

## Workshop voor



# Kredietcrisis & Kredietdocumentatie

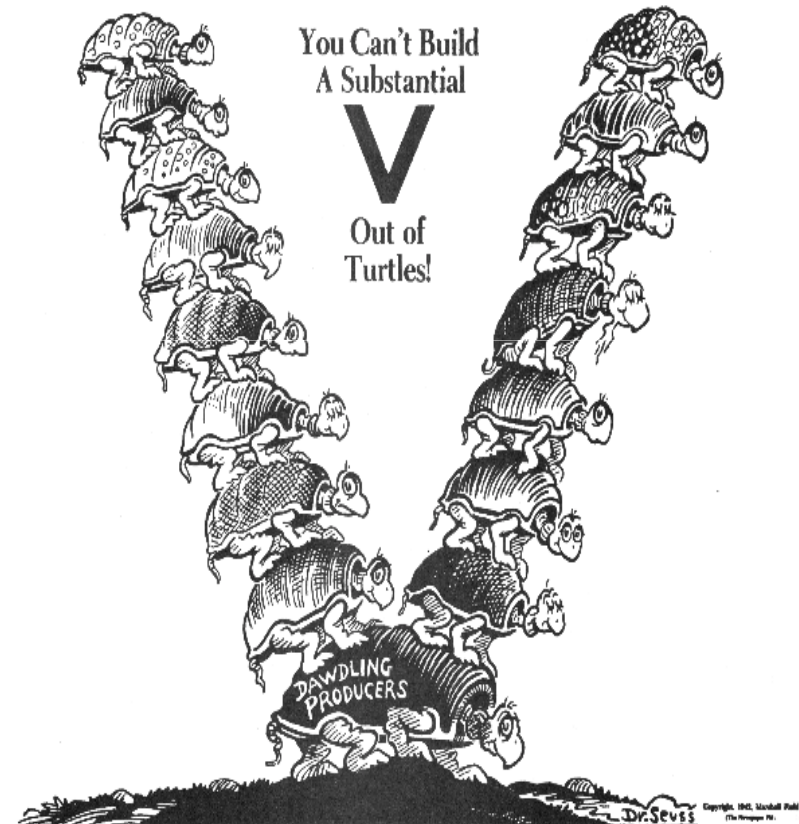
**Johan Jol en Angelique Thiele**

Mei 2009

# Onderwerpen van deze workshop

- Stand van zaken: Credit Meltdown, Recessie, Faillissementen
- Gevolgen Kredietverlening
- Gevolgen Kredietdocumentatie
  - Risico-perceptie kredietgevers jegens elkaar gewijzigd
  - Risico-perceptie jegens kredietnemer/ gefinancierd object gewijzigd
  - Controle gerelateerde issues
  - Restructuring mogelijkheden

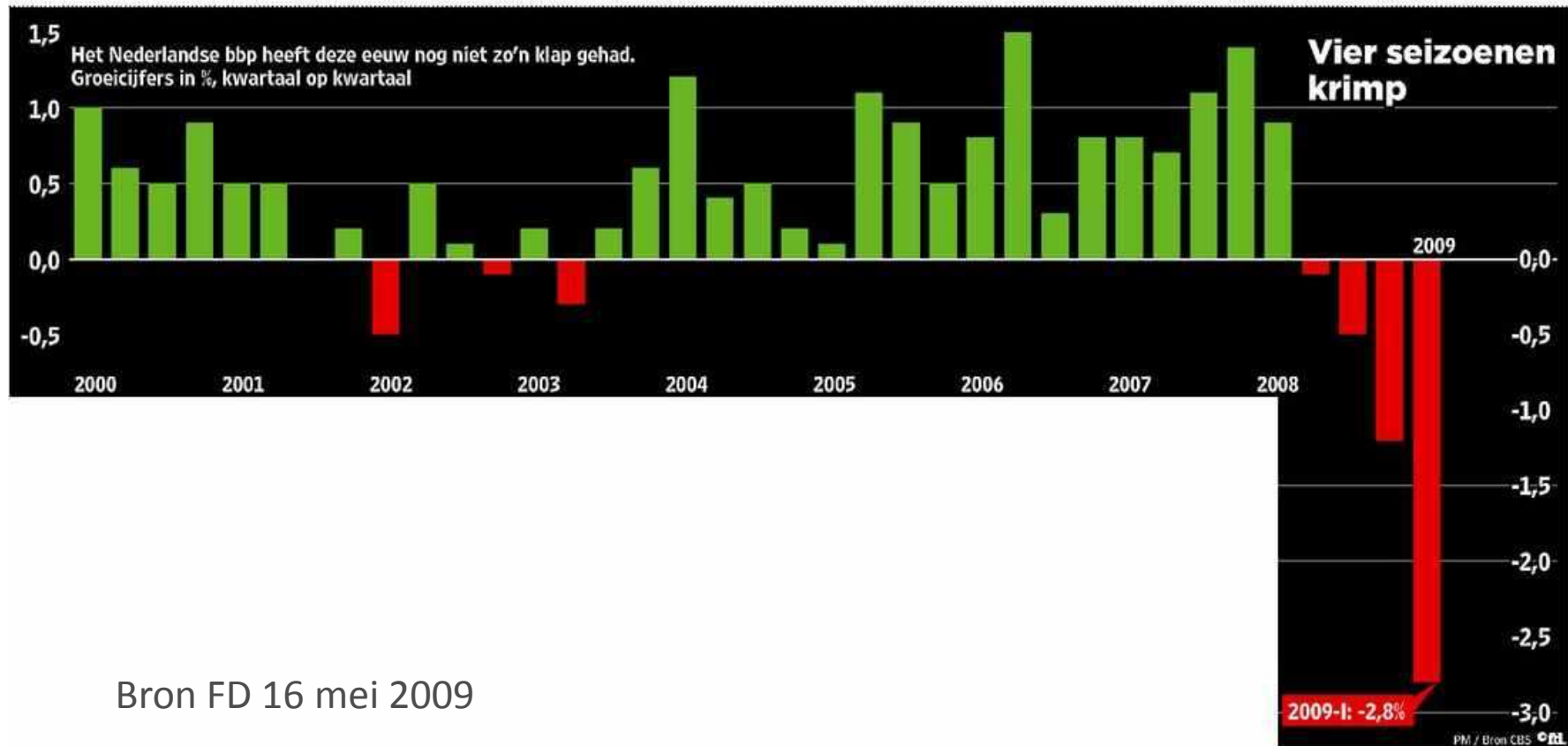
# Credit Meltdown



# Oorzaken kredietcrisis

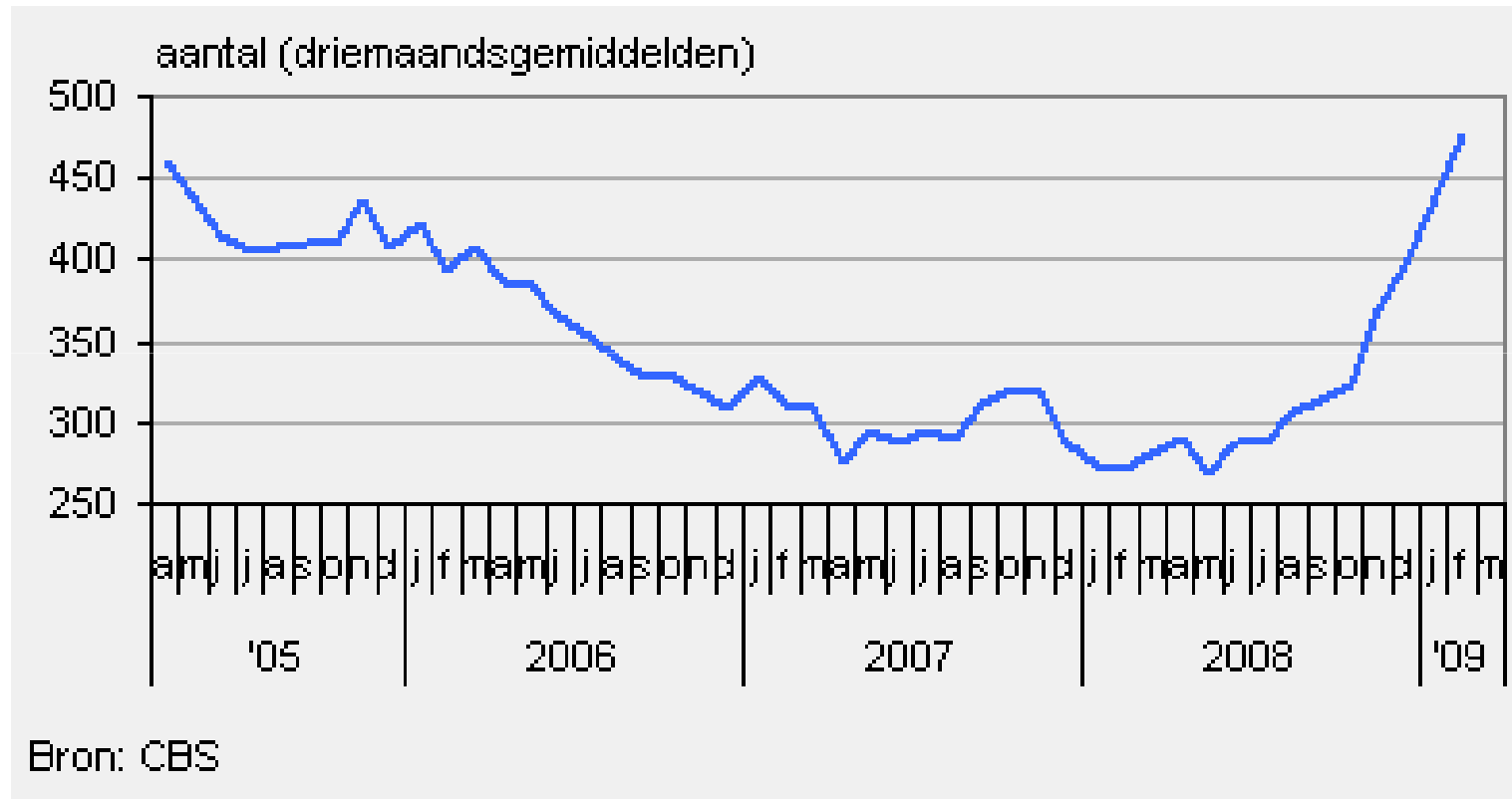
- “US Real Estate Bubble”, gecombineerd met onverantwoorde kredietverstrekking
- Onvoldoende toezicht, “shadow banking system”
- Beloningsstructuren bij financiële instellingen
- Gebrek aan “checks and balances” bij financiële instellingen
- (Te) complexe financiële producten
- Rating agencies vervulden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

# Recessie



Bron FD 16 mei 2009

# Faillissementen



<http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/dossiers/conjunctuur/publicaties/conjunctuurbericht/inhoud/maand/2009-05-12-m07.htm>

# Gevolgen voor kredietverlening, “voor”:

- Easy money periode
- Extreme leverage, building up the pile of debt
- Het Pyramide spel in finance, (her)financiering met te veel 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
- En de recessie komt er overheen



“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*

# 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

# 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!

# Impact op Kredietdocumentatie

## Vierdeling

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

# 1. Risico-perceptie kredietgevers jegens elkaar gewijzigd

- Liquiditeitsopslag
- “Market disruption” clause
- (Bij club- of gesyndiceerd krediet) bepalingen in verband met insolventie risico andere kredietgevers of (facility/security agent)
- Impact “Market disruption” clause op hedging arrangement, hedge counterparties die vervroegd willen afwikkelen

# Liquiditeitsopslag/ Market disruption clauses

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.” 14

# Insolventie risico andere kredietgevers 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, wat te doen en werkt het juridisch?
- 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 vordering in het faillissement van de security agent, status van die vordering?

## 2. Risico-perceptie jegens kredietnemer/ gefinancierd object gewijzigd

- Striktere formulering financiële ratio's, testdata
- Meer focus op spv karakter, “ringfencing” van kredietnemer en zekerheden
- Meer aandacht voor en onderhandelingen over “material adverse change” clauses, “market mac”



# 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 geupdate, geen zekerheid op bankrekeningen, contracten niet goed nagekeken op restricties overdracht/verpanding
- Cross-border: registratie overdracht/hypotheekrecht vastgoed niet compleet

# Material adverse change clauses

- 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.”

## 3. 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” clause
  - Discussie met Security Agent over indemnity

# 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 betalingsverplichtingen 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
- Samenstelling syndicaat, 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.”

## 4. Restructuring possibilities

- I. Informeel akkoord / financiële herstructurering
- II. Surseance van betaling met akkoord
- III. Akkoord in faillissement
- IV. Doorstart in het faillissement

# Informeel akkoord/ Financiële Herstructurering

- Herstructurering schuld (verlengen)
- Omzetting van preferente aandelen in gewone aandelen
- Conversie van schuld in eigen vermogen (debt to equity swap)
- Claims Rights Offering (Voorkeursrecht) al dan niet underwritten by certain creditors

# Herstructurering Schuld

- Instemming nodig van **alle** crediteuren die het aangaat, maar:
- art. 287a Fw: Natuurlijke personen: Criterium: schuldeiser heeft in redelijkheid niet tot weigering van instemming met de schuldregeling kunnen komen, in aanmerking genomen de onevenredigheid tussen het belang dat hij heeft bij de uitoefening van zijn bevoegdheid tot weigering en de belangen van de schuldenaar of van de overige crediteuren; reële executie mogelijk
- HR 6 februari 2004, JOL 2004, 59, Bb 2004, 36 Hectic Illusions/Payroll: Crediteur erkent dat in faillissement natuurlijke persoon niet beter af is; geen wezenlijke nog niet boven water gekomen activa in het licht faillissement; misbruik van bevoegdheid

# Herstructurering Schuld

Dwingen crediteuren, elementen:

- Toetsing voorstel door onafhankelijke partij
- Voorstel is uiterste dat debiteur kan aanbieden
- Ontvangt crediteur tenminste dat wat hij ook in faillissement ontvangt
- Wat vinden de andere crediteuren
- Rechtvaardiging inbreuk contractsvrijheid

# Herstructurering Schuld

Obligaties, niet altijd unanimiteit vereist:

- NL recht: Euronext: Fondsenreglement verplicht om met instemming van 2/3 (of  $\frac{3}{4}$ ) meerderheid vertegenwoordigende 2/3 (of  $\frac{3}{4}$ ) van nominaal bedrag obligaties wijziging in voorwaarden aan te kunnen brengen
- UK recht: meerderheidsbesluit mogelijk en in de praktijk toegepast
- US: wettelijk gezien: unanimiteit vereist voor aanpassing rente of aflossing, tenzij obligaties uitgegeven door buitenlandse staat, dan tegenwoordig collective action clause

# Herstructurering Schuld

Positie Bank in stille surseance van betaling

- Bank monitort
- Bank dringt aan op ingrijpen, maar geen mede-beleid
- Positie van Chief Restructuring Officer
- Doorfinanieren of krediet opzeggen: Erba I en Erba II (NJ 1957, 514 en NJ 1959, 581), de positie van de Bank ten opzichte van nieuwe schuldeisers
- Is de Bank in of out of the money bij liquidatie van de zekerheden?

# Herstructurering Schuld

## Syndicate lending (a)

- Meerderheid versus Unanimiteit
- LMA: Unanimiteit bij:
  - Extension of date of payment any amount
  - Reduction of Margin or, principal, interest, fee or commission
  - Increase in commitment
  - Change to Borrowers or Guarantors
- London Approach: Unanimiteit, maar is dat wel verstandig?



# Herstructurering Schuld

## Syndicate lending (b)

- New parties on the block: Hedge funds and Derivatives counterparties
- Positie Mezzanine lenders: secured maar vaak out of the money
- Positie Sponsors: fresh money suppliers, proberen controle te kopen door debt buy back, nieuwe LMA standard: verbod op debt buy back

# Omzetting prefs in gewone aandelen

- Statuten kunnen beschrijven op welke wijze omzetting mogelijk is, anders
- Statutenwijziging noodzakelijk, wijziging statuten is normaal gesproken bevoegdheid van algemene vergadering van aandeelhouders die besluit met eenvoudige meerderheid kan nemen, maar statuten kunnen extra eisen stellen (dus eventueel quorum vereiste of toestemming additioneel orgaan; vaak ook separaat besluit preferente aandeelhouders)
- Dus: due diligence vraagstuk

# Debt to equity swap

- Hoeveel debt to be swapped, welke condities (soort equity, control yes/no, lock-up agreement)
- Instemming alle crediteuren nodig wiens schuld wordt omgezet (tenzij, vgl. hiervoor);
- Besluit tot emissie aandelen nodig, is normaal gesproken bevoegdheid algemene vergadering van aandeelhouders die met eenvoudige meerderheid kan besluiten maar statuten kunnen anders bepalen (bijv. mogelijkheid van delegatie aan raad van bestuur);
- Idem by rights offering, al dan niet underwritten bij lenders

# Surseance met akkoord

Geen unanimiteit vereist maar sinds 15 januari 2005, inwerkingtreding 27244 (art. 268 en 268 a Fw):

- Of meerderheid stemmen van het aantal van ter vergadering verschenen crediteuren vertegenwoordigend een meerderheid van tenminste 50% van het bedrag van de erkende of toegelaten crediteuren
- Of dwangakkoord als 75% meerderheid van het aantal ter vergadering verschenen crediteuren voor is en rest in redelijkheid niet tot stemgedrag kon komen

Werkt **niet** tegen secured en preferred creditors, geen oplossing personeel

# Surseance met akkoord

Geen unanimiteit vereist maar sinds 15 januari 2005, inwerkingtreding 27244 (art. 268 en 268 a Fw):

- Of meerderheid stemmen van het aantal van ter vergadering verschenen crediteuren vertegenwoordigend een meerderheid van tenminste 50% van het bedrag van de erkende of toegelaten crediteuren
- Of dwangakkoord als 75% meerderheid van het aantal ter vergadering verschenen crediteuren voor is en rest in redelijkheid niet tot stemgedrag kon komen

Werkt **niet** tegen secured en preferred creditors

# Surseance met akkoord

- Geen oplossing voor reorganisatie ingegeven door personeeloverschot
- Versatel en UPC: Short track proceedings, oud recht (dus 2/3 erkende en toegelaten crediteuren vertegenwoordigend  $\frac{3}{4}$  van het bedrag (art. 268 oud Fw)
- Akkoord eerst buitengerechtelijk, lukt niet dan, gerechtelijk via surseance van betaling waarmee meteen akkoord wordt aangeboden
- Naar Amerikaans voorbeeld: Pre-packed Chapter 11 procedures

# Akkoord in faillissement

- Lijkt op surseance van betaling maar nu met ontslag werknemers
- Geen vergunning voor ontslag werknemers nodig
- Werkt **niet** tegen secured creditors

# Doorstart in faillissement

- Vennootschap gaat failliet
- In het faillissement vindt activa transactie plaats
- Slechts deel van het personeel wordt door koper baan aangeboden
- Concurrente crediteuren krijgen geen of slechts zeer beperkte uitkering
- Secured creditor moet ook hier meewerken



# Conclusie herstructurering

Onmogelijk zonder medewerking secured creditors

# Contact details

## Johan Jol

Freelance Legal Counsel, **Legal Houdini**

Telefoon: 06 51 28 30 11

Email: [jtjol@legalhoudini.nl](mailto:jtjol@legalhoudini.nl)

[www.legalhoudini.nl](http://www.legalhoudini.nl)

## Angelique Thiele

Partner **Boekel De Neree**

Telefoon: 020 795 35 20

Email: [angelique.thiele@boekeldeneree.com](mailto:angelique.thiele@boekeldeneree.com)

[www.boekeldeneree.com](http://www.boekeldeneree.com)