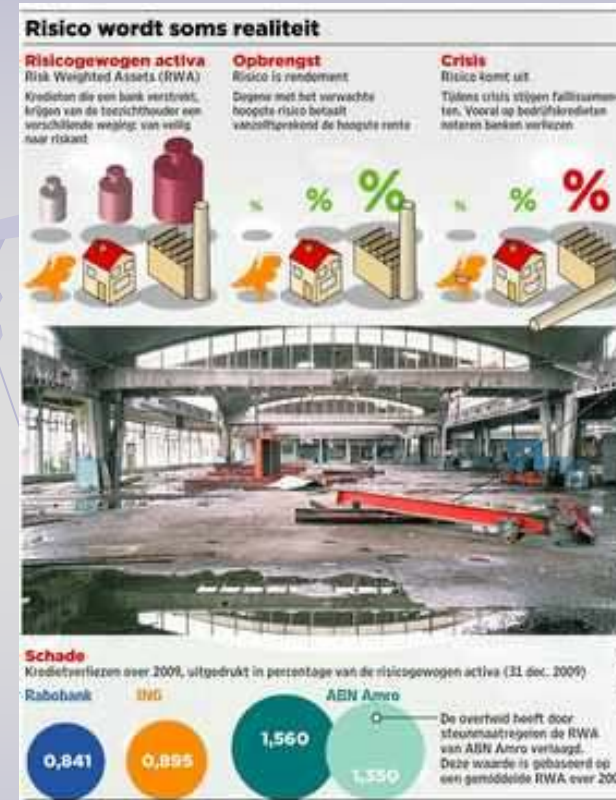
Understanding
Legal Hocus Pocus

Effecten van economische en financiële crisis op ondernemingen (ii)

- Indien herfinanciering via bankschuld nodig is: herfinanciering is moeilijk of zelfs onmogelijk te krijgen;
 - FD 15022010: Congressional Oversight Panel US: Commercial Real Estate verliezen gaan nog toenemen, herfinancieringsproblemen
 - FD 31032010: Bedrijven stormen af op een muur van schuld. Herfinancieren is een probleem
- Toch vaak: Financiële herstructurering: sommige crediteuren en eigen vermogen verstrekker zijn “out of the money”
- Keuze: Faillissement of informele reorganisatie: een curator is geen waardecreateur maar een waardeconsumpteur, of (op zijn best) een waardeherverdeler

Effecten van economische en financiële crisis op bank

1. Bank heeft risico gewogen activa
2. Normaal gesproken: rendement dat betaald wordt op de risico gewogen activa door de klant groter dan lasten voor de Bank voor het vermogen dat de Bank er voor aan moet houden
3. Maar: in crisistijd: veel verlies voor de Bank, rendement wordt niet betaald door klant en op de hoofdsom van de vordering op de klant moet worden afgeschreven
4. Banken – los van het casinobankieren - door de crisis in het rood



FD 27032010

Legal Houdini
Academy

Understanding
Legal Hocus Pocus

Toename in aantal faillissementen in Europa van 2008 naar 2009

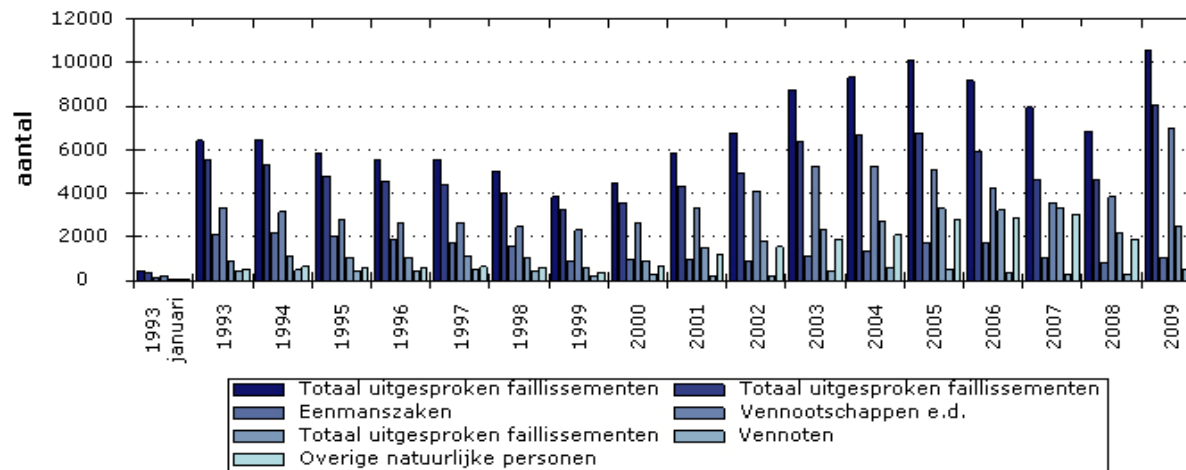
■	Belgien	+ 11,3
■	Dänemark	+ 51,0
■	Deutschland	+ 16,0
■	Finnland	+ 26,7
■	Frankreich	+ 12,2
■	Griekenland (Sic!)	+ 0,3
■	Großbritannien	+ 24,8
■	Irland	+ 81,1
■	Italien	+ 40,0
■	Luxemburg	+ 18,3
■	Niederlande	+ 53,4
■	Norwegen	+ 40,2
■	Österreich	+ 8,5
■	Portugal	+ 36,2
■	Schweden	+ 20,7
■	Schweiz	+ 23,5
■	Spanien	+ 93,8

Source: Creditreform
www.creditreform.de

Legal Houdini
Academy

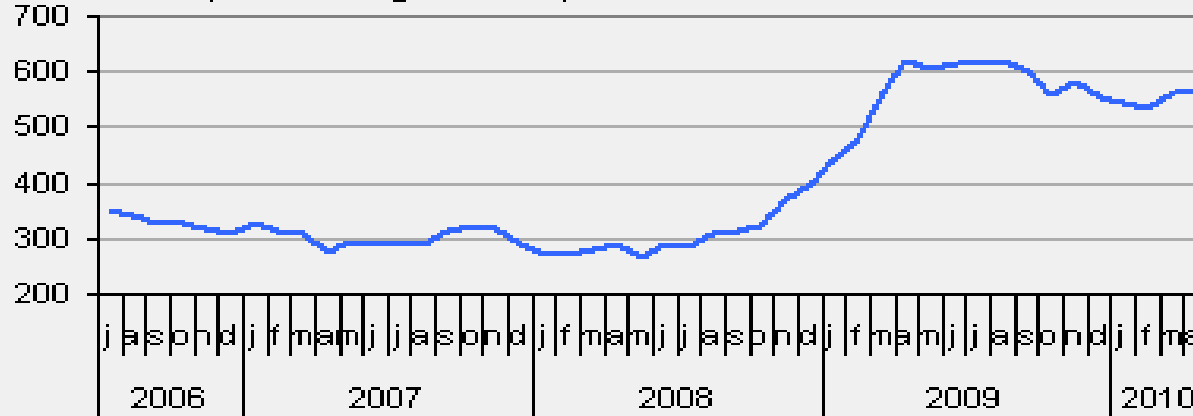
Understanding
Legal Hocus Pocus

Faillissementen en schuldsaneringen;



© Centraal Bureau voor de Statistiek, Den Haag/Heerlen 14-2-2010

aantal (driemaandsgemiddelde)



Bron: CBS

Failiet Kernproblemen

- Er is niet één huisbank met Oranjegevoel meer, maar een syndicaat van binnen- en buitenlandse banken
- Rechter kan minderheid van schuldeisers niet in akkoord dwingen waardoor strijd ontstaat met negatieve afloop
- Curator heeft vaak te weinig tijd om succesvolle doorstart te organiseren

FD 19012010 Resor

2009 Grote hoeveelheid faillissementen, groei stopt in 2009
Zie ook Faillissementen: oorzaken en schulden in 2008, CBS uitgave

<http://www.cbs.nl/NR/rdonlyres/607F07D5-F7BB-4B57-A226-A7679E067B40/0/2010Faillissementenoorzakenenschulden2008art.pdf>

Legal Houdini
Academy

Understanding
Legal Hocus Pocus

Issues in restructuring

- Kapitaal structuur, verschillende “layers of debt” (en verschillende houders over deze lagen), verschillende doelen, ingewikkeld en kosten van de herstructurering
- **Where does the value break?** Welke waarde van de ondernemingen is relevant, de executiewaarde (the fire sale value of the assets) of going concern? En als we kiezen voor going concern, hoe wordt exact de waarde berekend?
- Willen we een financiële herstructurering of doen we: **Extend and pretend?**
- Indien we willen herstructureren: Hoe dwingen we eventuele eigen vermogen verstrekkers en dwarsliggende crediteuren?
 - the Valuation of distressed companies, a conceptual framework, Michael Crystal QC and Rizwaan Jameel Mokal in International Corporate Rescue 2006, issue 2 and 3;
 - Valuation Disputes in Restructuring, Barney Whiter, in International Corporate Rescue 2010, issue
 - An update on current restructuring issues and trends in Europe, Alain le Berre in International Corporate Rescue 2009, issue 6
 - The Courts Speak on valuation in restructurings: IMO Car Wash, SAS, Wind Hellas Lessons . Sandy Purcell and Alex Boyce, International Corporate Rescue 2010, issue 2
- Let op specifieke positie van servicers in deals (agent, servicers and special servicers); sommige zijn failliet en nemen eenvoudig de telefoon niet meer op.

Juridische Issues in Restructuring

1. Fresh Money, het ABN AMRO syndroom: Van Dooren q.q.
2. Spelen met de COMI
3. Herstructureren van schuld
4. Debt to Equity Swap
5. Surseance van betaling met akkoord
6. Executie van zekerheidsrechten

Het ABN AMRO syndroom: Van Dooren q.q. (i)

- ABN AMRO loopt op de klippen:
 - “Ook als men wil aannemen dat het nu eenmaal aan de positie van de bankier eigen is dat hij de zojuist summier aangeduide risico’s moet lopen en dat hij daarin de juiste keuzes moet maken, valt niet helemaal te ontkomen aan de indruk dat de marges waarbinnen over die keuzes valt te twisten breed zijn, en dat de (zee)weg die voert tussen de Scylla van (mogelijk) paulianeuze herfinanciering en de Charybdis van als ontijdig beoordeelde krediet-afbouw, kronkelig is, en smal.”
 - AG Huydecoper bij Van Emden / Rabobank, Hoge Raad 02 februari 2007, JOR 2007/102
- HR 16 juni 2000, NJ 2000, 578, JOR 2000/201 Van Dooren q.q. / ABN AMRO I, HR 8 juli 2005, NJ 2005, 457, JOR 2005/230 Van Dooren q.q. / ABN AMRO II en HR 22 december 2009, LJN BI8493 Van Dooren q.q. / ABN AMRO III
- Feiten:
 - Augustus 1993 ABN AMRO bekend met liquiditeitsproblemen
 - Overleg over verhoging krediet, de facto limiet al met NLG 0,7 miljoen verhoogd
 - 5 november 1993: Aanvullende conditiebrief: limiet verhoging de iure NLG 1 miljoen, verzoek aanvullende zekerheden
 - 6 december 1993: hypotheke ingeschreven,
 - 8 december 1993: surseance van betaling
 - 13 december 1993 omzetting in faillissement

Het ABN AMRO syndroom: Van Dooren q.q. (ii)

- **Les I:**
- Van Dooren II: Nieuw geld tegen nieuwe zekerheden kan onder omstandigheden benadeling zijn.
- Vraag: Welke omstandigheden?
- Antwoord: in ieder geval noodzakelijk:
 - geen eigen vermogen meer aanwezig,
 - nieuw geld niet gebruikt voor aanschaf nieuw actief, dat de zekerheden dekt,
 - geen positief resultaat meer te verwachten
- **Les II:**
- Van Dooren III: De Hoge Raad zegt **niet** dat het bewijsvermoeden van art 43 lid 1 onder 2: Wetenschap van benadeling wordt vermoed aanwezig te zijn indien zekerheid wordt verstrekt ter voldoening van een niet opeisbare schuld ook van toepassing is bij nieuw geld tegen nieuwe zekerheden
- **Les III:**
- Van Dooren III: de Bank moet de beschikbare financiële gegevens analyseren met het oog op de vraag of een faillissement en een tekort daarin, en derhalve benadeling van crediteuren met een redelijke mate van waarschijnlijkheid zijn te voorzien

Spelen met Comi

- EU Insolventieverordening 2002
- Indien een debiteur zijn COMI (center of main interest) in een EU lidstaat heeft
 1. Rechter in die lidstaat heeft de bevoegdheid om hoofd insolventieprocedure te openen
 2. De reikwijdte van zo'n procedure is de EU
 3. Beheerst door het recht van de lidstaat die de procedure opende
 4. Die wordt in heel EU erkend
 5. Uitzondering: public policy exception (narrow)
 6. Rebuttable assumption: statutaire vestigingsplaats
- Gevolg: Forum Shopping, zoeken naar de meest gunstige herstructurerings jurisdictie
- Voorbeelden: Daiseytek, Collins & Aikman, Eurotunnel, Deutsche Nickel, Schefenacker, Wind Hellas
- Geldt dat ook voor secured creditors, discussie over reikwijdte uitzondering

Herstructuren van schuld

- Extend and pretend: Toestemming vereist van *alle* relevante crediteuren, tenzij:
- art. 287a Faillissementswet: Natuurlijke personen: crediteuren onthouden hun toestemming onredelijk, gelet op de disproportionaliteit tussen hun belang te weigeren en het belang van de natuurlijke persoon; hoe toe te passen bij ondernemingen die nog lopende onderneming hebben?
- Hoge Raad 6 Februari 2004, JOR 2005, 257, Bb 2004, 36 Hectic Illusions/Payroll: Crediteur erkent dat zijn belang wordt niet beter gediend door faillissement
- Obligaties beheerst door Nederlands recht, zogenaamde collective action clauses (CAC): wijziging met toestemming van $\frac{2}{3}$ (or $\frac{3}{4}$) meerderheid vertegenwoordigend $\frac{2}{3}$ (or $\frac{3}{4}$) van de nominale waarde van de obligaties (NB: Anders in VS door Trust Indenture Act, voorheen ook anders Duitsland, maar inmiddels nieuwe wet)

Herstructurering schuld

Syndicate lending (a)

- Majority versus Unanimity
- LMA: Unanimity:
 - Extension of date of payment any amount
 - Reduction of Margin or, principal, interest, fee or commission
 - Increase in commitment

Herstructurering Schuld

Syndicate lending (b)

- Nieuwe partijen: Derivatives counterparties
- Position 2nd Lien and Mezzanine lenders: secured but often out of the money
- Position Sponsors:
 - Fresh money suppliers
 - Zogenaamde debt buy back, of verboden, of – in ieder geval – geen stemrecht
- Snooze you loose, Delay it's ok and Yank the bank, wat betekenen zij?
- The Yell case, creative restructuring of debt

Debt to equity swap I

- Hoeveel schuld wordt er gedraaid naar eigen vermogen
 - Voorwaarden, wat voor eigen vermogen, gewoon of preferent, als preferent, vast of variable, cumulatief of niet, controle, lock-up agreement, exit rules, drag along en tag along
- Toestemming alle relevante crediteuren
- Aandeelhoudersbesluit voor uitgifte eigen vermogen, tenzij
- Change of control bij overgang van 50% of meer
- Pas op: gedwongen bod NL genoteerde onderneming

Debt to equity swap II

Aandeelhouders Grenzen aan macht

- Meerderheidsaandeelhouders kunnen gedwongen worden tot verwatering
- Eerder gebeurde dat al wel bij minderheidsaandeelhouders die de feitelijke macht hadden
- Alleen wanneer het voortbestaan van de onderneming in gevaar is en de aandeelhouder weigert mee te werken aan een oplossing

FD 11022010

- Recent voorbeeld Ondernemingskamer 31 December 2009, LJN BL3680: Inter Access Groep B.V.
- Inter Access Groep B.V. (IA Groep) in financiële moeilijkheden
- Geen eigen vermogen, accountant weigert goedkeurende verklaring 2008 cijfers in verband met ontbreken continuïteit
- Minderheidsaandeelhouder, ook een van de grootste crediteuren wil debt to equity swap doen; Meerderheidsaandeelhouder wil dat niet.
- Ondernemingskamer grijpt in; nu cassatie aanhangig

Surseance met akkoord

- Geen unanimiteit vereist van 15 Januari 15, 2005 (art. 268 en 268 a Fw):
 - Eenvoudige meerderheid van aantal en totale nominale waarde ; of
 - Met toestemming rechter alleen 75% aantal voorstemmer akkoord zijn
- Geen oplossing preferente crediteuren en separatisten (tenzij ze instemmen)
- Versatel en UPC: Short track proceedings, voor obligaties uitgegeven onder US law

Executie van zekerheidsrechten

- “Majority Lenders” consent versus “Supermajority Lenders” consent versus “unanimity”
- Majority Lenders geeft instructie om te enforcen

Recent voorbeeld: SAS (i)

- Rb Amsterdam 23 September 2009, LJN: BJ 8848, JOR 2009, 340
- Multilayered financing structure, Senior en Bridge Facilities
- Value of group breaks within the Bridge, i.e. waarde is meer dan de Senior debt maar minder dan de som van de Senior debt en de Bridge debt
- Additional funding nodig, alleen de Sponsor was daartoe bereid
- Dispuut tussen Senior en Bridge

Recent voorbeeld: SAS (ii)

- Minority Senior Lenders were yanked, taken out at par, dankzij de so called yank the bank clause
- Executie of pandrecht aandelen sub holding is Majority Senior Lenders decision, bij executie kan security agent dan vervolgens alle dochters van sub holding van de verplichtingen onder de zekerheden vrij geven.
- Koopprijs aandelen is deels schuld (effectief Senior lenders lenen dat deel opnieuw aan Newco, gedeelte is cash (komt van Sponsor)
- Rechter gaat akkoord

Toekomst, korte termijn

- Vaker executie
- Koopprijs niet alleen cash maar wellicht ook schuld (zefs als minderheid Sr niet akkoord is) of eigen vermogen in Newco
- Dan: executie kan gebruikt worden om de schuld te herstructureren (en een debt to equity swap) te doen zonder all lenders consent
- Afwachten

Toekomst, lange termijn: Lex Kortmann, brief 23 juli 2009

Een suggestie die gedaan is en nadere overweging verdient, betreft het betrekken van separatisten in het akkoord. Dit zou dan zowel van belang zijn voor het 'gewone' akkoord in insolventie als voor het akkoord buiten insolventie. Mits goed uitgewerkt, zou deze mogelijkheid kunnen passen in de strekking van het Voorontwerp om het reorganiserend vermogen te vergroten door een passende balans tussen de belangen van separatisten en van de overige betrokkenen. Daarbij zou voorop moeten staan dat een separatist in geval van een akkoord niet minder ontvangt dan zonder akkoord het geval zou zijn.

<http://www.justitie.nl/onderwerpen/wetgeving/insolventiewet/>

Legal Houdini
Academy

Understanding
Legal Hocus Pocus

Vragen

- jtjol@legalhoudini.nl
- www.legalhoudini.nl



Legal Houdini
Academy

Understanding
Legal Hocus Pocus