

Herstructurering van complexe financieringstransacties

De periode voorafgaand aan de kredietcrisis kenmerkte zich door steeds complexere financieringsstructuren. Een van die complexe financieringsstructuren is de *leveraged buy out*. Kenmerkend voor de financiering van een leveraged buy out is dat (I) het door de koper geleende bedrag om het bedrijf te kopen door het geacquireerde bedrijf zelf moet worden terugbetaald en (II) dat de activa van het overgenomen bedrijf als onderpand bij de lening dienen. Het voordeel van een leveraged buy out is dat investeerders een bedrijf met een minimale inzet van eigen kapitaal kunnen overnemen. De keerzijde is dat het overgenomen bedrijf vaak wordt opgezaaid met omvangrijke schulden die doorgaans worden verstrekt door verschillende klassen schuldeisers.

De rechten van de verschillende klassen schuldeisers ten opzichte van de gefinancierde onderneming worden doorgaans neergelegd in een intercreditor agreement. Gedurende de periode dat de gefinancierde onderneming aan haar financial covenants voldoet, zullen de belangen van de diverse schuldeisers vermoedelijk niet tot geschillen leiden. Echter in gevallen waarin de onderneming haar verplichtingen niet (meer) nakomt, kunnen de rechten van de diverse crediteuren botsen en zal iedere schuldeiser haar schade zoveel mogelijk proberen te beperken.

Herstructurering

Als gevolg van de kredietcrisis is een groot aantal ondernemingen die door middel van een leveraged buy out zijn overgenomen

in de (financiële) problemen geraakt. Schuldeisers die een mogelijk faillissement van een dergelijke onderneming wilden afwenden, hebben in de afgelopen periode door middel van een (financiële) herstructurering de schuldenlast proberen terug te dringen.

Recent is een tweetal beschikkingen gepubliceerd die relevant zijn voor de herstructureringspraktijk, met name in relatie tot leveraged buy outs. Het gaat om een tussenbeschikking en een eindbeschikking van de Rechtbank Amsterdam². De inzet van de procedure vloeide voort uit artikel 3:251 lid 1 BW. Op grond van dat artikel kan zowel de pandhouder als de pandgever de voorzieningenrechter verzoeken te bepalen dat het verpande zal worden verkocht op een andere wijze dan bij openbare veiling. De procedure leidde evenwel tot een geschil tussen crediteuren van een in financiële moeilijkheden geraakte onderneming met houdstervennootschappen in Nederland.

Hoewel de wet rechtsmiddelen tegen een beschikking als bedoeld in artikel 3:251 lid 1 BW niet verbiedt, volgt uit de Memorie van Toelichting dat op basis van de strekking van deze bepaling geen appel mogelijk is. Een en ander om de executie zo min mogelijk op te houden maar ook om de koper niet langer dan strikt noodzakelijk in het onzekerheid te laten. Met andere woorden; de beschikking van de rechtbank op het verzoek ex artikel 3:251 lid BW is in de praktijk de hoogst mogelijke instantie voor dergelijke verzoeken.

Beschikkingen in het kort

De Schoeller Arca Systems groep (de 'SAS Groep') was in december 2008 een financieringsarrangement overeengekomen met een groep kredietverstrekkers, bestaande uit onder andere een senior credit agreement en een bridge loan. Tot nakoming van de vorderingen onder beide kredietovereenkomsten is zowel ten behoeve van de senior creditors als ten behoeve van de bridge lenders één eersterangs pandrecht gevestigd op de aandelen in een Nederlandse houdstermaatschappij binnen de SAS Groep.

Naast de afzonderlijke kredietovereenkomsten hadden de kredietverstrekkers eveneens een intercreditor agreement gesloten op grond waarvan eventuele uitkeringen eerst ten goede komen aan de senior creditors en daarna aan de bridge lenders. Overigens was in deze intercreditor agreement opgenomen dat de zekerhedenagent de bevoegdheid had om (I) (vrijwel) alle vennootschappen binnen de SAS Groep te ontslaan uit hun aansprakelijkheid en/of verplichtingen onder de senior credit agreement en de bridge loan en om (II) afstand te doen van de ten behoeve van haar gestelde zekerheden om zodoende een doorstart van de SAS Groep mogelijk te maken.

Op enig moment konden de debiteuren binnen de SAS Groep niet meer aan hun betalingsverplichtingen voldoen. Op dat moment heeft de zekerhedenagent de voorzieningenrechter ex artikel 3:251 lid 1 BW verzocht te bepalen dat de

² Rechtbank Amsterdam 10 september 2009 (tussenbeschikking) en 23 september 2009, LJN BJ8848 (Citibank/Schoeller Arca), JOR 2009/340.



De voorzieningenrechter stelt dat uitgangspunt moet zijn dat bridge lender Citibank er destijds zelf voor heeft gekozen om genoeg te nemen met een pandrecht tweede in rang. Desalniettemin zullen partijen zich naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid dienen te gedragen.

executoriale verkoop van aandelen in SAS zou verlopen conform de voorwaarden van een koopovereenkomst tussen een SAS Groepsvennootschap enerzijds en de senior creditors anderzijds (onderhandse verkoop). Voornoemde koopovereenkomst werd overigens gesloten onder de opschortende voorwaarde van het verkrijgen van goedkeuring voor de transactie van de voorzieningenrechter.

Tegen deze wijze van executeren werd bezwaar gemaakt door een tweetal bridge lenders (Citibank en Stirling Square). Citibank stelde dat een openbare verkoop van de verpande aandelen een hogere verkoopopbrengst zou genereren dan een onderhandse verkoop. Stirling Square stelde daarentegen dat de executie van de verpande aandelen weliswaar onderhands zou moeten geschieden, maar dat de aandelen aan haar zouden moeten worden verkocht.

In het kader van de executie van de aandelen werd een drietal taxateurs ingeschakeld. Hoewel de taxateurs dezelfde waarderingsgrondslagen hanteerden, kwamen zij alledrie tot een andere waardering van de SAS Groep die varieerde van EUR 112 miljoen tot EUR 280 miljoen. De taxateur die was geïnstrueerd door Stirling Square kwam tot de hoogste waardering.

Analyse van de beschikkingen van voorzieningenrechter

In de beschikkingen oordeelt de voorzieningenrechter onder meer over (a) de vraag of verpande aandelen van een vennootschap die behoort tot een complexe groep openbaar of onderhands verkocht moeten worden, (b) de positie van achtergestelde crediteuren, (c) de formulering van het bod op verpande aandelen en (d) de vraag of bij het verzoek ex artikel 3:251 lid 1 BW een getekende koop/koopovereenkomst moet worden overgelegd. Daarnaast kan door de beschikkingen een redelijke inschatting worden gemaakt van de doorlooptijd van een uitwinningprocedure die aan een Nederlandse rechter wordt voorgelegd.

Openbare of onderhandse verkoop?

Een pandrecht op aandelen moet, zo stelt de voorzieningenrechter, in beginsel worden geëxecuteerd door middel van een openbare verkoop. Tenzij anders is bedongen kan de voorzieningenrechter niettemin op verzoek van de pandhouder of de pandgever bepalen dat het pandrecht op een andere wijze zal worden uitgewonnen. De voorzieningenrechter zal bij zijn afweging daaromtrent onderzoeken of bij een onderhandse verkoop een gunstiger bod valt te verwachten dan bij een openbare verkoop, een en ander in het belang van de schuldenaar en de verschillende schuldeisers die aanspraak kunnen maken op de opbrengst van die executoriale verkoop.

Gelet op de structuur en de complexiteit van de SAS Groep en de noodzaak van verdere financiering is de voorzieningenrechter van mening dat aannemelijk is dat een onderhandse verkoop tot een betere opbrengst zal leiden dan een veiling van de verpande aandelen.

Positie van achtergestelde crediteuren

Bridge lender Citibank had aangevoerd dat indien de door haar betwiste verkoop doorgang zou vinden de bridge lenders slechts een vordering zouden houden op een leeggehaalde vennootschap zonder bezittingen. Als gevolg van de voorgenomen kwijtingen als gevolg van het bepaalde in de intercreditor agreement zouden de bridge lenders geen verhaal meer hebben op de garantstellingen die door de schuldenaren onder het bridge loan aan de bridge lenders zijn afgegeven, terwijl dit nu juist de entiteiten zijn die de waarde van de SAS Groep vertegenwoordigen. Daarnaast was bridge lender Citibank van mening dat het de zekerhedenagent niet vrij stond om, gelet op de gerechtvaardigde belangen van de bridge lenders, tot verkoop over te gaan.

De voorzieningenrechter stelt dat uitgangspunt moet zijn dat bridge lender Citibank er destijds zelf voor heeft gekozen om genoeg te nemen met een pandrecht tweede in rang. Desalniettemin zullen partijen zich naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid dienen te gedragen. Daarnaast dient de executerende pandhouder bij het executoriaal te gelde maken van het pandrecht ook de belangen van

lager geplaatste zekerheidsgerechtigden en andere schuldeisers in acht te nemen. De executerende pandhouders hebben immers het recht van parate executie en het staat hen in beginsel vrij van dat recht gebruik te maken. Dit zou alleen anders zijn als de voorgenomen wijze van executie onnodig nadeel toebrengt aan de andere schuldeisers. Dat zal het geval zijn als de voorgenomen wijze van verkoop niet de maximale, dat wil zeggen de optimale opbrengst van het pandrecht oplevert, waardoor waarde voor de overige schuldeisers (of de pandgever) verloren zou gaan.

Het oordeel van de voorzieningenrechter is in lijn met de bepalingen van de intercreditor agreement. Hierin waren partijen namelijk op voorhand overeengekomen dat bij uitwinning van het pandrecht op de aandelen, de zekerheden en garanties voor de schuld die resteert na uitwinning van het pandrecht moeten worden vrijgegeven.

Formulering van een bod op verpande aandelen

Ten aanzien van de beoordeling door de voorzieningenrechter van de wijze waarop het bod op de verpande aandelen moest worden geformuleerd, is de navolgende gebeurtenis cruciaal.

De voorzieningenrechter had partijen schriftelijk medegedeeld dat hij de behandeling als gesloten beschouwde en uitspraak zou doen. Vervolgens echter bracht Stirling Square alsnog een indicatief tegenbod uit. Ondanks voornoemde mededeling van de voorzieningenrechter dat hij uitspraak zou gaan doen vormde dit voor de voorzieningenrechter aanleiding een tussenbeschikking af te geven waarin hij aankondigde het alternatieve bod op zijn realiteit te gaan onderzoeken. Voorts bood hij betrokken partijen gelegenheid zich uit te laten over het alternatieve bod.

Nader onderzoek wees uit dat aan het bod van Stirling Square, anders dan het bod dat door de koper werd uitgebracht, voorwaarden verbonden waren.

In zijn eindbeschikking stelde de voorzieningenrechter dan ook dat voor de beoordeling of een bod realistisch is moet worden vastgesteld of sprake is van (a) een onvoorwaardelijk bod en (b) een beter bod. Voor de beantwoording van de vraag of het gaat om een voorwaardelijk of onvoorwaardelijk bod geeft de voorzieningenrechter aan dat de aard van een bod niet door de benaming of de hoogte van het bod wordt bepaald, maar door de inhoud daarvan. Of een bod een beter bod is moet worden bepaald door de mogelijke verkoopopbrengsten van de concurrerende biedingen met elkaar te vergelijken.

Overleggen van concrete koopovereenkomst

Op basis van deze beschikkingen kan worden afgeleid dat bij een verzoek ex art. 3:251 lid 1 BW geen concrete koopovereenkomst ter goedkeuring aan de voorzieningenrechter behoeft te worden overgelegd. De voorzieningenrechter bepaalt op grond van dit artikel dat onderhandse verkoop na een verzoek daartoe mag plaatsvinden en niet dat de verkoop moet plaatsvinden overeenkomstig een specifiek aanbod. Dit laat onverlet dat een concrete koopovereenkomst van belang kan zijn bij de oordeelsvorming van de voorzieningenrechter of met de beoogde onderhandse verkoop een hogere opbrengst kan worden gerealiseerd.

Doorlooptijd van de verloffprocedure

In de hierin behandelde zaak was sprake van een tweetal zittingen en de voorzieningenrechter deed twee uitspraken (tussenbeschikking en eindbeschikking). Binnen acht weken nadat de pandhouder een verzoekschrift daartoe had ingediend,

werd door de voorzieningenrechter verlof verleend om over te gaan tot onderhandse verkoop.

Conclusie

Met zijn beschikkingen heeft de voorzieningenrechter een aantal belangrijke wenken voor de herstructureringspraktijk gegeven. Met name ten aanzien van complexe herstructureringen van vennootschappen die kampen met een omvangrijke schuldenlast laten deze beschikkingen zien dat de Nederlandse rechter in staat is snel te kunnen oordelen. Daarnaast wordt door deze zaak duidelijk dat de voorzieningenrechter het belang om een zo hoog mogelijke verkoopopbrengst te realiseren laat prevaleren boven de formele procesgang. Voor de vele complexe herstructureringen met een Nederlandse angle die op dit moment hun beslag vinden is dat goed nieuws.



EDUARD SCHEENSTRA

Advocaat

T +31 (0)20 3016 447

E eduard.scheenstra@cms-dsb.com