

# De val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers en het lot van haar Amsterdamse dochter

Een interview met curator Verhoeven over het faillissement van Lehman Brothers Treasury Co. B.V.

Mr. D. Roffel en mr. M.C.J. Peeters, datum 17-09-2018

**Datum**

17-09-2018

**Auteur**

Mr. D. Roffel en mr. M.C.J. Peeters<sup>[1]</sup>

**Folio weergave**

[Download gedrukte versie \(PDF\)](#)

**Vakgebied(en)**

Insolventierecht / Algemeen

Insolventierecht (V)

Het is dit jaar tien jaar geleden: de val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers en haar Amsterdamse dochter Lehman Brothers Treasury. De val van Lehman Brothers wordt door velen gezien als het ontbrandingspunt van de grootste financiële crisis sinds de jaren dertig van de vorige eeuw, het grootste bankendrama in de geschiedenis en met \$ 600 miljard aan activa het grootste 'faillissement' in de financiële wereld. De val van Lehman Brothers veroorzaakte een algehele vertrouwenscrisis in het financiële stelsel. Geen enkele bank wereldwijd werd nog veilig geacht. Markten bevroren, wantrouwen en paniek alom en overheden die moesten bijspringen om verschillende banken zo goed en zo kwaad mogelijk overeind te houden. Curatoren van de in Nederland gevestigde dochter Lehman Brothers Treasury, Rutger Schimmelpenninck en Frédéric Verhoeven, zagen zich zowel aan de activazijde als aan de passivazijde van de balans gesteld voor complexe financiële en juridische vraagstukken. Wij bespraken een aantal van deze vraagstukken met curator Verhoeven.

## 1. Introductie Lehman Brothers Holding Inc. en Lehman Brothers Treasury Co. B.V.

Toen op de vroege maandagochtend van 15 september 2008 de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers Holding Inc. ("LBHI") een aanvraag voor de verkrijging van bescherming onder Chapter 11 van de Amerikaanse Faillissementswet deed, wist iedereen dat de klap groot zou zijn maar niemand kon bevroeden hoe groot.<sup>[2]</sup> Bijna tien jaar later, wordt dit moment door velen gezien als het ontbrandingspunt van de grootste financiële crisis sinds de jaren dertig van de vorige eeuw, het grootste bankendrama in de geschiedenis en met \$ 600 miljard aan activa het grootste 'faillissement' <sup>[3]</sup> in de financiële wereld. Velen zullen zich de televisiebeelden nog wel herinneren waarin voormalige Lehman-bankiers ontredderd met een kartonnen doos in hun handen en hun ziel onder hun arm door mid-town Manhattan liepen waar het Amerikaanse Lehman Brothers kantoor hield.

Minder bekend is het lot van de in Nederland gevestigde dochteronderneming, Lehman Brothers Treasury Co. B.V. ("LBT"). <sup>[4]</sup> Zij was de belangrijkste financierende entiteit van de Lehman Brothers Groep en verreweg de grootste schuldeiser in het Amerikaanse faillissement. LBT was in 1995 opgericht en was een honderd procent dochtervennootschap van de Engelse Lehman Brothers UK Holdings Inc., welke vennootschap op haar beurt volledig werd gehouden door de Amerikaanse moedermaatschappij LBHI. LBT droeg bij aan de financiering van de bedrijfsactiviteiten door de uitgifte van gestructureerde obligatieleningen, zogenaamde *structured notes*. Deze notes, alle door LBHI gegarandeerd, varieerden in grootte van twee tot vijfhonderd miljoen dollar nominaal. Zowel hoofdsom als rendement waren gekoppeld aan de waarde(fluctuaties) van een breed scala aan onderliggende financiële instrumenten of producten, zoals obligaties, opties, (mandjes van) aandelen, grondstoffen en indexen. Particulieren (onder meer uit Nederland, Italië, Duitsland, Japan en Taiwan),<sup>[5]</sup> institutionele beleggers en banken financierden zo de mondiale activiteiten van de Amerikaanse zakenbank.<sup>[6]</sup> Volgens het laatste jaarverslag van LBT uit 2007 stonden er 3.789 series van notes uit, in vrijwel alle verhandelbare valuta. De opbrengsten van de notes leende LBT door aan LBHI waardoor LBT de grootste schuldeiser van de Amerikaanse boedel werd. Tussen oprichting en faillissement (op 8 oktober 2008) wist LBT circa \$ 34,5 miljard voor haar Amerikaanse moeder op te halen.<sup>[7]</sup>

LBT had geen werknemers, zij had enkel bestuurders. Twee daarvan waren Nederlanders die in opdracht van een trustkantoor zorgdroegen voor bepaalde administratieve verplichtingen en LBT op grond van fiscale regelgeving de

benodigde *substance* moesten geven. De twee andere bestuurders waren Lehman-bankiers uit Zwitserland en Engeland. De Lehman Brothers Groep had – zoals de meeste internationale grootbanken – een Nederlandse dochter vanwege de aantrekkelijke fiscale infrastructuur hier te lande. De feitelijke uitgifte van de 3.789 series van notes vond evenwel niet plaats in Amsterdam, maar in Londen. De in Engeland gevestigde Lehman Brothers International (Europe) (“**LBIE**”) structureerde de uitgiftes, verzorgde de onderliggende juridische documentatie en coördineerde de verkoop van de notes. Ook verzorgde LBIE de waardeberekeningen van de notes. LBIE vervulde – om de Engelse termen te gebruiken: – de rol van *arranger*, *dealer* en *calculation agent*. LBIE bepaalde het beleid van LBT in feite. Bij dit alles werd zij geholpen door de eveneens in Londen gevestigde Lehman Brothers Limited (“**LBL**”).<sup>[8]</sup> Deze opzet had tot gevolg dat curatoren niet over alle relevante documentatie met betrekking tot de door LBT uitgegeven (series van) notes beschikten. Een bijkomend probleem bij dit alles: ook LBIE en LBL waren in een insolventieprocedure, naar Engels recht, komen te verkeren. Het verkrijgen van de administratie van LBT had – eufemistisch uitgedrukt – nogal wat voeten in aarde (zie hieronder § 2).

De grote verscheidenheid aan notes, de complexiteit van de waardering van de notes, de operationele verwevenheid met de boekhouding van de Lehman Brothers Groep en de vele toepasselijke jurisdicties<sup>[9]</sup> leidden tot juridische en financiële vraagstukken die wat complexiteit betreft nauwelijks hun gelijke kennen. Hierna wordt eerst de internationale samenwerking en de communicatie met de houders van notes besproken (§ 2). Daarna wordt de activazijde van de balans behandeld, oftewel de toewijzing van de door LBT ingediende vordering in de Amerikaanse Chapter 11 procedure (§ 3). Vervolgens wordt de passivazijde besproken waarbij wordt ingegaan op de waarderingsmethodiek van de notes die in nauw overleg met de verschillende noteholders tot stand is gekomen en heeft geleid tot – zo zou men wel kunnen zeggen – een baanbrekend faillissementsakkoord (§ 4 en § 5). Vervolgens wordt nog kort stil gestaan bij de vereffening van LBT (§ 6) om daarna tot een afsluiting te komen (§ 7).

## 2. Samenwerking, communicatie en de boekhouding

### 2.1 Cross-Border Insolvency Protocol

Lehman Brothers was de op drie na grootste zakenbank van de Verenigde Staten en zij was met meer dan 900 entiteiten in meer dan veertig landen actief.<sup>[10]</sup> De Amerikaanse moedermaatschappij LBHI coördineerde en beheerde de geldstromen binnen dit wereldwijde conglomeraat. Haar bankroet veroorzaakte een kettingreactie binnen de internationaal opererende groep. Doordat LBHI niet aan haar verplichtingen kon voldoen, konden haar buitenlandse dochters ook niet aan hun verplichtingen voldoen. In de dagen en de weken die op 15 september 2008 volgden werden er wereldwijd zo'n tachtig insolventieprocedures<sup>[11]</sup> geopend, waaronder de surseance en later het faillissement van de Amsterdamse dochter LBT.

De grensoverschrijdende activiteiten, de activa over vele jurisdicties verspreid, de onvoorstelbare hoeveelheid aan intercompany posities (leningen, trades, swaps<sup>[12]</sup> en andere vorderingen) en ook de operationele verwevenheid van de boekhouding leverden na 15 september 2008 de nodige hoofdbreken op. Het was een (bijna) onontwarbare kluit van financiële en juridische verplichtingen over en weer. Een groot internationaal vlechtwerk waarbij tientallen jurisdicties op uitermate ondoorzichtige wijze met elkaar waren verknoopt. De ooit geconsolideerde Lehman Brothers Groep werd nu door de verscheidene insolventieprocedures in verschillende jurisdicties gescheiden. Deze fragmentatie maakte de afwikkeling van de wereldwijd gefailleerde dochters er niet makkelijker op.

Onder het motto 'het geheel is meer dan de som der delen' en na aansporing van de Amerikaanse faillissementsrechter die de Chapter 11 procedure van LBHI overzag zijn curatoren, vertegenwoordigers van de *debtors in possession* en vereffenaars van verschillende entiteiten van de Lehman Brothers Groep een zogenaamd *Cross-Border Insolvency Protocol* (“**Protocol**”) aangegaan.<sup>[13]</sup> Het Protocol bood een raamwerk voor de internationale samenwerking om tot een zo efficiënt mogelijke afwikkeling van de verschillende insolventieprocedures te komen. Het Protocol beoogde onder meer (a) de onderlinge informatie-uitwisseling te vereenvoudigen; (b) allerhande activiteiten te coördineren (waaronder het sluiten van de boekhouding van de Lehman Brothers Groep per 12 september 2008 einde dag, de zogenoemde *global close*); en (c) te komen tot een gezamenlijke aanpak ten aanzien van de vaststelling van intercompany-vorderingen.<sup>[14]</sup> Vele bijeenkomsten en conference calls hebben in dit verband plaatsgevonden. Het Protocol bevatte *non-binding rules*. Verhoeven merkt in dit verband op:

“In theorie zou je er ieder moment aan kunnen onttrekken, maar dan zou je de toorn van de schuldeisers over je heen krijgen. Schuldeisers verwachten dergelijke samenwerking.”

Het Protocol stimuleerde zodoende dat ingewikkelde problemen op een efficiënte en pragmatische manier werden opgelost, zonder dat van curatoren werd gevraagd rechten prijs te geven.

Curatoren van LBT hebben aan de totstandkoming van het Protocol bijgedragen en dit ondertekend omdat zij meenden dat het de boedel kosten en tijd kon besparen, zulks in het belang van de gezamenlijke schuldeisers. Maar de in Engeland aangestelde *Joint Administrators* van LBIE en LBL – zoals hierboven opgemerkt de belangrijkste *operating companies* van

Lehman Brothers in Europa – deden niet mee. Zij waren niet overtuigd dat dit de crediteuren van hun boedels zou dienen en namen daarnaast ook een houding aan van ‘wij doen het prima in ons eentje’ vermengd met een scheut “ *Britannia rules the waves*”. De *Joint Administrators* kozen voor overleg op bilaterale basis, dus niet voor de multilaterale benadering zoals neergelegd in het Protocol. Dit betekende ook dat het verkrijgen van de boekhouding van LBT bij haar Engelse zusters bilateraal moest worden geregeld.

## 2.2 LBIE en de boekhouding

De Engelse dochters LBIE en LBL verkeerden, evenals de Amerikaanse moeder LBHI, sinds 15 september 2008 in een insolventieprocedure. Vier partners van PricewaterhouseCoopers (PwC) in Engeland waren voor beide vennootschappen aangesteld als *Joint Administrators*. Zij worstelden met het omvangrijke en onvoorbereide faillissement. Het was één grote chaos, waarbij zo’n 5.000 werknemers [15] plotsklaps hun baan verloren. Enkele honderden werknemers bleven voor de *Joint Administrators* werkzaamheden verrichten “want”, zo merkt Verhoeven op, “je kunt een bank niet van de een op de andere dag stilzetten”.

LBIE en LBL vervulden voorafgaand aan het einde van Lehman Brothers, zoals opgemerkt, een belangrijke rol met betrekking tot de uitgiftes van de notes door LBT. Zo trad LBIE – met inschakeling van LBL – op als *arranger, dealer en calculation agent*. Door deze opzet beschikten de Nederlandse curatoren praktisch niet over relevante documentatie met betrekking tot de door LBT uitgegeven series van notes. Verhoeven:

“Wij moeten naar Londen, zo dachten wij. Zowel Rutger als ik zijn *firm believers* van ‘aan tafel komen’. Niet proberen om zaken via de telefoon of per e-mail te regelen. *Face-to-face*. Maar Nederlandse bewindvoerders en Nederlandse bestuurders van een andere Lehman-entiteit die om allerlei informatie vroegen waren voor de *Joint Administrators* ‘*the least of their concerns*’. Het was complete chaos daar, werknemers die radeloos rondliepen, allerlei *trades* die op computerschermen nog steeds doorgingen. Het was een beetje zoals in de film ‘*The Big Short*’. Wij profiteerden van die chaos,” zegt Verhoeven.

Om daarna te vervolgen:

“Wij moesten al vrij snel concluderen dat het in financiële zin een ongekend complex faillissement was. Daar komen wij als simpele juristen niet uit, dachten wij. Wij hebben daarom meteen PwC Nederland ingeschakeld. Met PwC zijn wij in de eerste twee weken van de surseanceperiode zes of zeven keer naar Londen gegaan. Wij lieten onze PwC-er als eerste aanmelden, waarop de portier zei: “*PwC? Walk in.*” Zo kwamen wij binnen en hadden we meteen toegang tot een aantal slimme Lehman-bankiers die ondanks dat hun bank was omgevallen het hoofd koel hielden. Wij zeiden dat we de bewindvoerders van LBT waren en dat ook de bestuurders waren meegekomen en dat wij informatie wilden. Zij voorzagen ons daarin. Op dat moment hadden de *Joint Administrators* nog geen grip op de situatie.”

Verhoeven vervolgt:

“Ik vond het best gênant om naar de note documentatie te moeten blijven vragen. Ze konden deze niet aanleveren, terwijl je zou mogen veronderstellen dat de documentatie die een miljardenpassief vertegenwoordigt eenvoudig toegankelijk moet zijn.”

Stukje bij beetje ontvingen de toenmalige bewindvoerders de benodigde informatie, waaronder de *final terms* en *pricing supplements* van de duizenden verschillende door LBT uitgegeven notes alsmede bepaalde boekhoudgegevens.

Verhoeven voegt eraan toe:

“Dan leer je dat de boekhouding van zo’n bank best provisorisch in elkaar steekt. Het heeft maanden geduurd voordat we de note documentatie hadden en vanaf dag één hadden wij honderden schuldeisers die contact met ons opnamen.”

Op het moment dat de *Joint Administrators* (enige) orde in de chaos hadden gecreëerd, zo meldt Verhoeven, “gooiden zij de deur dicht”. Er werd geen informatie of administratie meer gedeeld. Er waren hiervoor een aantal redenen, zo legt Verhoeven uit:

“Allereerst wilden de *Joint Administrators* orde op zaken stellen. Daarnaast vroegen zij zich af of het in het belang van de boedel was om tijd te spenderen aan de Nederlanders, maar ook aan de Luxemburgers en de Zwitsers die met vergelijkbare administratieproblemen zaten. Verder zaten de *Joint Administrators* er extreem commercieel in.”

De curatoren en vereffenaars van de andere Lehman-entiteiten moesten (a) maar (af)wachten en (b) een forse boedelbijdrage betalen. “Zij wilden dat wij tonnen betaalden om de administratie te geven!”, zegt Verhoeven verontwaardigd. Na maandenlange onderhandelingen en een dreigend kort geding over de voorwaarden voor de ter beschikkingstelling van de administratie en betaling van een (geringere) boedelbijdrage, ontvingen curatoren een envelop met daarin een paar cd-roms met daarop alle boekhouding. Geen begeleidend schrijven, niets.

### 2.2.1 Communicatie met de noteholders

Zoals opgemerkt, bestond de passivazijde uit 3.789 series van notes. Iedere serie van notes was ‘opgeknippt’ in vele honderden verhandelbare notes – soms in eenheden van \$ 1.000 – waardoor er naar schatting meer dan honderdduizend economisch gerechtigden tot de notes waren.<sup>[16]</sup> Deze economisch gerechtigden – in vakjargon aangeduid als *ultimate beneficial owners* of afgekort als *UBO’s* – waren particulieren of institutionele beleggers. Zij hadden via tussenpersonen, zoals banken en bemiddelaars, de notes gekocht. De particuliere noteholders overspoelden de curatoren in het begin met brieven, e-mails en zelfs ansichtkaarten werden door curatoren ontvangen. Mensen waren bang dat hun pensioen weg was of dat hun zuurverdiende geld in rook was opgegaan. Vaak hadden mensen ook geen flauw benul waarin ze hadden belegd en van welke Lehman-entiteit de betreffende note afkomstig was. Voorafgaand aan het faillissement had men zich daarin niet verdiept, simpelweg omdat het hen onmogelijk leek dat het mis zou kunnen gaan. Lehman Brothers zou het schip niet ingaan, Lehman Brothers was ‘*too big to fail*’.

Vrij spoedig besloten curatoren om een fysieke adreslijst en een mailinglijst aan te maken om de soms in rep en roer verkerende (particuliere) noteholders op de hoogte te houden van relevante ontwikkelingen. Ook hebben curatoren een speciale website ([www.lehmanbrotherstresury.com](http://www.lehmanbrotherstresury.com)) aangemaakt waarop steeds relevante informatie over (de voortgang van) het faillissement werd gepubliceerd, waaronder de openbare faillissementsverslagen. Verhoeven merkt in dit verband op:

“De openbare verslagen werden geschreven als ‘ware het een prospectus’. Na datum faillissement werden de notes nog steeds verhandeld en ieder verslag had effect op de verhandeling en ook op de *pricing* van de notes. Dat betekende dat elk verslag op een goudschaaltje werd gewogen.”

Ook stonden de telefoons bij curatoren op kantoor roodgloeiend.

“Ik kreeg soms honderd telefoontjes per dag.”

Verhoeven probeerde zoveel mogelijk de telefoon zelf op te nemen. Daarnaast hield Verhoeven vrijdags ‘een soort huisartssprekkuur’.

“Iedere bank of *hedge fund* die met de curator wilde spreken kreeg een kwartier en dan ging ik met ze praten.”

Daaraan toevoegend:

“Je bent er voor de schuldeisers”.

Verhoeven merkt in dit verband verder op:

“Wees ook niet bang om je onzekerheid als curator uit te spreken. Geef toe dat het ingewikkeld is, geef toe dat je nog niet alle antwoorden hebt, tegelijkertijd meld je welke stappen je zet.”

Transparantie, communicatie en voorspelbaarheid waren voor curator Verhoeven de sleutelwoorden of kernwaarden met betrekking tot de afwikkeling van dit faillissement.

“Je moet duidelijk zijn in wat je vindt, wat je doet en waarom en probeer dat ook zo duidelijk mogelijk te communiceren. Volsta niet met de openbare verslagen. Je kunt daarmee veel bereiken.”

Curatoren van LBT beschikten daarnaast over een (nog) effectiever middel om de noteholders over de belangrijkste ontwikkelingen te informeren. De betrokken banken en tussenpersonen die de notes van LBT aanboden zijn over het algemeen bij clearingsystemen zoals Euroclear Banking Brussels S.A./N.V. (“**Euroclear**”) en Clearstream Banking S.S. Luxembourg (“**Clearstream**”) aangesloten. Zij zijn de zogeheten “**Participants**”. Curatoren verstuurden via de elektronische informatiekanalen van de clearingsystemen berichten over het faillissement, waaronder berichten met betrekking tot het indienen en het waarderen van de vorderingen. De Participants werd vervolgens verzocht om de berichten door te sturen aan de noteholders die zij vertegenwoordigden. Dit bleek een uiterst effectief en snel middel om alle schuldeisers te bereiken. Zowel de instellingen die de notes voor de noteholders hielden (de juridische houders) als de noteholders (de economische houders) werden bereikt doordat de banken de mededelingen aan hen doorzonden.

“Door de actieve schuldeisers werden de berichten soms binnen negentig minuten gelezen en binnen een dag hadden misschien wel 200.000 schuldeisers het door ons verstuurd bericht gelezen.”

De communicatie via de clearing verliep zo vlot en goed, dat curatoren zich comfortabel genoeg voelden om de systemen van de clearinginstellingen ook te gebruiken ten behoeve van de stemming over het (ontwerp)akkoord, waarover meer in § 5.

### 3. Activazijde van de balans

Curatoren van LBT hebben ongeveer twee jaar moeten soebatten – of beter gezegd: moeten strijden – om de vordering van LBT op de Amerikaanse moeder LBHI erkend te krijgen. Verhoeven kan zich de dag nog goed herinneren dat LBHI de volledig gesubstantieerde vordering van LBT van \$ 34,5 miljard van tafel schoof. Harvey Miller, de legendarische Chapter 11-advocaat van het kantoor Weil, Gotshal & Manges LLP, en Bryan Marsal van consultancykantoor Alvarez & Marsal LLC en hun teams stonden LBHI in de Chapter 11 procedure bij. Miller en Marsal wilden persoonlijk het (eerste) Chapter 11

*Composition Plan*, met daarin begrepen de erkenning en verwerping van de ingediende vorderingen, toelichten. Verhoeven: “Die twee kopstukken zaten er. Miller liep toen al tegen de 80. Goed, dacht ik, daar kom ik aan met mijn 35-jarige smoel als curator van LBT. Ik zei: de *intercompany* vordering van 34,5 miljard dollar is keihard, het contract, de boekingen en de garanties, alles is er. Mijn gedachte was dat zij de vordering zouden erkennen.”

Tot grote verbazing van Verhoeven zeiden zij:

“Luister, wij hebben nagedacht en wij willen de boedels van LBHI en alle buitenlandse groepsmaatschappijen geconsolideerd afwickelen. Wij gaan dus alle *assets* en *liabilities* poolen.”

Miller en Marsal voegden eraan toe dat de *cross-border* consolidatie juridisch gezien een paardenmiddel was, maar *in the end* was het één groot economisch faillissement.

“Een schuldeiser had een vordering op de Lehman Brothers Groep en het maakte daarbij niet uit of hij die vordering op de Amerikanen, de Zwitsers of de Nederlanders had. Het was allemaal één pot nat.”

Enigszins onthutst nam Verhoeven een *statement* in ontvangst waarop stond vermeld: *filed claim* \$ 34,5 miljard en daarachter stond “*zero, zero en zero*” vermeld. Er waren drie nullen vermeld omdat de ingediende vordering van LBT – vereenvoudigd weergegeven – op drie grondslagen was gebaseerd: (1.) een getekende leningsovereenkomst met allerlei boekingsoverzichten;<sup>[17]</sup> (2.) een onvoorwaardelijke en onherroepelijke onafhankelijke garantie die ooit uit fiscale motieven door LBHI ten behoeve van LBT was afgegeven<sup>[18]</sup> en (3.) een bestuursbesluit van LBHI waarin het nakomen van de verplichtingen door LBT (en andere Lehman entiteiten) door de Amerikaanse moeder werd gegarandeerd.

“Oké... Wat is jullie idee daarachter? ”, vroeg Verhoeven aan Miller en Marsal.

“Zij vertelden doodleuk dat zij het oneerlijk vonden om de schuldeisers van LBT twee keer te betalen.”

LBT noteholders konden namelijk zowel een vordering indienen jegens LBT als uitgevende instantie alsook jegens LBHI als garantieggever.<sup>[19]</sup> De noteholders moesten daarbij wel beducht zijn voor de *bar date* (de uiterste datum voor het indienen van vorderingen in de Chapter 11 procedure). De *bar date* was door *judge* James Peck van de *United States Bankruptcy Court Southern District van New York*, vastgesteld op 2 november 2009. Indien een vordering niet tijdig was ingediend, verloor de schuldeiser het recht om dit te doen. Verhoeven:

“De Nederlandse Faillissementswet kent weliswaar een indieningsdatum voor vorderingen maar dit is niet een keiharde *bar date* zoals in Amerika. Omdat LBT's schuldvorderingen, de notes, goed te identificeren zijn, wilden wij een indieningsproces optuigen waarbij wij alle schuldeisers aan boord zouden trekken. De Amerikanen voelden dat niet zo. Dat is niet hun taak als schuldenaar in een Chapter 11 procedure. Wij hadden LBHI voorgesteld om gezamenlijk tot een indieningsproces te komen, met gebruikmaking van de clearingsystemen. Zo zouden LBT noteholders zowel een uitdeling op hun primaire vordering op LBT als ook een uitkering op hun garantieordering op LBHI kunnen ontvangen. Miller en Marsal zeiden dat ze uitsluitend voor een *fair* indieningsproces moesten zorgen en alleen de schuldeisers die tijdig en juist hun vorderingen hadden ingediend ontvingen geld. Schuldeisers die te laat waren hadden pech.”

LBHI had in Amerika zelf ook instrumenten uitgegeven, waaronder aan particulieren. LBHI's noteholders hadden (slechts) één (hoofd)vordering.

“LBHI zat er niet op te wachten om uit te leggen dat een gepensioneerd tandarts uit Berlijn die zijn pensioengeld in LBT notes had gestoken meer of eerder geld zou ontvangen dan een gepensioneerd tandarts uit Boston die zijn pensioengeld in LBHI notes had geïnvesteerd.”

Miller en de zijnen wilden daarom dat de noteholders van LBT slechts één toegelaten vordering tegen de Lehman Brothers Groep zouden hebben en om dat te bereiken moest de vordering van LBT worden afgewezen. De voorgestelde aanpak kon op weinig begrip rekenen bij curatoren van LBT, omdat de juridische grondslag voor deze benadering ontbrak en LBT's schuldeisers – zowel de initiële beleggers als degene die de notes na datum faillissement hadden gekocht – rekenden op erkenning van de hoofdvordering en de garantieordering. De Nederlandse curatoren waren bereid om door roeien en ruiten te gaan om de vordering van LBT op LBHI erkend te krijgen. Verhoeven:

“Zij willen procederen? Nou, dan kunnen ze dat krijgen! Ik had het lastiger gevonden als zij hadden gezegd wij erkennen de vordering voor bijvoorbeeld 67 procent. Hoe zouden we met een dergelijk schikkingsvoorstel moeten omgaan? Dit was veel makkelijker.”

Een periode volgde waarin tussen de advocaten van de curatoren van LBT en LBHI stevig werd gecorrespondeerd over de toelating van de LBT's vordering. De curatoren van LBT maakten de door LBHI voorgestelde afwijzing openbaar via de openbare verslagen. Dit had als gevolg dat LBT's schuldeisers zich ook met de onderhandelingen in de Chapter 11 procedure gingen bemoeien.

Het vraagstuk welk deel van de koek bij wie terecht komt, kreeg in het voorjaar van 2010 een vervolg in het ‘*Joint Chapter 11 Plan of LBHI and its affiliated debtors*’. Omdat curatoren niet hadden ingestemd met het voorstel van één toe te laten vordering van LBT noteholders jegens de Lehman Brothers Groep, halveerden de Amerikanen LBT's *intercompany*



vordering. De vordering van LBT op LBHI werd toegelaten voor een bedrag van in totaal vijftig procent van het nettobedrag dat LBHI aan LBT verschuldigd was. In feite was dit een schikkingsvoorstel volgende op de weerstand die LBHI had ondervonden van curatoren en LBT's schuldeisers. Verhoeven:

“Wij gingen voor het volle pond, want daar hadden de noteholders van LBT recht op.”

*Fast forward* naar het derde en laatste gewijzigde Chapter 11 Plan van afwikkeling. In dit plan werd de vordering van LBT als een *senior claim* erkend voor een bedrag van \$ 34.548.000.000. Curatoren van LBT hebben hiermee ingestemd. In de winter van 2011 werd het Plan van afwikkeling van LBHI door *judge* Peck goedgekeurd waardoor in het voorjaar van 2012 een eerste uitdeling op LBT's intercompany vordering volgde van 1,6 miljard dollar. Ondertussen is er een bedrag van 11,6 miljard dollar vanuit Amerika ontvangen.

#### 4. Passivazijde van de balans

Curatoren hebben vanaf de aanvang van het faillissement veel aandacht besteed aan de passivazijde van de balans. Zoals hiervoor opgemerkt, bestond de passivazijde voornamelijk uit 3.789 series van notes met – naar schatting – meer dan honderdduizend UBO's. De waardering van de vorderingen uit hoofde van de notes leverde curatoren de nodige hoofdbreken op.

Allereerst omdat de notes complexe financiële instrumenten zijn, zowel vanuit juridisch als economisch perspectief. Verhoeven merkt op dat elke note unieke kenmerken had. Zoals hiervoor opgemerkt, was de hoofdsom evenals het rendement vaak gekoppeld aan waarderingen van een breed scala aan onderliggende producten, zoals obligaties, opties (mandjes van) aandelen, grondstoffen en indexen. Verhoeven geeft twee voorbeelden:

“De hoogte van een vordering kon afhankelijk zijn van het gewogen gemiddelde van het rendement van tweehonderd verschillende aandelen. Of de hoogte was afhankelijk van de resultaten van een staatsbedrijf in Azië dat geen jaarrekening deponeerde waardoor het praktisch onmogelijk was om het bedrag van de schuldvordering vast te stellen.”

Voor de waardering van de vorderingen is voorts het tijdstip waarop de notes opeisbaar worden van belang. Dit leverde een tweede moeilijkheid op. De insolventie van LBT leidde namelijk niet tot onmiddellijke opeisbaarheid van de notes. Als gevolg daarvan bleven nagenoeg alle notes na de faillissementsdatum in overeenstemming met de onderliggende contracten doorlopen tot hun einddatum (de *Final Maturity Date*). Op de einddatum hadden de noteholders in de meeste gevallen recht op uitbetaling van een eindbedrag (de *Final Redemption Amount*). Verhoeven merkt op dat een aantal series van notes pas in 2039 opeisbaar zouden worden.

Geen regel, zonder uitzonderingen. Zo ook hier. Indien een bepaald *event of default* – bijvoorbeeld voorlopige surseance van betaling of faillissement - had plaatsgevonden, waren de noteholders in overeenstemming met de contractsbepalingen bevoegd om een serie van notes vervroegd op te eisen (“te accelereren”). Een serie van notes kon voor het bereiken van de *Final Maturity Date* (vervroegd) opeisbaar worden gemaakt door het versturen van een zogeheten ‘*acceleration notice*’. Voor een rechtsgeldige acceleratie was veelal een bepaald quorum van noteholders (doorgaans vijftieng procent van het uitstaande nominale bedrag van de note) nodig. Als gevolg van een geldige acceleratie werd de gehele serie van de note opeisbaar op de datum van de acceleratie (de *Early Redemption Date*) en per die datum was een *Early Redemption Amount* verschuldigd. “De minderheid kon de meerderheid binden”, zo meldt Verhoeven. Of een serie van notes door het vereiste percentage van noteholders geldig was geaccelereerd, werd door curatoren uiterst zorgvuldig onderzocht, gedocumenteerd en gecommuniceerd met de noteholders, want het moment van opeisbaarheid was cruciaal voor de waardering van de schuldvordering. De koersen van de derivatieve elementen waaraan de notes gekoppeld waren, veranderden immers dagelijks. Verhoeven voegt daaraan toe:

“Er zijn notes geaccelereerd die je achteraf bezien beter niet of op een ander moment had kunnen accelereren.”

De notedocumentatie bepaalde niet of en wanneer het recht om series te accelereren eindigt. De Nederlandse Faillissementswet (“Fw”) bepaalt evenmin tot welk moment na de faillissementsdatum schuldeisers hun contractuele rechten (waaronder de bevoegdheid tot opeising) kunnen uitoefenen. Dit had tot gevolg dat veel van de notes na de faillissementsdatum niet vervielen. Met name hedge funds konden door het opkopen van notes een positie verkrijgen, waardoor zij het recht van acceleratie van een gehele note zelfstandig konden uitoefenen. De grote vraag was ondertussen of schuldeisers wel of geen gebruik zouden maken van het recht om tot vervroegde opeising over te gaan. Het is een open deur: maar het kan een behoorlijk verschil maken of een note die gekoppeld is aan een mandje van aandelen op bijvoorbeeld 11 november 2011 (de *Early Redemption Date*) of tien jaar later, op 11 november 2022 (de *Final Maturity Date*) moet worden gewaardeerd.

In het kader van de verificatieprocedure hebben curatoren daarom een uiterste datum bepaald voor het accepteren van acceleraties. Op enig moment moest duidelijk zijn of de *Final Redemption Amount* danwel de *Early Redemption Amount* berekend moest worden. De zogeheten *Acceleration Bar Date* werd vastgesteld op 28 februari 2012. Na die datum binnengekomen *acceleration notices* zijn niet meer door curatoren in behandeling genomen. Verhoeven erkent dat voor

deze *Acceleration Bar Date* geen wettelijke basis is, maar “wij moesten ergens een streep trekken om het verificatietraject in te kunnen gaan.” Verhoeven vervolgt:

“Om uitkeringen uit de boedel te kunnen doen, moest de hoogte van de vorderingen definitief komen vast te staan. Dat betekende dat wij niet tot in de lengte van dagen konden afwachten of noteholders al dan niet tot een vervroegde opeising zouden overgaan.”

Vanwege de grote verscheidenheid aan notes, de derivatieve elementen van de notes en de omstandigheid dat de insolventie van LBT niet tot onmiddellijke opeisbaarheid van de notes leidde, was het vaststellen van de waarde van de vorderingen complex. Ook gaf de toepassing van de Nederlandse Faillissementswet (“Fw”) aanleiding tot de nodige vragen. Het gaat hier meer specifiek om de artikelen 131 Fw en 133 Fw.<sup>[20]</sup> Voor het leesgemak, worden deze artikelen hier opgenomen:

### Artikel 131 Fw:

1. Een vordering, waarvan het tijdstip der opeisbaarheid onzeker is, of welke recht geeft op periodieke uitkeringen, wordt geverifieerd voor haar waarde op de dag der faillietverklaring.
2. Alle schuldvorderingen, vervallende binnen één jaar na de dag, waarop het faillissement is aangevangen, worden behandeld, alsof zij op dat tijdstip opeisbaar waren. Alle later dan één jaar daarna vervallende schuldvorderingen worden geverifieerd voor de waarde, die zij hebben na verloop van een jaar sedert de aanvang van het faillissement.
3. Bij de berekening wordt uitsluitend gelet op het tijdstip en de wijze van aflossing, het kansgenot, waar dit bestaat, en, indien de vordering rentedragend is, op de bedongen rentevoet.

### Artikel 133 Fw:

Vorderingen, waarvan de waarde onbepaald, onzeker, niet in Nederlands geld of in het geheel niet in geld is uitgedrukt, worden geverifieerd voor hun geschatte waarde in Nederlands geld.

Curatoren hebben de vorderingen uit hoofde van de notes overeenkomstig deze wetsartikelen onderverdeeld in vier categorieën:

- Categorie I: vorderingen uit hoofde van notes die opeisbaar waren voor de faillissementsdatum.
- Categorie II: vorderingen uit hoofde van notes die opeisbaar waren binnen een jaar na de faillissementsdatum.
- Categorie III: vorderingen uit hoofde van notes die later dan een jaar na de faillissementsdatum maar vóór de indieningsdatum opeisbaar werden.
- Categorie IV: vorderingen uit hoofde van notes die na de indieningsdatum opeisbaar werden.

Een groot aantal vorderingen werd pas later dan één jaar na de faillissementsdatum opeisbaar. Voor al deze vorderingen moest daarom een contante waardeberekening worden gemaakt. Verhoeven verduidelijkt aan de hand van een simpel voorbeeld voor welke uitdaging curatoren kwamen te staan. Wat is een vordering van duizend dollar die in 2020 opeisbaar wordt op dit moment waard? De memorie van toelichting bij artikel 131 Fw geeft aan dat de disconteringsvoet voor de contante waardeberekening in onderling overleg met de schuldeiser moet worden vastgesteld. Maar welke rentevoet neem je als uitgangspunt, een *risk free rate* (spaarrente) of een redelijkerwijs te verwachten rendement? Daarnaast geldt dat voor verschillende valuta niet eenzelfde disconteringsvoet gehanteerd kan worden. Door de lange looptijd van bepaalde notes en grote nominale bedragen zouden geringe veranderingen in de gehanteerde disconteringsvoet kunnen leiden tot grote verschillen in de waardering van de note.

Vanwege de grote verschillen die bij (de uitgangspunten van de) waardering van de schuldvorderingen konden bestaan, de financiële belangen die op het spel stonden en de significante uitkering die voor schuldeisers in het verschiet lag, hielden curatoren er rekening mee dat zij overspoeld zouden worden met (renvooi)procedures over de waardering van de schuldvorderingen. De rechtbanken zouden deze procedures nauwelijks aankunnen en deze zouden op zijn minst leiden tot jarenlange vertragingen in het doen van uitkeringen. Daarom hebben curatoren vanaf 2009 in een twee jaar durend proces en in nauwe samenwerking met schuldeisers toegewerkt naar een systematiek die de uitgangspunten voor de waardering van de notes vaststelde. Verhoeven legt het belang van waarderingsuitgangspunten uit.

“Elke waarderingsdeskundige zou bij de waardering van deze notes bepaalde aannames moeten doen. Aannames die zeer gefundeerd zijn, maar wel nog steeds aannames. Het blijft immers altijd onzeker hoe een bepaalde koers zich de komende tijd zal ontwikkelen. Dat komt vaak tot uitdrukking in de hoogte van de disconteringsvoet. De waarde van een note kon daarom door verschillende deskundigen geheel anders worden gewaardeerd, zonder dat een van die waarderungen noodzakelijkerwijs onjuist is. Het verschil in waardering van een note kon hierdoor al snel in de tientallen miljoenen belopen. Reeds daarin lag voor een schuldeiser een goed te begrijpen incentive om te gaan procederen. Wij wilden dit zoveel

mogelijk voorkomen door zo objectief mogelijke regels vast te stellen.”

Curatoren hebben met behulp van PwC gestreefd naar een efficiënte en transparante waarderingsprocedure op basis van waarderingsbeginselen die eerlijk en rechtvaardig zijn, en in overeenstemming met de bepalingen van de verschillende notes en de Nederlandse Faillissementswet.

“Wij hebben een best effort getoond. Wij hebben zo goed mogelijk gewaardeerd. Je moet je echt voorstellen dat de waardering van bepaalde, hoog complexe notes PwC een week kon kosten. Zo ingewikkeld kon dat zijn. Bovendien hechtten wij eraan dat de waardering van elke note goed onderbouwd was. Vanzelfsprekend was dat niet goedkoop, maar het was de investering meer dan waard om zo het vertrouwen van de noteholders te winnen dat er niet over één nacht ijs gegaan werd.”

Curatoren hebben de voorlopige uitgangspunten voor waardering van de vorderingen uit hoofde van de notes stapsgewijs in diverse faillissements- en tussentijdse verslagen tussen 2009 en 2012 gepubliceerd. Curatoren hebben de noteholders daarbij steeds actief uitgenodigd om te reageren op deze waarderingsuitgangspunten.<sup>[21]</sup> Deze opzet slaagde. Curatoren hebben verscheidene gedetailleerde reacties van noteholders ontvangen. Reacties die dikwijls hebben geleid tot aanpassing van de principes en – in het eindstadium – tot aanpassing van bepaalde waarderingsuitgangspunten. Verder hebben curatoren vele besprekingen gevoerd met de noteholders, waarbij de waarderingsuitgangspunten zijn besproken. De meeste reagerende noteholders leken in te stemmen met het merendeel van de waarderingsuitgangspunten, maar er waren noteholders (en door hen ingeschakelde experts) die er onderling verschillende standpunten op nahielden. Zo bestonden er verschillende interpretaties ten aanzien van de relevante wetsbepalingen, de disconteringsvoeten, de voorgestelde risico-opslag en de contractuele rente. Daarnaast waren er reacties die uitsluitend het belang dienden van de betreffende noteholders die een bepaalde note hielden. Met dit consensusmodel hebben curatoren een grote groep schuldeisers actief betrokken bij de totstandkoming van de waarderingsuitgangspunten. Verhoeven geeft aan dat zij op enig moment circa tien miljard dollar in nominale waarde aan schuldeisers aan tafel hadden. Dat is ruwweg een derde van het nominale bedrag aan uitstaande notes.

Elke stap is in overleg gezet en deze innovatieve aanpak heeft ertoe geleid dat de belangrijkste juridische en economische discussiepunten onderling werden opgelost. Verhoeven merkt in dit verband op:

“wij hebben er altijd naar gestreefd om recht te doen aan alle schuldeisers van LBT. Wij wilden met de belangrijkste noteholdersgroepen tot overeenstemming komen over een redelijke, praktische en consistente waarderingsmethodiek voor de vorderingen onder de notes. Nagenoeg alle noteholders steunden dit proces, maar omdat dit door hen ook als een soort schikking werd gezien, drongen zij er wel op aan dat de waarderingsmethodiek in een akkoord zou worden vastgelegd.”

De onderbouwde reacties van noteholders en de informele gesprekken met verschillende noteholders hebben hun weerslag gevonden in de Definitieve Waarderingsuitgangspunten.<sup>[22]</sup> “Dit is de meest gelezen paragraaf uit de faillissementsverslagen”, vertelt Verhoeven. Vanwege de grote importantie zijn de Definitieve Waarderingsuitgangspunten tevens verspreid via de communicatiekanalen van de clearinginstellingen.

In december 2011 zijn curatoren gestart met de concrete waardering van elke note op basis van Definitieve Waarderingsuitgangspunten. Op de LBT website zijn telkens de actuele waarderingsuitgangspunten gepubliceerd, zodat de noteholders deze konden controleren. De noteholders zijn bovendien in de gelegenheid gesteld om te protesteren tegen de gepubliceerde (voorlopige) waarderingsuitgangspunten als daarin onjuistheden voorkwamen. Daarbij moest gebruik worden gemaakt van de zogenaamde ‘*manifest error notification*’. Op deze wijze is de waardering van enkele notes aangepast, waarvan een aantal door middel van een alternatieve vorm van geschillenbeslechting door gezamenlijk bindend advies te vragen aan Engelse QC’s.

De Definitieve Waarderingsuitgangspunten van de notes vormden een belangrijke en noodzakelijke opstap naar de verificatie van de vorderingen en het stemmen op het faillissementsakkoord.

## 5. Het faillissementsakkoord

Om op een snelle en efficiënte wijze uitkeringen aan de noteholders mogelijk te maken en om de op grond van de waarderingsprincipes tot stand gekomen waarderingsuitgangspunten bindend aan alle schuldeisers op te leggen, heeft LBT op 10 december 2012 een ontwerp-akkoord (“**het akkoord**”) neergelegd bij de Rechtbank Amsterdam. LBT werd vertegenwoordigd door een onafhankelijk bestuur, maar feitelijk werd het akkoord mede aangeboden door curatoren als sluitstuk van de gesprekken met schuldeisers over de waarderingsmethode. Het akkoord zorgde er – kort gezegd – voor dat de hoogte van de schuldvorderingen uit hoofde van de notes werd vastgesteld aan de hand van de Definitieve Waarderingsuitgangspunten. Hierdoor kwam de schuldenlast definitief vast te staan en werd het mogelijk om snel uitkeringen te doen aan de schuldeisers.

Omdat de notes door vele duizenden UBO’s verspreid over de hele wereld werden gehouden en vanwege de hierboven



beschreven moeilijkheden bij de waardering van de notes en de uitoefening van de schuldeisersrechten uit hoofde van die notes, hebben curatoren in het kader van het faillissementsakkoord een Consent Solicitation Memorandum (“**CSM**”) opgesteld. Dit memorandum regelt voornamelijk de wijze waarop de vorderingen van de noteholders moeten worden ingediend en de wijze van stemming over het aangeboden akkoord, door gebruikmaking van de clearing en de banken en tussenpersonen.

Curatoren zagen zich hierbij geconfronteerd met de vraag wie in de juridische structuren van LBT schuldeiser is en wie de schuldeisersrechten uitoefent. De houder van de notes (Participants) of de uiteindelijk belanghebbende (UBO). Zoals in § 2 reeds kort aangestipt, moesten de UBO's van de notes van LBT waarschijnlijk in economische en juridische zin worden aangemerkt als schuldeiser van LBT. De curatoren hebben echter per toepasselijk noteprogramma een analyse gemaakt wie op basis van het toepasselijk recht op de notes bevoegd is om de schuldeisersrechten uit te oefenen. Dat waren bij LBT overeenkomstig het (meestal) toepasselijk Engels recht niet de UBO's, maar de Direct Participants; veelal banken die zijn aangesloten bij de clearinginstellingen. Voor de notes die in Duitsland waren uitgegeven gold dat de UBO de schuldeiser was. Verhoeven geeft aan dat sommige banken niet erg blij waren dat zij door curatoren als schuldeisers van de notes werden gezien. Zij wilden de verantwoordelijkheid van het al dan niet uitoefenen van de schuldeisersrechten liever niet dragen. In de praktijk loste dat probleem zich vanzelf op. Via de communicatiekanalen van de clearinginstellingen vroegen de banken de UBO's om (stem)instructies, gelijk als in een situatie buiten faillissement waarbij een *offering memorandum* wordt uitgegeven. Van de banken werd, ook in de jurisdicties waarin zij niet als schuldeiser kwalificeerden, wel verwacht dat zij de steminstructies van hun cliënten tijdig indienden en al dan niet namens hen de vorderingen indienden.

Bij beschikking van 6 december 2012 heeft de rechter-commissaris de uiterste datum bepaald voor het indienen van de schuldvorderingen en de datum van de verificatievergadering. In de beschikking is verder bepaald dat het CSM en hetgeen daarin is bepaald over het indienen van vorderingen, het geven van instructies ten behoeve van de stemming over het akkoord en de wijze van vertegenwoordiging op de verificatievergadering, van toepassing is op schuldeisers die een vordering wensen in te dienen. Hierdoor konden de Direct Participants gedurende 6 weken elektronisch via de kanalen van de clearinginstellingen hun vordering aanmelden ter verificatie en steminstructies geven ten aanzien van het aangeboden faillissementsakkoord. Van deze mogelijkheid is massaal gebruikgemaakt.

Groepsvennootschap en schuldeiser voor meer dan € 3 miljard, het Zwitserse Lehman Brothers Finance S.A. (“**LBF**”), heeft tegen de beschikking van de rechter-commissaris, beroep ingesteld. LBF had diverse inhoudelijke bezwaren tegen het CSM en het aangeboden akkoord. LBF vond onder meer dat er geen wettelijke grondslag bestond voor het van toepassing verklaren van het CSM door de rechter-commissaris en dat het CSM afbreuk deed aan de door de wetgever aan schuldeisers in een faillissement toegekende rechten, waaronder het recht om elkaars vorderingen te betwisten en het recht van verzet tegen de uitdelingslijst. Omdat de schuldeisers ingevolge het CSM bij het indienen van de schuldvorderingen direct hun stem over het akkoord moesten uitbrengen, werd in de ogen van LBF aan schuldeisers de mogelijkheid ontnomen om op de verificatievergadering de overige schuldeisers ertoe te bewegen om tegen het akkoord te stemmen of op de inhoud van het akkoord invloed uit te oefenen.

Bij vonnis van de Rechtbank Amsterdam van 24 januari 2013<sup>[23]</sup> werd het hoger beroep van LBF tegen de beschikking van de rechter-commissaris niet-ontvankelijk verklaard wegens het overschrijden van de beroepstermijn. Het cassatieberoep tegen deze uitspraak heeft de Hoge Raad – in één van de snelste cassatieprocedures ooit – in zijn arrest van 1 maart 2013 verworpen.<sup>[24]</sup> De Hoge Raad oordeelt dat er géén sprake was van een verschoonbare termijnoverschrijding. Voor de praktijk zijn met name de volgende rechtsoverwegingen van de Hoge Raad van belang:

### “3.6.1.

Bij de beoordeling van het onderdeel wordt vooropgesteld dat in het belang van een goede rechtspleging, juist ook in zaken waarin een korte termijn voor beroep geldt, duidelijkheid dient te bestaan omtrent het tijdstip waarop die termijn aanvangt (en eindigt), en dat derhalve aan beroepstermijnen strikt de hand moet worden gehouden (HR 13 juli 2001, *LJN ZC3673, NJ 2001/513*). De ingevolge art. 67 Fw geldende beroepstermijn van vijf dagen begint te lopen op de dag na die waarop de rechter-commissaris zijn beschikking heeft gegeven (vgl. HR 10 januari 1992, *LJN ZC0473, NJ 1992/195*). In verband met het feit dat deze beroepstermijn zeer kort is – zulks met het oog op het belang van een vlotte afwikkeling van het faillissement – is het wenselijk dat de beschikking onverwijld ter kennis wordt gebracht van de (bekende) belanghebbenden (vgl. de hiervoor al aangehaalde beschikking van de Hoge Raad van 10 januari 1992, alsmede HR 11 september 1998, *LJN ZC2697, NJ 1998/829*).

### 3.6.2.

Indien de gefailleerde een zeer groot aantal schuldeisers heeft, kan een redelijke, met het belang van een vlotte afwikkeling van het faillissement rekening houdende, en aan de belangen van de individuele schuldeisers voldoende tegemoetkomende, afwikkeling van het faillissement meebrengen dat de communicatie met de schuldeisers door de curator of de rechter-commissaris plaatsvindt op een aan de omvang van het faillissement aangepaste wijze. Als zodanig kan

gelden het plaatsen van een voor de gezamenlijke schuldeisers, of een aantal van hen, bestemde mededeling van de curator, of van een beschikking van de rechter-commissaris, op een website die daartoe met toestemming van de rechter-commissaris door of in opdracht van de curator wordt gebruikt, mits de schuldeisers voldoende duidelijk is gewezen op het bestaan van deze website, en op het belang van een regelmatige raadpleging daarvan. Indien in een zodanig geval een beschikking van de rechter-commissaris of een mededeling van de curator waaruit ondubbelzinnig van een zodanige beschikking blijkt, op de website wordt geplaatst, mag, behoudens bijzondere omstandigheden, van de schuldeisers worden verwacht dat zij van deze beschikking kennis nemen en, indien zij daartegen beroep wensen in te stellen, dat doen binnen de in art. 67 Fw bepaalde termijn, ook indien de beschikking hun niet individueel ter kennis is gebracht.”

Op 7 maart 2013 vond de verificatievergadering plaats in het faillissement van LBT en is het akkoord met een zeer grote meerderheid van stemmen aangenomen. 26.162 noteholders hebben meegedaan in de Consent Solicitation Procedure en waren op deze wijze vertegenwoordigd in de verificatievergadering. Van deze noteholders heeft 99,47% voor het akkoord gestemd. Zij hadden voor een bedrag van circa \$ 21 miljard dollar aan schuldvorderingen ingediend en vertegenwoordigden 82% van alle schuldeisers. Bij vonnis van 22 maart 2013 heeft de Rechtbank Amsterdam het akkoord gehomologeerd.<sup>[25]</sup> Op 3 april 2013, ongeveer vijf jaar geleden, is het gehomologeerde akkoord in kracht van gewijsde gegaan en is formeel een einde gekomen aan het faillissement van LBT. Verhoeven herinnert zich nog de grote mate van opluchting na de homologatie.

“Niet zozeer blijdschap. Dat is wat mensen verwachten. Maar ik was extreem opgelucht, ook voor de kantoorgenoten die maandenlang zeer hard hieraan hadden gewerkt. Ten tijde van het aanbieden van het akkoord had de boedel al meer dan een miljard euro ontvangen op de inmiddels geschikte vordering op LBHI. Schuldeisers zaten op uitdeling daarvan te wachten en daarvoor was het akkoord noodzakelijk.”

Het faillissementsakkoord heeft lof gekregen, maar er is ook (soms felle) kritiek geuit in de literatuur omdat het niet op alle punten in overeenstemming zou zijn geweest met de Faillissementswet.<sup>[26]</sup> Eén van de kritiekpunten ziet erop dat het akkoord – de facto – door *curatoren* zelf is aangeboden. “Wij hebben daar geen doekjes om gewonden”, zegt Verhoeven.

“Op basis van de Faillissementswet mag het akkoord alleen door *de schuldenaar* worden aangeboden. We wilden aan dit formele wetsvereiste voldoen.”

Om dit mogelijk te maken is reeds eind 2011 bij de settlement-agreement met LBHI – in het kader van de erkenning van de vordering van LBT in de Chapter 11 procedure – bedongen dat de indirect door LBHI gehouden aandelen in het kapitaal van LBT zouden worden overgedragen aan Stichting LBT. Deze stichting werd tot het moment van homologatie van het akkoord bestuurd door de curatoren van LBT en de heer H.P. De Haan RA. Op deze wijze is het faillissementsakkoord formeel aangeboden door LBT (de schuldenaar) zelf, vertegenwoordigd door haar (nieuwe) bestuurder de Stichting LBT.

Kritiek bestaat er ook ten aanzien van de voorwaarde van het akkoord waarin de aansprakelijkheid van curatoren van LBT, hun kantoor en alle medewerkers en alle door hen ingeschakelde derden wordt uitgesloten. Welk belang van de schuldeisers is daarmee gediend?

Verhoeven legt uit dat curatoren van meet af aan niet in staat waren om de werkzaamheden van de boedel te verzekeren. Daarvoor waren de bedragen simpelweg te groot. Curatoren hadden meer redenen voor de exoneratie van aansprakelijkheid.

“Het proces van waardering, indiening en erkenning van schuldvorderingen was met zoveel mogelijk waarborgen omkleed, maar het week af van hetgeen in Nederland gebruikelijk was. Wij hadden het tot op een standaardverificatieproces kunnen laten aankomen, maar dan was het leeuwendeel van de schuldeisers niet tevreden geweest. Renvooiprocedures en onzekerheden zoals verzet tegen uitdelingslijsten hadden uitkeringen zeer ernstig vertraagd. Met het akkoord en de proactieve waarderingsprocedure hebben wij meer naar ons getrokken dan wellicht nodig en daarmee mogelijk meer risico genomen.”

Een belangrijke bron voor de waardering betrof een boekhouding, die met de *global close* in Amerika en Engeland tot stand was gekomen. Omdat deze *global close* op eenmalige, niet-gecontroleerde wijze tot stand was gekomen, kon niemand voor de juistheid daarvan instaan.

“Geen schuldeiser heeft vragen gesteld bij de exoneratieclausules, deze kwamen hen volstrekt redelijk voor. Daarbij geldt dat zij hadden gestemd voor het LBHI Chapter 11 Plan, met exoneratieclausules van vele pagina’s lang. Daarbij vergeleken vallen die in het Nederlandse akkoord enorm mee.”

Curatoren moesten niet alleen terugvallen op (wiebelige) data uit de administratie van Lehman. Van behoorlijk wat notes bestonden verschillende *final terms* of van sommige waren alleen draft versies met ontbrekende pagina’s beschikbaar. Curatoren hebben hierdoor de nodige *judgement calls* moeten maken. Zij waren voor de waardering bovendien in grote mate afhankelijk van (de deskundigheid van) de door hen ingeschakelde derden. Derden die, geconfronteerd met deze problematiek, begrijpelijkerwijze allemaal hun aansprakelijkheid jegens de boedel wegschreven. Curatoren wilden ervoor

waken dat alle aansprakelijkheidsrisico's bij curatoren zouden blijven steken en eventuele reserveringen noodzakelijk zouden zijn. "Als een dergelijk exoneratiebeding in strijd met de wet zou zijn geweest, dan zou de rechtbank het akkoord niet gehomologeerd hebben of hadden crediteuren in de ontwerpfase aangegeven dat zij het daar niet mee eens zijn", aldus Verhoeven. De schuldeisers begrepen erg goed dat het akkoord juist in hun belang was.

"Het is ook een kwestie van vertrouwen. Dat klinkt een beetje stom, maar de schuldeisers hadden toch wel door dat iedereen zijn best deed om het akkoord mogelijk te maken."

Bovendien relateert Verhoeven de werking van het exoneratiebeding enigszins. Aansprakelijkheid wegens fraude, opzet of grove nalatigheid kan niet worden uitgesloten. Tot slot heeft de aanneming van het akkoord het mogelijk gemaakt dat de vereffenaars (wel) een verzekering konden afsluiten.

De voornaamste kritiek in de literatuur op het akkoord is echter gericht op de (motivering van de) meerwaarde van het akkoord voor de schuldeisers om het vermogen van LBT buiten faillissement te vereffenen in plaats van een afwikkeling *in* faillissement. Verhoeven is er stellig van overtuigd dat door middel van vereffening van de boedel en tussentijdse uitkeringen niet hetzelfde resultaat als met het akkoord bereikt had kunnen worden.

"We hadden nooit sneller kunnen uitkeren en meer kunnen uitkeren dan op deze wijze. Het actief heeft voor de schuldeiser immers pas een waarde als het in zijn portemonnee terugvloeit. Je kan wel zeggen; het actief is honderd en als ik het gewoon zou uitdelen zou het ook honderd zijn. Alleen als ik het tien jaar later uitdeel, is het voor de crediteuren veel minder waard, om maar te zwijgen van de extra kosten die renvooi-procedures met zich mee hadden gebracht."

De meerwaarde van het akkoord boven tussentijdse uitkeringen zit volgens Verhoeven in "the time value of money" en in een besparing in de kosten van de afwikkeling. "De schuldeisers waren bereid in te stemmen met de waarderingsprincipes als ze wisten dat anderen daar ook aan gebonden zouden zijn. Dat kon perfect met een faillissementsakkoord. Het akkoord is in feite een overeenkomst tussen LBT en haar schuldeisers met als bijzonderheid dat de meerderheid de minderheid kan binden. In het faillissementsakkoord is bepaald dat de verbintenissen tussen LBT en haar concurrente schuldeisers worden vastgesteld aan de hand van de Definitieve Waarderingsuitgangspunten. Door het verbindend worden van het akkoord kwamen de verbintenissen tussen LBT en haar schuldeisers vast te staan. "Als we het akkoord niet hadden aangeboden, waren vele schuldeisers waarschijnlijk jarenlang niet tevreden geweest. Dan had iedereen gezegd: waarom heb je niet iets verzonnen om dit op te lossen? Uiteindelijk wil je dat niet. LBT was geen faillissement waarbij je kon volstaan met de gebruikelijke wijze van afwikkeling. Je moet je toch dienstbaar maken aan de crediteuren. Daarom zijn we met het akkoord gekomen", zegt Verhoeven.

Door het faillissementsakkoord kon LBT op de meest efficiënte wijze worden afgewikkeld en kon al binnen vijf jaar na de datum van faillietverklaring de eerste uitkering aan de schuldeisers plaatsvinden.

## 6. Vereffening

Nadat het gehomologeerde akkoord verbindend is geworden, is LBT als onderdeel van het akkoord bij aandeelhoudersbesluit ontbonden en zijn de voormalig curatoren benoemd als vereffenaars van LBT. Stichting LBT oefent toezicht uit op de vereffenaars en de uitvoering van het gehomologeerde faillissementsakkoord. Aan het toezicht door de rechter-commissaris is door het akkoord eveneens een einde gekomen. Toch vindt Verhoeven dat er voldoende waarborgen voor de schuldeisers zijn ingebouwd. "Dat het toezicht van de rechter-commissaris eindigde, was niet ons idee", zegt Verhoeven.

"Dat is het effect van de homologatie. Het is een wettelijk effect. Elke schuldenaar die een akkoord aanbiedt, komt onder het rechterlijk toezicht vandaan. Wij hebben nu juist weer een vorm van toezicht gecreëerd."

Nadat het akkoord verbindend was geworden, is de governance van LBT en de Stichting LBT gewijzigd. De curatoren zijn afgetreden als bestuurders van de Stichting en zijn vervangen door twee onafhankelijke bestuurders. Bovendien voorzien de statuten van de Stichting in de mogelijkheid om een raad van advies in te stellen, waarin schuldeisers van LBT zitting kunnen nemen. Verhoeven vult aan:

"Wij zijn de jaarrekening van LBT weer gaan publiceren. Wij hebben LBT vrijwillig onderworpen aan een accountantscontrole en -verklaring, wat niet hoeft."

De vereffenaars van LBT publiceren voorts met enige regelmaat een *liquidation report* op gelijke wijze als een faillissementsverslag.

## 7. Afsluiting

Tien jaar na het faillissement van LBT blijkt Verhoeven terug op een uniek faillissement en een enerverende periode in zijn carrière.

Het faillissement van LBT kenmerkt zich door de (financiële) omvang en complexiteit van de door LBT uitgegeven notes. De curatoren kwamen zowel aan de activazijde als de passivazijde van de balans voor grote uitdagingen te staan. Desondanks zijn de curatoren met een baanbrekend faillissementsakkoord erin geslaagd om het faillissement op een zeer snelle en efficiënte wijze af te wikkelen. Bij de gekozen wijze van afwikkeling hebben zij de grenzen van het Nederlandse faillissementsrecht opgezocht. Het faillissementsakkoord is daardoor in de literatuur bekritiseerd, maar heeft ook lof gekregen. Door het akkoord, dat stap voor stap in overleg met de verschillende groepen van noteholders tot stand is gekomen, is een veelheid aan rechtszaken voorkomen en konden reeds in 2013 de eerste uitkeringen aan de schuldeisers plaatsvinden. Tot op heden heeft LBT een totaalbedrag van \$ 11,6 miljard uitgekeerd aan haar schuldeisers.

Of in de toekomst een faillissement van een financiële instelling zoals LBT opnieuw kan voorkomen, is onbekend. Tien jaar na de val van Lehman Brothers, gaan de huizenprijzen weer door het dak, is door het goedkope krediet de schuldenberg groter dan ooit en houden de koersen van de nieuwe cryptovaluta zoals de bitcoins de gemoederen van vele beleggers bezig. Of bankiers, burgers en overheden lessen hebben geleerd van de grote financiële crisis van 2008, dat werd ingeluid door de val van Lehman Brothers, zal de tijd moeten leren. Het collectief geheugen vergeet snel, zo lijkt het.

Voetnoten

[1]

Gelieve dit artikel aan te halen als: D. Roffel en M.C.J. Peeters, 'De val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers en het lot van haar Amsterdamse dochter. Een interview met curator Verhoeven over het faillissement van Lehman Brothers Treasury Co B.V.', *TvI* 2018/43. Demelza Roffel is legal counsel en daarnaast buitenpromovenda aan de Universiteit Leiden. Michiel Peeters is advocaat bij Boels Zanders Advocaten. De auteurs hebben hun werkzaamheden verdeeld. De paragrafen 1 tot en met 3 zijn door Demelza Roffel geschreven. Michiel Peeters schreef de paragrafen 4 tot en met 7.

[2]

Nadere informatie met betrekking tot de Chapter 11 procedure van LBHI is te vinden op de website: [www.lehman.com/newsroom](http://www.lehman.com/newsroom) en/of [www.lehman-docket.com](http://www.lehman-docket.com).

[3]

Het woord 'faillissement' staat tussen aanhalingstekens, omdat de Amerikaanse Chapter 11 procedure strikt genomen geen faillissement is. Het betreft een insolventieprocedure die vergelijkbaar is met de (Nederlandse) surseance van betaling. De Amerikaanse rechtbank blokkeert bij deze procedure voor bepaalde tijd de schuldvorderingen, waarmee de onderneming tijd krijgt om een reorganisatie door te voeren en een noodfinanciering kan zoeken.

[4]

Op 19 september 2008 is aan LBT voorlopige surseance van betaling verleend, met benoeming van Rutger Schimmelpenninck tot bewindvoerder. LBT is op 8 oktober 2008 door de Rb. Amsterdam in staat van faillissement verklaard met aanstelling van de bewindvoerder tot curator. De rechtbank heeft op 13 oktober 2009 Frédéric Verhoeven tot medecurator benoemd. Na homologatie van het faillissementsakkoord (waarover § 5 en § 6) zijn curatoren vanaf 3 april 2013 aangesteld als vereffenaars van LBT. De betreffende beschikkingen zijn te vinden op de website [www.lehmanbrotherstresury.com](http://www.lehmanbrotherstresury.com).

[5]

LBT was niet gerechtigd tot uitgifte van notes in de Verenigde Staten.

[6]

De meeste particuliere en institutionele beleggers waren niet direct houder van de betreffende notes, maar economisch rechthebbenden op de opbrengsten van de notes via tussenpersonen, zoals banken en bemiddelaars. Zie nader § 2.

[7]

Nadere informatie over de afwikkeling van het faillissement van LBT, waaronder de openbare verslagen, is te vinden op de website [www.lehmanbrotherstresury.com](http://www.lehmanbrotherstresury.com). Zie tevens het ' *Investigation report of the causes of the bankruptcy of Lehman Brothers Treasury Co. B.V. d.d. 1 March 2013 (Part A)*, p. 5-32' (bijlage 1 bij het vijftiende openbare verslag d.d. 5 maart 2013) waarin uitgebreid wordt ingegaan op de directie en organisatie, de activiteiten van LBT, oorza(a)k(en) van de voorlopige surseance van betaling en faillissement, enz.

[8]

Ondanks de grote betrokkenheid van LBIE en LBL bij de activiteiten van LBT, heeft de Rb. Amsterdam bij beschikking d.d. 23 september 2008 – op verzoek van de curator – bepaald dat de voorlopige surseance van betaling van LBT een hoofd insolventieprocedure is in de zin van artikel 3 lid 1 van de Verordening (EG) nr. 1346/2000 van de Raad van de Europese Unie van 29 mei 2000. De rechtbank was van oordeel dat het centrum van de voornaamste belangen (COMI) van LBT in Nederland lag. De beschikking is op de website [www.lehmanbrotherstresury.com](http://www.lehmanbrotherstresury.com) te raadplegen.

[9]

Op het Euro Medium Term Note Program (3.654 series van notes) en het Swiss Program (67 series van notes) was het recht van Engeland en Wales van toepassing; op het German Program (66 series van notes) was Duits recht van toepassing en op het Italian Inflation Linked Program het Italiaanse

recht (1 serie). Daarnaast diende de indiening en de waardering van de uit de notes voortvloeiende schuldvorderingen volgens de Nederlandse Faillissementswet te geschieden. De door LBHI afgegeven garanties voor de verplichtingen onder de notes werden beheerst door het recht van de staat van New York. De vorderingen van de noteholders onder deze garanties dienden volgens de Federal Bankruptcy Code van de Verenigde Staten te worden ingediend, zie het derde faillissementsverslag d.d. 22 juli 2009, p. 12-13.

[10]

Zie: *Report of activities through January 15, 2010 of the Official Representatives and other participating affiliates pursuant to the Cross-Border Insolvency Protocol for the Lehman Brothers Group of Companies*, p. 2. Dit rapport is te raadplegen op de website van LBT als bijlage 1 bij het vijfde openbare verslag d.d. 12 maart 2010.

[11]

Zie noot 10.

[12]

LBT was meer dan 5.000 swap overeenkomsten aangegaan – elk bestaande uit verschillende ‘legs’ – met andere vennootschappen van de Lehman Brothers Groep. Zie het derde faillissementsverslag d.d. 22 juli 2009, p. 10.

[13]

Het Protocol is op de Engelstalige website van LBT te raadplegen, onder het kopje *General Information*.

[14]

Zonder beperking van eventuele juridische aanspraken tussen de entiteiten onderling en/of de boedels.

[15]

Zie: [www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/lehman-brothers/10309541/And-you-thought-Lehmans-was-over-500-staff-at-Canary-Wharf-disagree.html](http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/lehman-brothers/10309541/And-you-thought-Lehmans-was-over-500-staff-at-Canary-Wharf-disagree.html).

[16]

Zie o.a. het derde faillissementsverslag d.d. 22 juli 2009, p. 14.

[17]

Zie voor de getekende leningsovereenkomst tussen LBT en LBHI d.d. 26 mei 2000, bijlage III bij het eerste openbare verslag d.d. 22 december 2008.

[18]

Zie voor de onvoorwaardelijke en onherroepelijke onafhankelijke garantie d.d. 16 september 1997, Bijlage IV bij het eerste openbare verslag d.d. 22 december 2008. De garantie verwijst naar een ‘*tax ruling*’ d.d. 2 maart 1995, deze is bijgevoegd als bijlage V bij voormeld openbaar verslag.

[19]

Zie hierover ook voornoemd oorzakenonderzoek, p. 15.

[20]

Tevens is art. 128 Fw relevant. In dit artikel is bepaald dat interesten, na de faillietverklaring lopende, niet geverifieerd kunnen worden, tenzij door pand of hypotheek gedekt (...).

[21]

Onder meer vanwege de moeilijkheden bij het proces rondom de indiening, waardering en erkenning van de schuldvorderingen, hadden curatoren graag een crediteurencommissie gewild. Ondanks diverse pogingen van curatoren, is het echter niet gelukt om een formele crediteurencommissie in te stellen.

[22]

De *definitieve* waarderingsuitgangspunten zijn in het tiende faillissementsverslag d.d. 11 november 2011, p. 5-22, opgenomen.

[23]

Rb. Amsterdam 24 januari 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:BZ1037.

[24]

HR 1 maart 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ2765, *JOR* 2013/190.

[25]

Rb. Amsterdam 22 maart 2013, ECLI:NL:RBAMS:2013:BZ5246, *JOR* 2013/191, m.nt. W.J.M. van Andel.

[26]

W.J.M. van Andel in zijn noot onder *JOR* 2013/191; C.M. Harmsen, ‘Lehman Brothers: een akkoord in strijd met de Faillissementswet’, *TvI* 2013/28; C. Zijdeveld & I. Nylund, ‘Reactie op ‘Lehman Brothers: een akkoord in strijd met de Faillissement’’, *TvI* 2013/44; C.M. Harmsen, ‘Naschrift op reactie Zijdeveld & Nylund ‘Lehman Brothers: een akkoord in strijd met de Faillissementswet’’, *TvI* 2013/45; en R.M. Woudenberg, ‘Afwikkeling van Lehman Brothers faillissement blijft niet binnen wettelijk kader: was dat nodig?’, *Bb* 2013/74.