

## PRAKTIJK

# De contractuele gevolgen van een eurodesintegratie

*C.P. Hooft*

## 1 Inleiding

Ten tijde van dit schrijven blijft het voortbestaan van de euro onzeker. De huidige economische en maatschappelijke ontwikkelingen, denk hierbij bijvoorbeeld aan de tweede ronde Griekse verkiezingen van juni 2012, spelen een belangrijke rol. Bij een recente DACT-bijeenkomst<sup>1</sup> hielden veel CFO's er rekening mee dat de onzekerheid over het voortbestaan van de euro nog kan voortduren tot de terugbetalingsdatum van de ongeveer € 1 biljoen aan goedkope driejarige leningen die de Europese Centrale Bank aan banken heeft verstrekt, eind 2011 en begin 2012.

Het uitreden van één of meer landen uit de euro dan wel het einde van de euro (hierna: eurodesintegratie) kan ertoe leiden dat in euro gedenomineerde bedragen en betalingsverplichtingen, zoals contractueel vastgelegd, in een andere munteenheid worden gredenomineerd. Redenominatie heeft als gevolg dat contractspartijen wisselkoersrisico gaan lopen. Een simpel voorbeeld: een kaashandelaar koopt Goudse kaas in en verkoopt die door aan klanten in Griekenland. Griekenland stapt uit de euro en de betalingsverplichtingen in de verkoopcontracten met Grieken worden (automatisch bij Griekse wet) gredenomineerd in nieuwe Griekse drachmen. De kaashandelaar heeft dan betalingsverplichtingen in euro's en vorderingen in nieuwe Griekse drachmen. Indien de nieuwe Griekse drachme in waarde daalt ten opzichte van de euro, dalen zijn inkomsten terwijl zijn kosten niet afnemen. Het is goed mogelijk dat er – zeker in de periode kort na invoering van een nieuwe munteenheid – aanzienlijke koersdalingen of -stijgingen plaatsvinden. Dit betekent dat contractspartijen mogelijk een significant lagere dan wel hogere tegenwaarde ontvangen dan indien geen redenominatie had plaatsgevonden.

In deze bijdrage worden de belangrijkste juridische aspecten waar contractspartijen rekening mee dienen te houden bij een eurodesintegratie uiteengezet.<sup>2</sup> Ten eerste zet ik het kader van een eurodesintegratie neer. Vervolgens bespreek ik in hoeverre een eurodesintegratie contracten kan aantasten. Daarna wordt geanalyseerd wanneer en hoe een redenominatie plaats zou kunnen vinden. Vervolgens wordt besproken in hoeverre contractspartijen schadevergoeding kunnen vorde-

1 DACT = Dutch Association of Corporate Treasurers.

2 Voor een andere bijdrage zie ook V.P.G. de Serië, Contractuele aspecten van een Eurozone crisis, *Ondernemingsrecht* 2012-53, p. 279-286.

ren als gevolg van redenominatie en welke gevolgen redenominatie heeft ten aanzien van toepasselijke rente-indexen. Verder worden aanbevelingen gedaan voor hoe contractspartijen om kunnen gaan met het risico van een eurodesintegratie. Tot slot worden enkele aandachtsgebieden behandeld, waaronder de M&A-transactiepraktijk, bepaalde bedrijfsmatige gevolgen en de standaard-LMA-financieringsdocumentatie<sup>3</sup> en ISDA-derivatendocumentatie.<sup>4</sup>

## 2 Kader van eurodesintegratie

### 2.1 *Geen regeling eurodesintegratie en geen (nuttig) (juridisch) precedent van desintegratie van een monetaire unie*

Er bestaat geen regeling voor uittreding van landen uit de euro.<sup>5</sup> Het is dus nuttig om na te gaan of er een precedent is van een desintegratie van andere monetaire unies. Er is in het verleden een beperkt aantal monetaire unies geweest die uiteen zijn gevallen (met name in het verre verleden). De meest recente zijn Tsjecho-Slowakije en de Sovjet-Unie. Daar valt echter weinig nuttigs uit af te leiden voor een eurodesintegratie, met name gelet op de economische en juridische 'evolutie'-fase waarin deze landen zaten op het moment van desintegratie.<sup>6</sup>

### 2.2 *Wat zijn de scenario's bij een eurodesintegratie?*

Er zijn verschillende scenario's denkbaar bij een eurodesintegratie. Eén of meer jurisdicties kunnen bijvoorbeeld uittreden, terwijl de euro blijft voortbestaan. Veelal wordt ervan uitgegaan dat uittredende landen 'zwakkere' landen zullen zijn (bijvoorbeeld Griekenland), maar het zou ook kunnen dat juist 'sterkere' landen (bijvoorbeeld Duitsland) beslissen om uit te treden. Een andere mogelijkheid is dat de euro in zijn geheel verdwijnt en dat er in alle eurolanden nationale munteenheden worden ingevoerd. Er zijn ook andere mogelijkheden, bijvoorbeeld dat er twee 'euro's' ontstaan (een harde/noordelijke 'neuro' en zachte/zuidelijke 'zeuro').<sup>7</sup> De desintegratiescenario's zijn dus zeer divers. De waarde van de euro en de relevante nieuwe munteenheid zal in ieder geval niet meer parallel lopen.<sup>8</sup>

3 De Loan Market Association stelt documentatie op die in de Europese financieringsmarkt wordt aangemerkt als standaarddocumentatie voor (gesyndiceerde) leningen.

4 De International Swaps and Derivatives Association stelt documentatie op die wereldwijd wordt aangemerkt als standaarddocumentatie voor derivatentransacties.

5 Een regeling voor uittreding is bij het tot stand komen van de euro niet getroffen. Dit is mogelijk een bewuste keuze geweest om de soliditeit van de euro niet te ondergraven door de mogelijkheid te noemen dat landen uit de euro kunnen treden.

6 Er was in de desbetreffende landen bijvoorbeeld nauwelijks sprake van langlopende contracten met multi-jurisdictionele elementen en de meeste daarvan waren sowieso in buitenlandse valuta (met name USD en DM) gedenomineerd.

7 Dan hangt veel af van hoe dit in zijn werk gaat en of dit door middel van direct in de lidstaten werkende Europese regelgeving plaatsvindt of niet.

8 Het is dus niet in elk scenario vanzelfsprekend dat de beste uitkomst voor een contractspartij (ook indien het de schuldeiser betreft) is dat het contract in euro gedenomineerd blijft.

C.P. Hoof

### 2.3 Hoe zal een eurodesintegratie plaatsvinden?

De voornaamste uitgangspunten ten aanzien van de wijze waarop een eurodesintegratie zal plaatsvinden, zijn:

- *Overnight exit*. Het is te verwachten dat een uittreding uit de euro *overnight* (dan wel tijdens een weekeinde) plaatsvindt om sneeuwbal-effecten te voorkomen.
- *Strekking wettelijke regelgeving niet geheel te voorzien*. De uittreding zal wettelijk moeten worden geregeld. Het is echter niet te voorspellen wat de exacte strekking daarvan zal zijn. De regelgeving zal in ieder geval bepalen dat de nieuwe munteenheid als wettig betaalmiddel geldt in de desbetreffende jurisdictie en zal de officiële ‘redenominatie’-wisselkoers bij uittreding vaststellen. Het is te verwachten dat de regelgeving verder zal bepalen dat bepaalde bestaande in euro gedenomineerde verplichtingen automatisch worden gedenomineerd in de nieuwe munteenheid. Voor de hand ligt de mogelijkheid dat een uittredend land zal bepalen dat alle bestaande eurobetalingverplichtingen, (a) beheerst door het recht van dat land en/of (b) van debiteuren gevestigd in zijn jurisdictie, automatisch worden geredenomineerd in de nieuwe munteenheid. Met name voor zwakkere landen zijn dergelijke bepalingen van belang om ervoor te zorgen dat lokale debiteuren beschermd worden tegen koersdalingen van de nieuwe munteenheid. De vraag is in hoeverre dergelijke bepalingen buitenteritoriale werking hebben (zie hierover meer in par. 3.4 hieronder).
- *Redenominatie en freeze van banktegoeden*. Het is te verwachten dat alle tegoeden op in euro gedenomineerde bankrekeningen geadmistreerd in het uittredende land in de nieuwe munteenheid worden geredenomineerd. Daarbij is het te verwachten dat er een tijdelijke freeze van banktegoeden wordt afgekondigd, deels wegens de complexiteit van de benodigde systeemaanpassingen die vereist zijn voor de redenominatie, deels om kapitaalvlucht te beperken.
- *Kapitaalvluchtbeperkingen*. Er is (met name in zwakkere landen) een grote kans op (min of meer tijdelijke) dwingendrechtelijke maatregelen om kapitaalvlucht uit de uittredende jurisdictie tegen te gaan.<sup>9</sup>

## 3 Aantasting contract bij eurodesintegratie

Een belangrijke juridische vraag is of in euro gedenomineerde contracten bij een eurodesintegratie ongewijzigd blijven voortbestaan. Indien het contract door Nederlands recht wordt beheerst, zal dat op basis van Nederlands recht getoetst moeten worden. Het uitgangspunt zal dan ook zijn dat een contract niet wordt aangetast bij eurodesintegratie. Op basis van de (aanvullende dan wel beperkende) werking van de redelijkheid en billijkheid (art. 6:248 BW) of de onvoorziene (niet in de overeenkomst verdisconteerde) omstandigheden (art. 6:258 BW)

9 Let wel: dergelijke dwingendrechtelijke maatregelen zullen al snel indruisen tegen bestaande EU-verdragen waaronder belemmeringen van het vrije verkeer van kapitaal slechts in bijzondere situaties gerechtvaardigd zijn.

kunnen de rechtsgevolgen van een contract eventueel worden aangepast. Op basis van vaste rechtspraak zal de rechter zich echter met grote terughoudendheid moeten opstellen. Er bestaat Nederlandse rechtspraak waarin een beroep op onvoorziene omstandigheden succesvol is geweest bij een ernstige verstoring van de waardeverhouding tussen wederzijdse prestaties.<sup>10</sup> Daar betrof het echter waardeveranderingen van onroerend goed. Gelet op het nominaliteitsbeginsel, zoals expliciet vastgelegd in art. 6:111 BW,<sup>11</sup> is te verwachten dat er weinig of geen plaats is voor aanpassing van het contract wegens koerswijzigingen na redenominatie. Bijzondere omstandigheden zullen in het spel moeten zijn, waaronder in ieder geval dat sprake is van langdurende contracten en dat extreme koersdalingen na redenominatie hebben plaatsgevonden.<sup>12</sup>

#### 4 Wanneer wordt geredenomeerd en in welke munteenheid?

##### 4.1 Bij uittreding waarbij de euro nog bestaat

Art. 6:111 t/m 6:128 BW bepalen de wijze van betaling van een geldschuld bij contracten die beheerst worden door Nederlands recht, waaronder de valuta's waarin betalingsverplichtingen dienen te worden voldaan. Deze bepalingen zijn echter van regeland recht en men kan hier contractueel van afwijken. In eerste instantie dient dus naar de bepalingen van het contract te worden gekeken. De contractuele afspraken over de toepasselijke munteenheid dienen conform Nederlands recht te worden beoordeeld. Indien in een contract bedragen en betalingen in euro zijn gedenomineerd, dan blijft die afspraak – voor zover de euro blijft bestaan – in beginsel gelden, behoudens indien (voldoende) blijkt van andere partijbedoelingen. De precieze bewoordingen van het contract zullen tussen professionele partijen in beginsel leidend zijn.<sup>13</sup> Voor zover het desbetreffende contract niet een definitie van de term 'euro' bevat, waarin bijvoorbeeld wordt bepaald dat de euro de munteenheid van een specifiek euroland is of anderszins wordt gespecificeerd dat (en hoe) redenominatie plaatsvindt bij uittreding van een land uit de euro, zal redenominatie in beginsel dus niet aan de orde zijn.

10 HR 12 juni 1987, NJ 1988, 150 (Kriek/Smit).

11 Volgens dit artikel dient een verbintenis tot betaling van een geldsom naar haar nominale bedrag te worden voldaan, tenzij uit wet, gewoonte of rechtshandeling anders voortvloeit.

12 In verschillende jurisdicties (waaronder Frankrijk, Italië en Duitsland) hebben rechters in het eerste deel van de twintigste eeuw ondanks dat het nominaliteitsbeginsel uitdrukkelijk van toepassing was, gelet op de extreme omstandigheden (zeer hoge dan wel hyperinflatie), een afwijking van dat beginsel aanvaard. Met name in Duitsland is het nominaliteitsbeginsel in het verleden een belangrijk onderwerp geweest. In de jaren twintig van de twintigste eeuw ontstond er in de Weimar Republiek hyperinflatie nadat Duitsland de gouden standaard had verlaten. Het nominaliteitsbeginsel is toentertijd juridisch getoetst. In een enkel uitzonderlijk geval is daar toen aangenomen dat het nominaliteitsbeginsel niet van toepassing was (*Reichsgerichtsentscheidung* RGZ 107, 78, 28 november 1923). Het veel geroemde 'Mark ist Mark' (ondanks dat de wetgever dit expliciet probeerde vast te leggen) heeft dus met name in Duitsland niet altijd voor de rechter standgehouden.

13 Zie onder andere HR 19 januari 2007, NJ 2007, 567 (Meyer/Pontmeyer).

#### 4.2 Redenominatie indien de euro niet langer bestaat

Indien de euro niet langer bestaat (en niet contractueel is voorzien in een euro-definitie of redenominatiebepaling), dient beoordeeld te worden in welke munteenheid in euro gedenomineerde betalingsverplichtingen dienen te worden geredomineerd. Het is hier overigens van belang om conceptueel onderscheid te maken tussen de vraag in welke munteenheid betalingsverplichtingen kunnen of moeten worden voldaan en de vraag in welke munteenheid in euro gedenomineerde betalingsverplichtingen dienen te worden geredomineerd (en per wanneer en tegen welke wisselkoers) (*currency of payment versus currency of account*).<sup>14</sup>

##### 4.2.1 Munteenheid waarin betalingsverplichtingen dienen te worden voldaan indien de euro niet langer bestaat

Indien de euro niet langer bestaat, is een voor de hand liggende redenering dat een contractuele regeling om in euro te betalen niet langer geldt en dat men dus terugvalt op de bepalingen van het (nationale) recht dat partijen in het contract van toepassing hebben verklaard over de wijze van voldoening van de geldschuld. Onder Nederlands recht (indien niet anders bepaald) dient te worden betaald in geld dat in het land door het recht waarvan dat geld wordt beheerst ten tijde van de betaling gangbaar is (art. 6:112 BW).<sup>15</sup> Indien een plaats van betaling is overeengekomen, moet betaald worden in de valuta van het desbetreffende land. Indien geen plaats van betaling is overeengekomen, geldt als plaats van betaling de woonplaats van de schuldeiser (art. 6:116 BW)<sup>16</sup> en bij een bedrijf de plaats van vestiging van het bedrijf (art. 6:118 BW). Dus indien de plaats van betaling, dan wel de woonplaats van de schuldeiser, Athene is, zou in gangbaar geld in Griekenland dienen te worden betaald (met andere woorden in de eventuele nieuwe munteenheid van Griekenland) en indien dat Londen is, in Britse ponden.

##### 4.2.2 Redenominatie in euro gedenomineerde betalingsverplichtingen indien de euro niet langer bestaat

De Nederlandse wet bepaalt niet specifiek wanneer en hoe betalingsverplichtingen bij vervanging van een munteenheid dienen te worden geredomineerd. Bij redenominatie van een munteenheid gaan de meeste rechtsstelsels ervan uit dat de *lex monetae* (de wet van de jurisdictie die de munteenheid uitgeeft) onder andere de identiteit van de munteenheid bepaalt, wat het wettig betaalmiddel is

14 De zogeheten *base currency* van een kredietfaciliteit verstrekt door een Europese bank aan een groep kan bijvoorbeeld euro zijn, waarbij een Amerikaanse groepsvennootschap een lening trekt in USD en betalingen in USD kan verrichten (*currency of payment*), maar waarbij het bedrag van de aflossingen in USD steeds de afgesproken eurotegenwaarde moet hebben op de dag van betaling (*currency of account*). Met andere woorden, niet de bank maar de (Amerikaanse) geldnemer loopt het risico van de koers van de USD ten opzichte van de euro. Gelet op devaluatierisico is de eventuele redenominatie van betalingsverplichtingen van groter belang dan de vraag naar de valuta waarin een betaling dient plaats te vinden.

15 Wettig betaalmiddel in een land geldt in ieder geval als gangbaar geld aldaar. De euro geldt per verordening als wettig betaalmiddel in alle eurolanden.

16 Een geldschuld geldt derhalve uitdrukkelijk als een brengschuld.

in die jurisdictie,<sup>17</sup> wat de hoogte van de toepasselijke wettelijk rente is en, bij vervanging van de munteenheid (of redenominatie), per wanneer dient te worden geredenomeerd<sup>18</sup> en wat de officiële redenominatiekoers is. Volgens de *Parlementaire Geschiedenis*<sup>19</sup> is het recht van het land waarin de valuta is uitgegeven bepalend ten aanzien van de identiteit van de nieuwe munteenheid en de redenominatiekoers. Dit biedt een duidelijke uitkomst indien de munteenheid is uitgegeven door één land. De euro is echter uitgegeven door alle eurozonelanden. Bij het volledig wegvallen van de euro is het de vraag naar het recht van welke jurisdictie moet worden bepaald in welke munteenheid en tegen welke officiële redenominatiekoers betalingsverplichtingen worden geredenomeerd. Het ligt voor de hand dat ook ten aanzien van deze vraag de plaats van betaling als aanknopingspunt geldt voor het toepasselijke recht. Dus indien de plaats van betaling Athene is, zou geredenomeerd moeten worden overeenkomstig het recht van Griekenland (met andere woorden tegen de officiële redenominatiekoers op het moment van invoering van de nieuwe Griekse munteenheid).

#### 4.3 *Kanttekeningen*

Enkele kanttekeningen kunnen worden geplaatst bij de voorgaande conclusies:

- Het voorgaande kan ertoe leiden dat de betalingsverplichtingen van een debiteur gevestigd in een uitredend land in een buitenlandse munteenheid worden geredenomeerd (met alle daaruit voortvloeiende koersrisico's). In het voorbeeld van een Nederlandse geldnemer die voor zijn Nederlandse bedrijfsactiviteiten geld heeft geleend van een Franse of Duitse bank, is het waarschijnlijk dat de Nederlandse geldnemer in zijn eigen lokale munteenheid zou hebben gecontracteerd indien de euro niet had bestaan.<sup>20</sup>
- Het voorgaande kan er ook toe leiden dat geredenomeerd wordt in een valuta van een land buiten de eurozone. Ook dan is het de vraag of redenominatie überhaupt wel de bedoeling van partijen kan zijn geweest. Als bijvoorbeeld een Amerikaanse partij onder Nederlands recht heeft afgesproken om in euro te betalen aan een Engelse wederpartij, kan men zich afvragen of het niet juist de bedoeling van partijen was om betalingsverplichtingen in de munteenheid van een euroland gedenomeerd (en betaald) te willen hebben (en niet in de munteenheid van Engeland). Er zijn ook andere situaties denkbaar waarin de mogelijke gevolgen die besproken werden in de paragrafen 4.1-4.2.2 tot eigenaardige uitkomsten leiden.

17 Niet alle jurisdicties kennen het concept van een wettig betaalmiddel, bijvoorbeeld Schotland kent dat niet.

18 Normaliter zal de datum van vervanging van een munteenheid ook de datum van redenominatie zijn. Dit zou eventueel anders kunnen zijn, bijvoorbeeld indien korte tijd twee munteenheden naast elkaar als wettig betaalmiddel gelden (wat bij de invoering van de euro het geval was in alle eurolanden).

19 *MvA II, Parl. Gesch.* 6, p. 457.

20 Waarbij de vraag rijst of de buitenlandse bank met een Nederlandse partij een lening in een andere valuta dan de valuta van zijn eigen jurisdictie had afgesloten.

C.P. Hoof

In de praktijk kunnen contractuele situaties bestaan waarin niet met stelligheid kan worden bepaald hoe een redenominatie plaats zal vinden, althans waarin contractspartijen daarover van mening kunnen verschillen (in par. 7.4 hieronder worden enkele aanbevelingen gedaan om duidelijkheid te creëren). In de meeste gevallen zal een rechter niet veel concrete aanwijzingen hebben om hierover een duidelijk oordeel te vellen. Het is dan ook te hopen dat er duidelijke wetgeving komt, het liefst op Europees niveau, om dergelijke juridische onzekerheden en daarmee gepaard gaande procesrisico's weg te nemen.

#### 4.4 *Belangrijke factoren bij redenominatie*

Er zijn verschillende factoren die van belang kunnen zijn bij het beantwoorden van de vraag of en hoe in euro luidende betalingsverplichtingen zullen worden geredenommeerd. Deze kunnen tot andere resultaten leiden dan de eerdergenoemde conclusies:

- *Dwingendrechtelijke maatregelen.* Het is, zoals eerder gesteld, waarschijnlijk dat uittreding uit de euro gepaard gaat met invoering van zekere dwingendrechtelijke maatregelen. Deze zouden bijvoorbeeld kunnen inhouden dat in euro luidende verplichtingen van debiteuren met woonplaats of vestigingsplaats in een bepaalde jurisdictie worden geredenommeerd in de nieuwe lokale valuta van dat land. De vraag is uiteraard in hoeverre dergelijke maatregelen buitenteritoriale werking hebben.
- *Rechtskeuze voor uittredende jurisdictie dan wel daarbuiten.* Indien het recht van een uittredende jurisdictie wordt gekozen, zal redenominatie in beginsel plaatsvinden overeenkomstig de wetgeving van de desbetreffende jurisdictie.
- *Forumkeuze voor uittredende jurisdictie dan wel daarbuiten.* Indien een forumkeuze wordt gedaan voor een andere jurisdictie dan de uittredende jurisdictie waarvoor de rechtskeuze is gedaan, zal de desbetreffende rechter de redenominatiewetgeving van de uittredende jurisdictie moeten toepassen, behoudens indien toepassing indruist tegen de openbare orde<sup>21</sup> of bepalingen van bijzonder dwingend recht van de desbetreffende rechter als bedoeld onder art. 9 Rome I.<sup>22</sup> Het is de vraag of een rechter een beroep op deze uitzondering zal aanvaarden gebaseerd op wetgeving omtrent redenominatie van een uittredende jurisdictie.<sup>23</sup> Indien een forumkeuze voor de uittredende jurisdictie wordt gedaan, is de kans dat redenominatiewetgeving van die jurisdictie – en zeker waar het dwingendrechtelijke maatregelen betreft – toegepast wordt hoog.<sup>24</sup>
- *Tenuitvoerlegging in uittredende jurisdictie dan wel daarbuiten.* Bij de tenuitvoerlegging van een buitenlands vonnis in een uittredende jurisdictie zal de kans

21 Art. 10:6 BW.

22 Verordening (EG) nr. 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I).

23 De kans daarop lijkt in ieder geval hoger indien het uittredende land wetgeving aanneemt die indruist tegen EU-regelgeving dan indien het een binnen EU-verband 'gereguleerde' uittreding betreft.

24 Gelet op gebruikelijke openbareorde-uitzonderingen in de meeste jurisdicties en de 'bijzonder dwingend recht van de rechter'-uitzondering onder art. 9 Rome I.

groot zijn dat redenominatiewetgeving van de uittredende jurisdictie – zekere indien die van dwingendrechtelijke aard is – zal worden toegepast op basis van de uitzondering van kennelijke strijdigheid met de openbare orde van de uittredende jurisdictie zoals vastgelegd in art. 24 EG-executieverdrag.<sup>25</sup> Indien belangrijke financiële activa in een uittredende jurisdictie liggen, zal men derhalve rekening moeten houden met redenominatie overeenkomstig de regels van de uittredende jurisdictie.

- *Faillissement*. Bij faillissement wordt, indien Nederlands recht van toepassing is, de waarde van een vordering omgezet in de valuta van de jurisdictie van de failliet tegen de koers van de dag van faillietverklaring (art. 133 Faillissementswet). Datzelfde principe geldt in de meeste jurisdicties. Devaluatierisico ná faillissement is derhalve voor rekening van de schuldeiser.

## 5 Schadevergoeding bij redenominatie

De meeste overeenkomsten bevatten geen specifieke bepalingen omtrent vrijwaring tegen koersdalingen ná redenominatie (zie voor aanbevelingen hiervoor het derde punt in de opsomming van par. 6.4 hieronder). Men zal dan overeenkomstig het recht dat van toepassing is op de overeenkomst moeten beoordelen of er ruimte voor schadevergoeding is. Onder Nederlands recht (en veelal elders) geldt het nominaliteitsbeginsel (art. 6:111 BW). Er is dus in beginsel geen basis voor een recht op schadevergoeding bij een devaluatie ná redenominatie. Men kan wel contractueel anders afspreken. Opgemerkt zij dat vergoeding van koerswijzigingschade ná verzuim wel mogelijk is op basis van art. 6:125 BW.<sup>26</sup> In vele andere rechtssystemen is dit ook het geval. Aangezien Nederlandse partijen veelvuldig een rechtskeuze maken voor Engels of Amerikaans recht, wordt opgemerkt dat onder Engels en Amerikaans recht vergoeding van schade als gevolg van devaluatie ná verzuim in beginsel niet wordt aanvaard (tenzij dit contractueel specifiek is overeengekomen).<sup>27</sup> Overigens is het zo dat er op basis van eventueel van toepassing zijnde bilaterale investeringsverdragen wellicht wel mogelijkheden bestaan om schadevergoeding te vorderen van de relevante staat bij redenominatie.<sup>28</sup>

Bij kapitaalvluchtbeperkingen waarbij de schuldenaar niet kan of mag betalen in de contractuele valuta, zal er wellicht sprake zijn van contractbreuk, maar zal de tekortkoming niet toe te rekenen zijn aan de schuldenaar en zal er dus geen grond

- 25 Verordening (EG) nr. 44/2001 van de Raad van 22 december 2000 betreffende de rechterlijke bevoegdheid, de erkenning en de tenuitvoerlegging van beslissingen in burgerlijke en handelszaken.
- 26 Behalve als het om Nederlands geld gaat (thans zijnde de euro) en de plaats van betaling en de woonplaats van de schuldeiser in Nederland zijn.
- 27 N. Vardi, Reflections on trends and revolutions in the law of monetary obligations in European private law, in: *European Business Law Review* 2007-18, p. 461.
- 28 Op basis van bilaterale investeringsverdragen hebben buitenlandse investeerders schadevergoeding ontvangen van de staat Argentinië voor de devaluatie van de Argentijnse peso als gevolg van het ontkoppelen van de koers van de peso van de Amerikaanse dollar ten tijde van de Argentijnse financiële crisis in 2002.



C.P. Hoof

zijn voor schadevergoeding op basis van de wet (maar contractueel kan anders worden overeengekomen).

## 6 Rente-indexen bij redenominatie

- *Wettelijke rente*. Algemeen wordt aanvaard dat de eventuele wettelijke rente wordt bepaald overeenkomstig de toepasselijke *lex monetae*.<sup>29</sup> Dit lijkt ook leidend te zijn in de Nederlandse rechtspraak.<sup>30</sup> Bij een redenominatie naar een nieuwe munteenheid dient derhalve overeenkomstig het recht van die munteenheid te worden bepaald wat de toepasselijke wettelijke rente is.
- *Rentereferentie-indexen*. Rentereferentie-indexen die veelvuldig worden gehanteerd, bijvoorbeeld EURIBOR, zijn niet wettelijk geregeld, dus de *lex monetae* biedt bij redenominatie daarvoor geen uitkomst. Indien hierover niets is overeengekomen, lijkt het aannemelijk dat bij redenominatie op basis van de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid een soortgelijke rentereferentie-index met betrekking tot de nieuwe munteenheid daarvoor in de plaats komt. Indien de euro volledig ophoudt te bestaan, ligt dit voor de hand (want dan valt EURIBOR ook weg), maar bij het voortbestaan van de euro (en dus EURIBOR) zou een contractspartij kunnen beargumenteren dat de contractuele afspraak om EURIBOR te hanteren dient te blijven gelden (ondanks dat geredenomineerd wordt in een nieuwe munteenheid). De commerciële verschillen kunnen groot zijn.<sup>31</sup> Verder dient te worden opgemerkt dat er wellicht niet slechts één optie zal zijn voor een alternatieve rentereferentie-index.<sup>32</sup> Dat zal het lastiger maken voor een rechter om een beslissing te nemen.

## 7 Hoe kunnen contractspartijen omgaan met het risico van redenominatie?

### 7.1 Wanneer lopen contractspartijen risico bij redenominatie?

Het moge duidelijk zijn dat de risico's van redenominatie groter zijn bij langlopende dan bij kortlopende verplichtingen en vorderingen. Redenominatie zal met name van belang zijn voor de schuldeiser indien redenominatie in een 'zwakkere' munteenheid plaatsvindt en voor de schuldenaar indien redenominatie plaatsvindt in een 'sterkere' munteenheid.

- 29 Wettelijke rente is deels gekoppeld aan de hoogte van inflatie in de jurisdictie van de desbetreffende munteenheid. Het is dus niet toepasselijk om de allicht (zeer) hoge wettelijke rente van een 'hoge inflatie'-jurisdictie (van de rechtskeuze) toe te passen ten aanzien van een munteenheid van een 'lage inflatie'-jurisdictie (in welke munteenheid betalingen dienen plaats te vinden).
- 30 Rb. Arnhem 11 april 2002, NIPR 2002, 252. Zie ook R.I.V.F. Bertrams, *Wettelijke rente en toepasselijk recht*, NIPR 2005, p. 123-129.
- 31 Op 2 januari 2011 stond bijvoorbeeld een 'lokale IBOR' zoals de Poolse 'WIBOR' 3m op 4,99%, terwijl EURIBOR 3m op 1,34% stond.
- 32 1 wk LIBOR voor EUR stond bijvoorbeeld op 11 oktober 2011 op 1,10163, terwijl 1 wk EURIBOR op diezelfde datum op 1,191 stond.

Verder is relevant dat redenominatie kan leiden tot een (groter) verschil tussen de valuta's waarin de activa van een contractspartij zijn gedenomineerd en die waarin haar passiva zijn gedenomineerd. Koersfluctuaties zullen dan zorgen voor verliezen dan wel winsten. Een verhoogde valutamismatch als gevolg van redenominatie kan bijvoorbeeld tot een probleem leiden bij (project)vennootschappen waar inkomsten en uitgaven strak op elkaar zijn afgestemd.<sup>33</sup>

### 7.2 *De mogelijke doelen van contractspartijen*

Contractspartijen kunnen verschillende doelen nastreven. Het eerste doel kan zijn om in ieder geval juridische zekerheid te creëren ten aanzien van de munteenheid waarin betalingsverplichtingen zullen worden geredenomineerd (en ten aanzien van de eventueel toepasselijke rentereferentie-index bij redenominatie). Een tweede doel kan zijn het nastreven van de commercieel optimale uitkomst. In dat geval hebben partijen meestal een tegenstrijdig belang.

### 7.3 *Enkele vuistregels voor een 'optimale' (commerciële) uitkomst*

De volgende twee vuistregels lijken in ieder geval bruikbaar om een 'optimale' commerciële uitkomst na te streven:

- Als een contractspartij in zijn algemeenheid met name 'lokale' activa/inkomsten heeft waaruit zij haar passiva/verplichtingen moet betalen, zal zij ernaar streven om bij uittreding in haar 'lokale' munt te blijven betalen.
- Als een contractspartij onder het specifieke contract met name vorderingen heeft, zal zij ervoor willen zorgen dat bij eurodesintegratie een 'sterkere/harde' munteenheid van toepassing is (lees: 'neuro', nieuwe DM, nieuwe NLG, enzovoort). De contractspartij die met name betalingsverplichtingen heeft, zal juist een 'zwakkere' munteenheid van toepassing willen laten zijn.<sup>34</sup> Dit zal een (commerciële) inschatting van contractspartijen vergen.

### 7.4 *Hoe kan met de eventuele gevolgen van eurodesintegratie contractueel rekening worden gehouden?*

- *Euro definiëren en specificeren wanneer en hoe redenominatie plaatsvindt.* Het is aan te raden om een duidelijke definitie van euro op te nemen, waarbij bijvoorbeeld wordt bepaald dat (enkel) bij uittreding van een specifieke jurisdictie (bijvoorbeeld die van een contractspartij) of indien de euro niet meer bestaat, in euro gedenomineerde betalingsverplichtingen in een nieuwe munteenheid worden geredenomineerd overeenkomstig het recht van een bepaalde jurisdictie (bijvoorbeeld die van een contractspartij).<sup>35</sup> Het opnemen van een plaats van betaling zal in beginsel pas werken als aanknopingspunt

33 Dit zal met name van belang zijn bij SPV's in 'zwakkere' uittredende jurisdicties, aangenomen dat de kans hoger lijkt dat hun inkomsten worden geredenomineerd in de zwakker wordende nieuwe lokale munteenheid, terwijl hun langlopende verplichtingen (bijvoorbeeld internationaal gearrangeerde financiering) in 'harde' valuta gedenomineerd blijven.

34 In sommige eurodesintegratiescenario's zou de euro juist als 'zwakkere' munteenheid worden gezien.

35 Een definitie van de term 'euro', waarin wordt bepaald dat de euro (voorlopig) de munteenheid is van de desbetreffende jurisdictie, zal hetzelfde bewerkstelligen.

voor het recht waarnaar redenominatie plaats moet vinden indien de euro volledig wegvalt. Verder zij opgemerkt dat enkel het bepalen dat betalingen zullen plaatsvinden in een (nieuwe) munteenheid niet op zich ervoor zorgt dat in euro gedenomineerde betalingsverplichtingen ook worden geredenominatied in die nieuwe munteenheid en dat devaluatierisico dus mogelijk bij de debiteur blijft (zie voetnoot 14).

- *Verdere opties ten aanzien van verandering van valuta.* Er zijn meer mogelijkheden te bedenken om contractueel te regelen wat de gevolgen zijn van een verandering van munteenheid en bij wie het wisselkoersrisico ligt. Het meest verstrekkend zou zijn dat een contractspartij het eenzijdig recht heeft om te bepalen in welke munteenheid (en per wanneer) betalingsverplichtingen worden geredenominatied. Contractspartijen kunnen ook een ‘softe’ bepaling opnemen, waarbij zij overeenkomen om te overleggen over benodigde contractuele aanpassingen.<sup>36</sup>
- *Regelingen maken voor het geval van koersdaling.* Over schade wegens een devaluatie na redenominatie kunnen ook specifieke afspraken worden gemaakt. Een mogelijkheid daarvoor is een zogeheten *currency indemnity*-bepaling op te nemen, waarbij de ene partij de andere vrijwaart voor een koersdaling ná redenominatie. Deze zal in beginsel moeten verwijzen naar een andere waarde (bijvoorbeeld een vreemde valuta of goud) tegen welke het verlies in waarde van de munteenheid kan worden berekend. Een zogeheten ‘vreemd-geldclausule’ of ‘goudclausule’ kan ook worden gehanteerd, waarbij een schuldeiser de keuze heeft om betaling te verlangen in een vreemde valuta tegen de koers van de dag waarop de schuld is aangegaan dan wel de tegenwaarde op de betaaldag te ontvangen van een hoeveelheid goud ter waarde van het bedrag bij het aangaan van de schuld. Een prijsindexeringclausule biedt ook enige bescherming tegen devaluatie van een munteenheid ná redenominatie.<sup>37</sup>
- *Toepasselijke rentereferentie-indexen vaststellen.* Indien EURIBOR als rentereferentie-index in het contract wordt gehanteerd, is het aan te bevelen dat contractspartijen bepalen welk alternatief bij een redenominatie geldt, bijvoorbeeld de toepasselijke rentereferentie-index in de desbetreffende jurisdictie ten aanzien van de munteenheid waarin wordt geredenominatied. Eventueel kan als achtervanger worden bepaald dat de rentereferentie-index in ieder geval aansluit bij de *cost of funding* van de desbetreffende contractspartij.<sup>38</sup>
- *Beëindigings-/opeisingsrecht.* Contractspartijen kunnen het recht opnemen om bij redenominatie (dan wel bij uittreding van gespecificeerde jurisdicties, wanneer een redenominatierisico ontstaat) de overeenkomst te beëindigen en – bij een overeenkomst van geldlening – vervroegd op te eisen of af te los-

36 Met het risico dat partijen er bij grote koersverschillen niet uitkomen.

37 Gebruikelijke prijsindexeringen lopen niet altijd gelijk met de devaluatie van de desbetreffende munteenheid.

38 Hetgeen mogelijk voor de andere contractspartij onacceptabel is omdat dit subjectief is en afhankelijk is van de financiële positie van haar wederpartij. Bij LMA-documentatie is een dergelijke optie al ingebouwd in de zogeheten *market disruption event*-bepaling.

sen. Dit beperkt wisselkoersrisico en creëert daarnaast een heronderhandelingspositie, maar schept tegelijkertijd heronderhandelingsproblemen.

- *Rechts- en forumkeuze*. Contractspartijen kunnen door middel van hun rechts- en forumkeuze de kans op redenominatie verhogen dan wel verkleinen. Indien bijvoorbeeld de schuldeiser de kans op een mogelijk nadelige redenominatie wil verkleinen, kan worden gekozen voor een recht en forum anders dan die van 'zwakke', mogelijk uittredende, jurisdicties.

## 8 Enkele specifieke aandachtsgebieden

### 8.1 M&A/overnamecontracten

Bij overnamecontracten zullen contractspartijen het risico van een eurodesintegratie met name moeten regelen indien er een lange periode ligt tussen *signing* en *closing* en er langdurige verplichtingen worden overeengekomen (bijvoorbeeld *deferred payments*, *earn-outs*, *vendor loans*). Daarnaast zullen contractspartijen bijzondere aandacht moeten geven aan eventuele financieringsvoorbehouden en zogeheten MAC (*material adverse change*)-clausules, zodat duidelijk is of deze wel of niet kunnen worden ingeroepen bij een eurodesintegratie.

### 8.2 Bedrijfsmatige risico's/gevolgen

Nieuw aan te gane contracten kunnen zodanig worden ingericht dat de valuta's waarin verplichtingen en vorderingen zijn gedenomineerd op elkaar zijn afgestemd, rekening houdend met de meest voor de hand liggende eurodesintegratie- en redenominatiescenario's. Bestaande contracten kunnen worden geanalyseerd op het risico van valutamismatches als gevolg van redenominatie (en eventueel daarvoor worden aangepast). Het lijkt lastig om ten aanzien van een specifiek contract op voorhand de valutarisico's die zouden kunnen ontstaan bij een eurodesintegratie af te dekken door middel van standaard-risicodekkingsinstrumenten (bijvoorbeeld *ISDA currency hedges*), omdat deze niet zijn opgesteld met het oog op vooralsnog onbekende valuta.<sup>39</sup> Eén oplossing is om een natuurlijke hedgestrategie te volgen, door ervoor te zorgen dat ten aanzien van alle contracten van een entiteit de valuta's waarin verplichtingen en vorderingen zijn gedenomineerd (rekening houdend met eventuele redenominatie) tot op zekere hoogte op elkaar zijn afgestemd.

Als gevolg van een desintegratie kunnen banktegoeden (tijdelijk) worden bevroren, wat tot liquiditeitsproblemen kan leiden. Voor zover de gevolgen daarvan voor een bedrijf materieel zijn, is het raadzaam om de nodige tegoeden aan te houden op bankrekeningen buiten de mogelijk uittredende landen.

Redenominatie zal verder gevolgen hebben op onder andere (a) facturering en interne systemen, (b) boekhouding, (c) cashmanagement en (d) bankrekeningen (er dienen wellicht nieuwe bankrekeningen te worden geopend, gedenomineerd

<sup>39</sup> Maar er zullen zeker partijen zijn die *tailormade* producten kunnen aanbieden om deze risico's af te dekken.

C.P. Hoof

in de relevante nieuwe valuta). Redenominatie kan tot valutamismatches bij contractuele wederpartijen leiden, wat een verhoogd kredietrisico teweeg kan brengen op de desbetreffende contractspartij. Dit zal met name spelen bij contractuele wederpartijen gevestigd in zwakke uittreedende landen, maar ook bij contractuele wederpartijen die belangrijke vorderingen hebben die worden geredenomeerd in een zwakkere munteenheid.

### 8.3 LMA- en ISDA-onderwerpen

De Loan Market Association (LMA) stelt leningdocumentatie op die in de Europese financieringsmarkt als standaarddocumentatie geldt, en de International Swaps and Derivatives Association (ISDA) stelt op haar beurt documentatie op die wereldwijd als standaarddocumentatie geldt voor derivatencontracten. Ik plaats daarom enkele relevante opmerkingen over deze documentatie gelet op een eurodesintegratie.

De LMA-leningdocumentatie is zeer uitvoerig, maar geeft geen uitsluitel ten aanzien van redenominatie bij een eurodesintegratie. De LMA-documentatie kent geen definitie van de term 'euro'. Veelal wordt een definitie toegevoegd die verwijst naar de munteenheid van de eurolanden. Het kan dus nuttig zijn om in de definitie van *base currency* en/of euro aan te geven wat de fall-backvaluta is (dan wel nieuwe valuta) bij een eventueel einde van de euro dan wel uittreding van een relevante jurisdictie. De documentatie bevat een zogeheten *change of currency clause* die bepaalt dat bij een verandering van munteenheid de overeenkomst wordt aangepast conform algemeen aanvaarde gebruiken en *market practice*. Het is niet te verwachten dat dit uitkomst biedt bij een partiële dan wel volledige eurodesintegratie. De documentatie bevat verder een zogeheten *currency indemnity clause*, maar deze dekt geen schade als gevolg van devaluatie na redenominatie. Zij beoogt met name schade te dekken als gevolg van koerswijziging na het verkrijgen van een vonnis.<sup>40</sup> De zogeheten *increased costs clause* dekt mogelijk wel de schade als gevolg van koersdaling na redenominatie, voor zover dit tot een vermindering van de *rate of return* leidt (aangenomen dat redenominatie zal plaatsvinden bij wet). Verder kan worden opgemerkt dat een eurodesintegratie onmiddellijke opeisbaarheid met zich mee kan brengen voor zover betalingen in de contractueel overeengekomen valuta niet kunnen plaatsvinden (bijvoorbeeld als gevolg van dwingendrechtelijke maatregelen), op basis van de zogeheten *material adverse change clause* of als gevolg van het effect van eurodesintegratie op financiële convenanten.

Ook de ISDA-documentatie geeft geen uitsluitel ten aanzien van de gevolgen van redenominatie bij een eurodesintegratie. Gelet op dat deze documentatie normaliter door Engels recht dan wel door het recht van New York wordt beheerst, maak ik enkel twee opmerkingen hierover. De *ISDA Master Agreement* gaat ervan uit dat verplichtingen die in dezelfde munteenheid luiden tegen elkaar worden afgezet en dat er één nettoverplichting overblijft. Een redenominatie beperkt der-

<sup>40</sup> Zoals eerder vermeld, is dat onder Engels en Amerikaans recht niet wettelijk geregeld. Onder Nederlands recht is wettelijk geregeld dat koerswijzigingsschade gevorderd kan worden.

halve de mogelijkheden tot *netting*. Bij redenominatie van de onderliggende financiering waarbij ook de rentereferentie-index wordt aangepast (van EURIBOR naar een lokale rentereferentie-index), zal een eerder gesloten renteswap niet meer afgestemd zijn op de toepasselijke rentereferentie-index. Het renterisico zal derhalve niet meer volledig zijn afgedekt.

## 9 Conclusie

Het is niet te voorspellen of en hoe een eurodesintegratie zal plaatsvinden. Ook het precieze juridische kader van een desintegratie valt lastig te voorzien. Er is weinig of geen precedent voor de desintegratie van een monetaire unie. Er zijn dus aanzienlijke juridische onduidelijkheden met betrekking tot dit onderwerp, terwijl de commerciële gevolgen van een eurodesintegratie voor contractspartijen aanzienlijk kunnen zijn. Het is contractueel verre van eenvoudig om met de risico's rekening te houden. Zolang deze onduidelijkheid bestaat, is het raadzaam dat partijen bij het aangaan van nieuwe overeenkomsten waarbij langdurende betalingsverplichtingen kunnen ontstaan en contractspartijen in verschillende landen zetelen, de risico's en afdekkingsmogelijkheden onder ogen zien en vastleggen. Het bovenstaande moge daartoe een bijdrage zijn.