

A faint, stylized image of a balance scale is visible in the background, symbolizing justice or legal proceedings.

# Ronde Tafel Bijzonder Beheer

## 24 mei 2012

### Debt Overhang

# Insolventie en hoe ermee om te gaan

Legal Houdini  
Academy

Understanding  
Legal Hocus Pocus

**Johan T. Jol**

# Onderwerpen

- Debt Overhang
- Wat betekent Insolventie en hoe ermee om te gaan

# Insolventie / Debt overhang

Activa	Passiva
Kortlopende Activa: 150	Eigen vermogen: - 25
Longlopende Activa: 200	Kortlopende Schuld: 150
	Langlopende schuld: 225
<b>Totaal Activa: 350</b>	<b>Totaal Passiva: 350</b>

# Dealing with Debt Overhang (i)

- Liquidatie of going concern: Is de business nog **economisch levensvatbaar?**
- Herstructurering van een onderneming alleen een optie indien de waarde van de onderneming **going concern groter is dan de liquidatiewaarde** van de activa van de onderneming
- “The debtor’s duty to file for insolvency is another important feature of insolvency law. If such a duty exists, it may be risky for the debtor to engage in negotiations with its creditors. A solution to this problem can consist of an exception for that duty in case the debtor initiates, in good faith, negotiations with its creditors, with a view to restructuring its debts.”

Zie World Bank Study 2012 Out-of-Court Debt Restructuring

<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/2230>

# Dealing with Debt Overhang (ii)

- **Liquiditeit versus solvabiliteit problemen (korte versus lange termijn):**
- **Liquiditeit oplossingen:**
  - Extend and Pretend, Amend and Pretend, Delay and Pray
  - Noodkrediet
  - Desinvestering
  - Oprollen van de rente: Payment in kind (PIK) interest
  - Terugkopen at par, met een langere looptijd
- **Solvabiliteit oplossingen:**
  - Terugkopen under par
  - Kwijtschelden van de schuld
  - Additioneel eigen vermogen
    - Rights issue, tegen discount ten opzichte van marktwaarde, aandeelhouders kunnen gebruik maken van hun voorkeursrecht
    - Debt for equity swap
    - Contingent Convertible

# Wat betekent Insolventie UNCITRAL

- **Liquiditeitstoets of solvabiliteitstoets:**
  - “Insolvency”: when a debtor is generally unable to pay its debts as they mature or when its liabilities exceed the value of its assets ”
  - In definities van Legislative Guide on Insolvency Law van United Nations Commission on International Trade Law; p. 5 definitions
- [http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722\\_Ebook.pdf](http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf)

# Wat betekent Insolventie NL

- **Faillissementswet:**

- **Liquiditeitstoets:**

- art. 1 Fw: “De schuldenaar, die in de toestand verkeert dat hij heeft opgehouden te betalen”
- Art. 214 Fw: “De schuldenaar die voorziet, dat hij met het betalen van zijn opeisbare schulden niet zal kunnen voortgaan”
- Art. 284 Fw: “Een natuurlijke persoon kan, indien redelijkerwijs is te voorzien dat hij niet zal kunnen voortgaan met het betalen van zijn schulden of indien hij in de toestand verkeert dat hij heeft opgehouden te betalen”

# Wat betekent Insolventie USA (i)

## ■ 11 US Code § 101:

- (32) The term “insolvent” means—
- (A) with reference to an entity other than a partnership and a municipality, financial condition such that **the sum of such entity’s debts is greater than all of such entity’s property, at a fair valuation, exclusive of—**
  - (i) property transferred, concealed, or removed with intent to hinder, delay, or defraud such entity’s creditors; and
  - (ii) property that may be exempted from property of the estate under section 522 of this title
- <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/11/101>



# Wat betekent Insolventie USA (ii)

## ■ UNIFORM FRAUDULENT TRANSFER ACT

### ■ SECTION 2. INSOLVENCY.

- (a) A debtor is insolvent if the sum of the debtor's debts is greater than all of the debtor's assets, at a fair valuation.
- (b) A debtor who is generally not paying his [or her] **debts as they become due** is presumed to be insolvent.
- <http://www.law.upenn.edu/bll/archives/ulc/fnact99/1980s/ufta84.htm>

# Wat betekent Insolventie USA (iii)

## ■ Common law

- **Cash flow test:** unable to pay its debts as they fall due in the usual course of business
- **Balance sheet test:** value of the companies assets is greater (sic: smaller) than the value its liabilities
- See: Duties of Directors and Management of Distressed Companies, Harvey Miller and Christopher Mallon in the Law and Practice of Restructuring in the UK and US (2011)

# Wat betekent Insolventie UK

## ■ Insolvency Act Section 123

- (1) A company is deemed unable to pay its debts
- [...] or
- (e) if it is proved to the satisfaction of the court that the company is **unable to pay its debts as they fall due.**
- (2) A company is also deemed unable to pay its debts if it is proved to the satisfaction of the court that **the value of the company's assets is less than the amount of its liabilities, taking into account its contingent and prospective liabilities**

[http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/pdfs/ukpga\\_19860045\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/pdfs/ukpga_19860045_en.pdf)

# Licht aan het einde van de tunnel: de in de kern gezonde onderneming (i)

- Ook op enig moment **illiquide of insolvabele onderneming** kan in de kern gezond zijn!
  - Balans en winst en verlies is beschrijven van de historie, hoeft niet bepalend te zijn voor de toekomst
  - De toekomst wordt niet bepaald door begrotingen in spreadsheets
    - Vergelijk: De Altman Z-score in civilibus, A.C. van Campen met verwijzing naar omgepubliceerd arrest Hof Arnhem 1 februari 2011, te vinden op:
      - <http://www.vil.nl/Publicaties/Publicaties/2011-12%20Jaarrekeningenrecht%20De%20Altman%20Z-score%20in%20civilibus.pdf>
      - Zie ook: <http://people.stern.nyu.edu/ealtman/AssessingSovereignDefaultRisk.pdf> en de nieuwe App Altman-Z Score +

## Licht aan het einde van de tunnel: de in de kern gezonde onderneming (ii)

- Vraag: Zijn de stakeholders wellicht bereid nog iets (extra's) te doen?
  - Bestaande aandeelhouder stort bij in de vorm van eigen of achtergesteld vermogen en/of is bereid stuk van haar bestaande concurrente en/of preferente vordering om te zetten in achtergesteld vermogen
  - Concurrente, ja zelfs preferente crediteur is bereid uitstel van betaling te geven en/of is bereid deel van zijn vordering om te zetten in eigen vermogen
  - Er cirkelt een white knight om de onderneming die bereid is additioneel kapitaal of achtergesteld vermogen in te brengen

# Strategie:

## Het primaat van de Raad van Bestuur, HR 13 juli 2007, JOR 2007, 178 ABN AMRO

- Rov 4.3:
- “De ondernemingskamer heeft in rov. 3.17 terecht en in cassatie onbestreden vooropgesteld;
  - i. dat het bepalen van de strategie van een vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur van de vennootschap,
  - ii. dat de raad van commissarissen daarop toezicht houdt en
  - iii. dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen terzake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten.

In het algemeen betekent dit laatste dat het bestuur van een vennootschap aan de algemene vergadering van aandeelhouders verantwoording heeft af te leggen van zijn beleid maar dat het, behoudens afwijkende wettelijke of statutaire regelingen, niet verplicht is de algemene vergadering vooraf in zijn besluitvorming te betrekken als het gaat om handelingen waartoe het bestuur bevoegd is. “

# De taak van de Raad van Bestuur, HR 13 juli 2007, JOR 2007, 178 ABN AMRO

- Rov 4.5:
- “Ook hier geldt dat het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming behoort voorop te stellen en de belangen van **alle betrokkenen, waaronder die van de aandeelhouders**, bij zijn besluitvorming in aanmerking behoort te nemen.”
- Interne aansprakelijkheidstoets

# De leidraad: het Vennootschappelijke belang

- “De resultante van de afweging van belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheid zijn betrokken. De (deel)belangen die dienen te worden meegewogen zijn in het bijzonder de belangen van de (gezamenlijke) aandeelhouders, de werknemers en, in normale omstandigheden, de continuïteit van de onderneming. Daarnaast dienen bij deze belangenafweging ook het belang van het concern waarvan de vennootschap deel uitmaakt en **het belang van de crediteuren** in acht te worden genomen. De **omstandigheden van het concrete geval** dienen in **aanmerking te worden genomen bij het bepalen welk deelbelang in het gegeven geval prevaleert**, waarbij tevens van belang zijn de aard van de onderneming en van het aandeelhouderschap.



# 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.**”

# De US Position, Supreme Court Delaware May 17, 2007

- “It is well settled that directors owe fiduciary duties to the corporation. When a corporation is *solvent*, those duties may be enforced by its shareholders, who have standing to bring *derivative* actions on behalf of the corporation because they are the ultimate beneficiaries of the corporation’s growth and increased value. When a corporation is *insolvent*, however, **its creditors take the place of the shareholders as the residual beneficiaries of any increase in value.**”

<http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=92000>

Zie: B.F. Assink in Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, p. 92 en  
Harvey R. Miller in The Practice of Restructuring in the UK and US (2011), p. 136

# De UK Position

- “Directors’ duties are owed to the company for the benefit of its members as a whole, subject to any enactment or rule of law requiring directors, to consider the interests of creditors. The obligation to have regard to the **interests of creditor** applies generally when the company, whether **technically insolvent or not, is in financial difficulty such that creditors’ money is at risk.**”

Zie: Christopher Mallon in *The Practice of Restructuring in the UK and US* (2011), p. 111 en 112