

HA

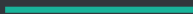
HERMES ADVISORY

Legal Houdini
Academy

Understanding
Legal Hocus Pocus



CURSUS: FINANCIËLE HERSTRUCTURERINGEN



November 2019

CURSUS 'FINANCIËLE HERSTRUCTURERING': DE DOCENTEN: EVEN VOORSTELLEN



HERMES ADVISORY



Hermes Advisory wordt regelmatig door de rechterlijke macht en door partijen als gerechtelijk deskundige benoemd in procedures waar de waarde van een object centraal staat. Hermes Advisory met haar team van gerechtelijk deskundigen, verstrekt economische en statistische analyses en deskundigenberichten ter ondersteuning van nationale en internationale gerechtelijke procedures.

Pieter Christiaan van Prooijen is sinds 2012 als register valuator ingeschreven in het Nederlands Instituut voor Register Valuatoren (NIRV). Sinds 2014 is hij ingeschreven in het register van de Stichting Landelijk Register van Gerechtelijk Deskundigen (LRGD) met als specialisatie bedrijfswaarderingen en financieringen. De afgelopen jaren heeft hij verscheidene opinies afgegeven dan wel als deskundige opgetreden voor gerechtelijke procedures waaronder internationale arbitrage procedures (PCA/BIT/ECT procedures).



Legal Houdini
Academy

Understanding
Legal Hocus Pocus

Johan Jol is oprichter en eigenaar van Legal Houdini en Legal Houdini Academy

Legal Houdini staat voor praktisch juridisch advies: to straighten out the legal hitch.

Legal Houdini Academy staat voor praktische juridische training: Understanding Legal Hocus Pocus.

Johan is tevens Senior Legal Counsel ABN AMRO Bank Legal Financial Restructuring & Recovery en Gastmedewerker bij afdeling Bedrijfs wetenschappen van de Universiteit Leiden. Voorheen werkzaam bij:

1989 - 1999 Advocaat: De Brauw / Petten & Diecken / Udink, Gribling & De Jong

2000 - 2008 NIBC Bank Legal Counsel / Head Legal / General Counsel / Special Credits

2010 - 2012 Assistant-Professor International Comparative Bankruptcy Law Thomas Jefferson School of Law San Diego

Zie ook www.legalhoudini.nl



CURSUS 'FINANCIËLE HERSTRUCTURERING'

9:00 - 10:30	<ul style="list-style-type: none"> • Introductie • Welke bubbles zijn er nu gaande? • Context waarin de financiële herstructurering zich afspeelt – de crisis van het bedrijf • Conceptueel overzicht van een kapitaalstructuur • Verschillende stakeholders en incentives
11:00 - 12:30	<ul style="list-style-type: none"> • Waardering van de onderneming • Kasstroom voor rente en aflossingsverplichtingen • Waar breekt de kapitaalstructuur? Stakeholders, In and Out the Money, Value Break. • Case de Knopen koning
13:30 - 15:00	<ul style="list-style-type: none"> • Financieringsdocumentatie • Leningsdocumentatie – LMA opbouw • 'Intercreditor agreement' tussen verschillende kapitaalverschaffers • Zekerhedenstructuur en andere structurele elementen
	<ul style="list-style-type: none"> • Stakeholders, onderhandelingen en uitkomsten • Mogelijkheden van een nieuwe kapitaal/ financieringsstructuur • Opties op een rij – wat is het meest gunstige en voor de hand liggende scenario? • Informal proceeding versus formal proceedings including choice of Forum
17:00	Rondvraag en borrel

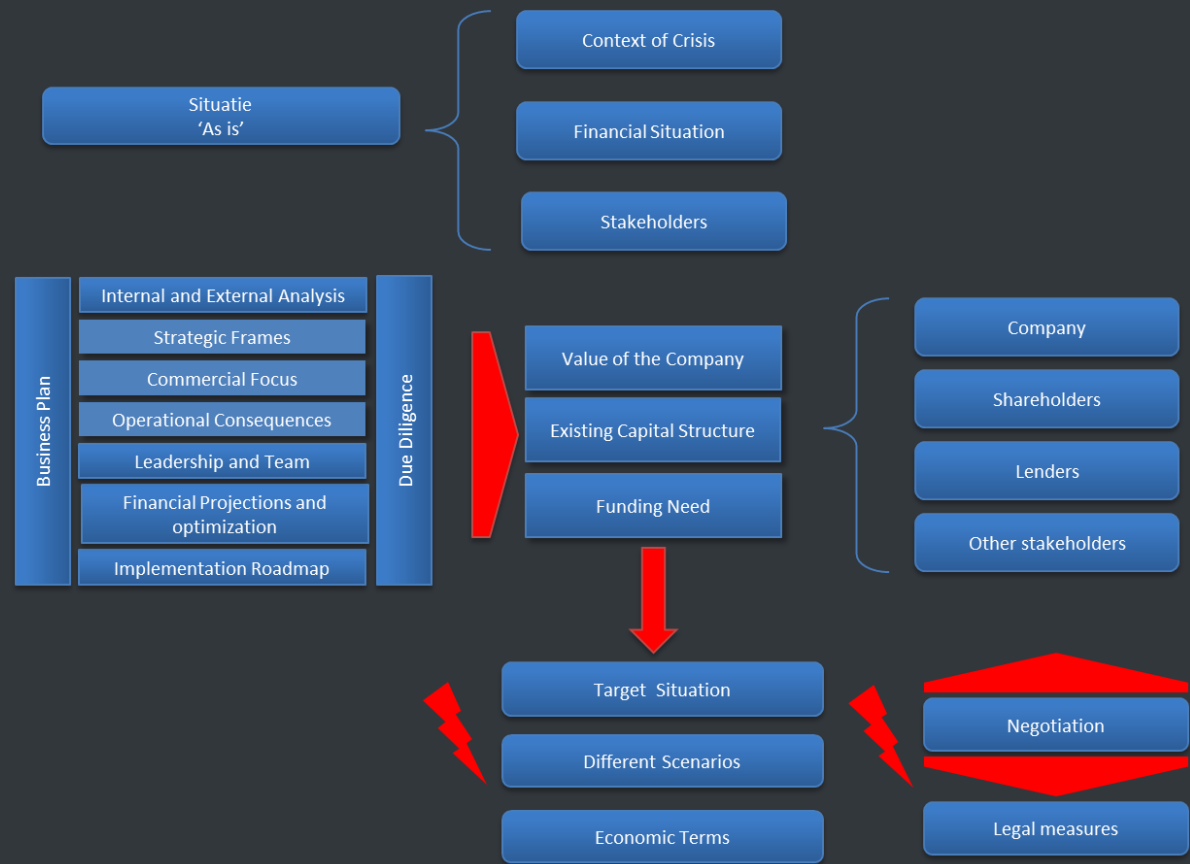
DOELSTELLINGEN VAN DEZE CURSUS:

- Proces van financiële herstructurering
- Waarderen van ondernemingen die zich in een herstructurering fase bevinden
- Inzichtelijke maken van de overwegingen om als financier bepaalde stappen te nemen
- Leningsdocumentatie en waar zitten de triggers voor een restructuring
- Onderhandelingstips met stakeholders
- (Her)structureren van de kapitaalstructuur
- Afdwingbaarheid van de stappen voor de verschillende kapitaalklasses
- Verschillende mogelijkheden naar Nederlands en buitenlands recht om tot een oplossing te komen

VERSCHILLENDE SOORTEN SCHULDEN:

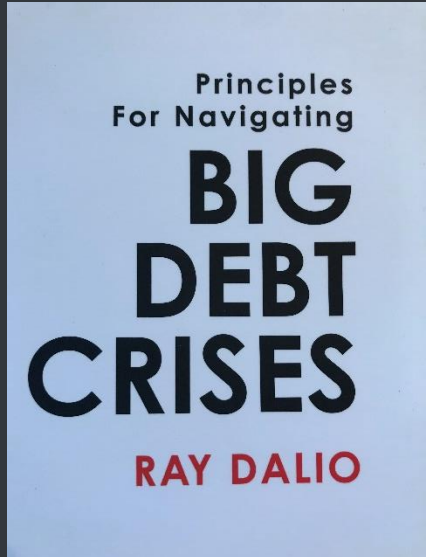
- Bilaterale leningen, club deals en gesyndiceerde leningen
- Project financiering, ABS, overname financiering, werkkapitaalfinanciering, lease- of factoringoplossingen
- Structured Finance oplossingen: zoals CDO's, CLO's
- Schuld voortkomende uit derivaten (swaps, swaptions, commodity derivatives)
- Schuld leveranciers
- Kredietverzekeraars

Aanpak / analyse financiële herstructurering is gelijk



SPOTTING BUBBLES

1. Prices are high relative to traditional measures
2. Prices are discounting future rapid price appreciation from these high levels
3. There is a broad bullish sentiment
4. Purchases are being financed by high leverage
5. Buyers have made exceptionally extended forward purchases (e.g. built inventory, contracted for suppliers, etc) to speculate or to protect themselves against future price gains.
6. New buyers (i.e. those who were not previously in the market) have entered the market
7. Stimulative monetary policy threatens to inflate the bubble even more (and tight policy to cause its popping)



SPOTTING BUBBLES

Applying the framework to past bubbles

	USA 2007	USA 2000	USA 1929	Japan 1989	Spain 2007	Greece 2007	Korea 1994	China 2015	Current
Are prices high relative to traditional measures?	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	
Are prices discounting future rapid price appreciation?	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	
Are purchases being financed by high leverage?	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	
Are buyers/companies making forward purchases?	YES	YES	N/A	YES	No	YES	YES	No	
Have new participants entered the market?	YES	YES	N/A	YES	No	YES	YES	YES	
Is there a broad bullish sentiment?	YES	YES	N/A	YES	No	No	N/A	YES	
Does tightening risk popping the bubble?	YES	YES	YES	YES	YES	YES	No	YES	

GAAT DE GESCHIEDENIS ZICH HERHALEN?

Bubbles in History	Asset	Duration	% Peak appreciation
Tulip mania (Holland)	Tulip	1636 – 1637	3800%
South Sea Company (UK)	Stocks	Jan - Aug 1720	820%
Mississippi Company (France)	Stocks	1719-1720	2000%
Railway Mania (UK)	Stocks	1830-1850	275%
Roaring Twenties stock-market bubble (US)	Stocks	1925-1929	322%
Poseidon bubble (Australia)	Stocks	1969-1970	450%
Silver Thursday (US)	Silver	1979-1980	713%
Japanese asset price bubble	Stocks, real estate	1986-1991	Nikkei +196%, house price +156%
The dot-com bubble (US)	Stocks	1995-2000	Nasdaq +890%
China stock bubble	Stocks	2006-2008	520%
Uranium bubble of 2007	Uranium	2005-2010	600%
Central bank bubble?	Everything?	2009 - present	

Source: Algebris (UK) Limited, Wikipedia

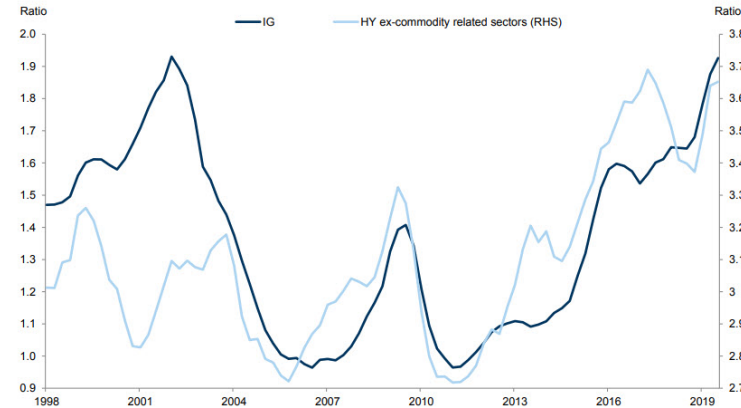
SCHULDNIVEAUS HOOG

“Global Debt Tops \$188,000,000,000,000 – Officially The Biggest Debt Bubble The World Has Ever Seen”



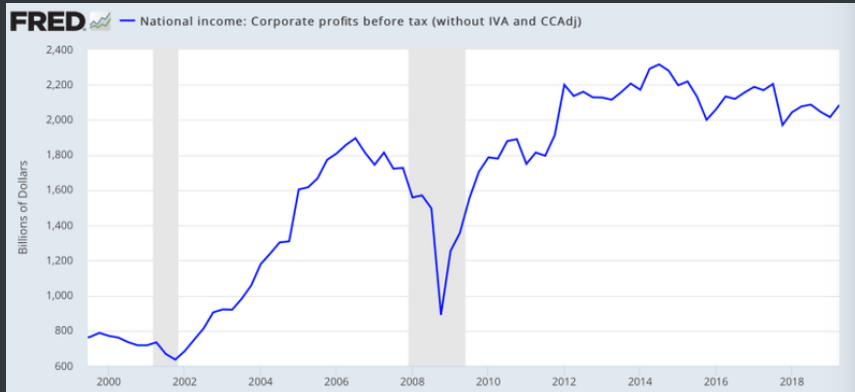
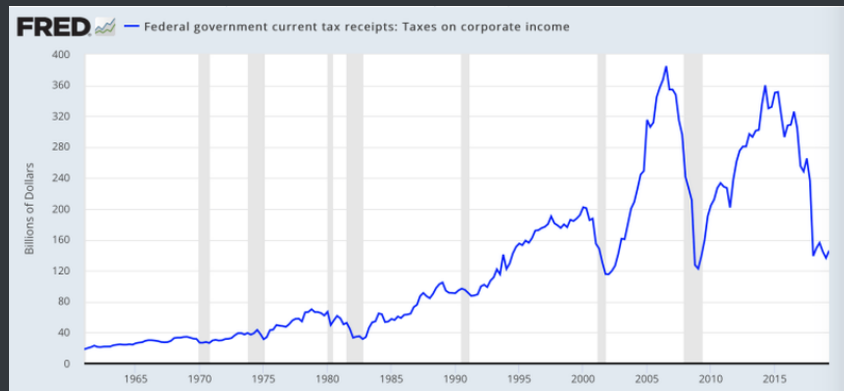
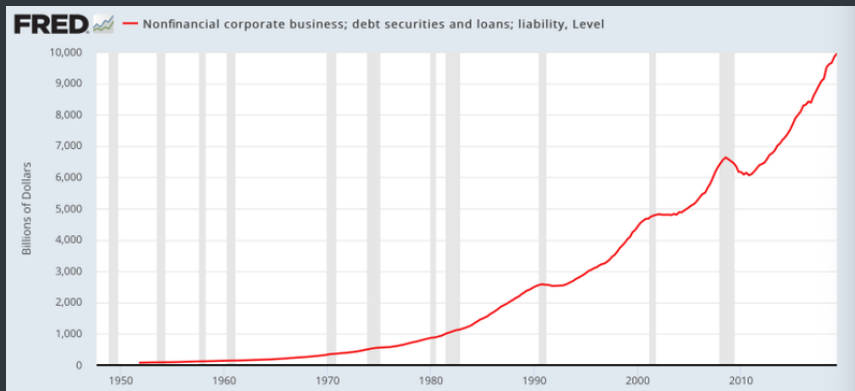
Exhibit 5: Net leverage on corporate balance sheets resumed its upward trajectory, now approaching the highs reached in the late 1990s

Net debt to EBITDA ratio for the median investment grade and high yield US bond issuers

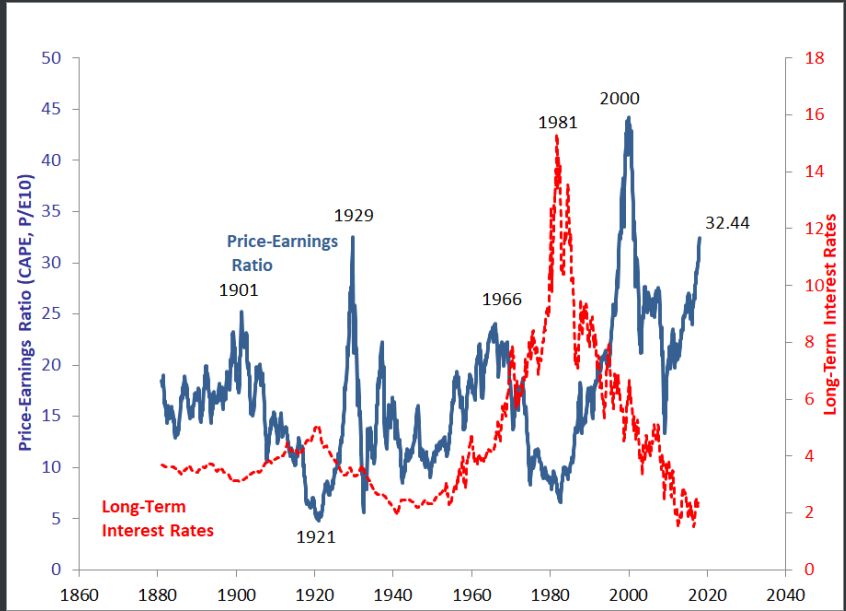


Source: Bloomberg, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

SCHULDNIVEAUS HOOG

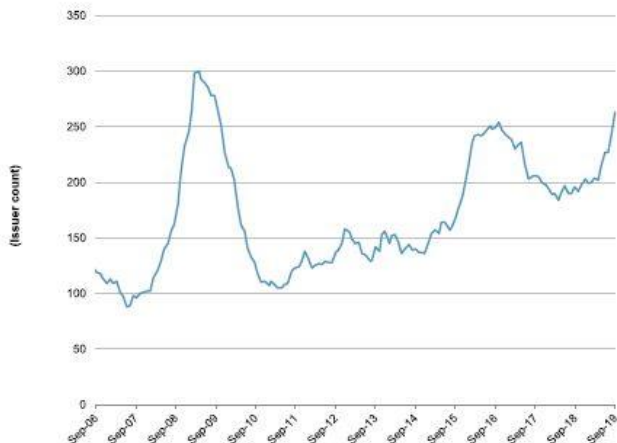


AANDELENMARKETEN HOOG GEWAARDEERD



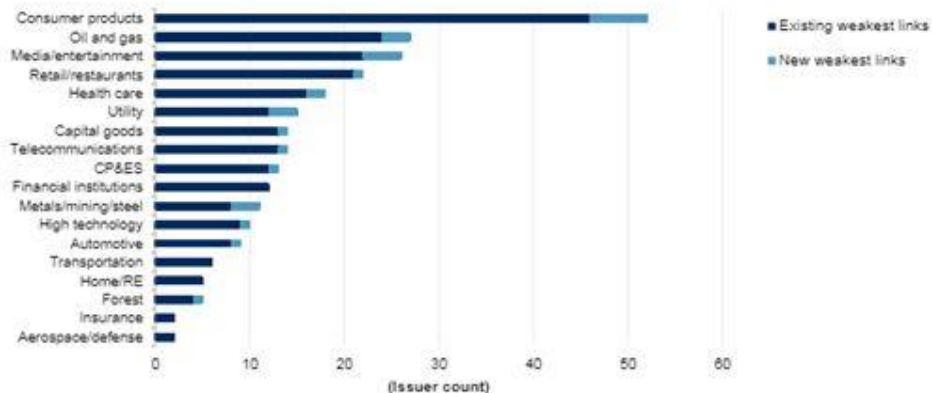
IS EEN NIEUWE CRISIS IN HET ZICHT?

Number Of Weakest Links At 263 In September, Highest Since November 2009



Data as of Sept. 23, 2019. Source: S&P Global Ratings Research.
Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Consumer Products Lead With 52 Weakest Links (Six Additions In September)
Global weakest links by sector




Home/RE—Homebuilders and real estate companies. CP&ES—Chemicals, packaging, and environmental services. Data as of Sept. 23, 2019. Source: S&P Global Ratings Research.
Copyright © 2019 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Weakest links are defined as issuers rated 'B-' or lower by S&P Global Ratings with negative outlooks or ratings on CreditWatch with negative implications

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/leveraged-loan-news/sp-weakest-links-tally-at-10-year-high-suggesting-more-defaults>

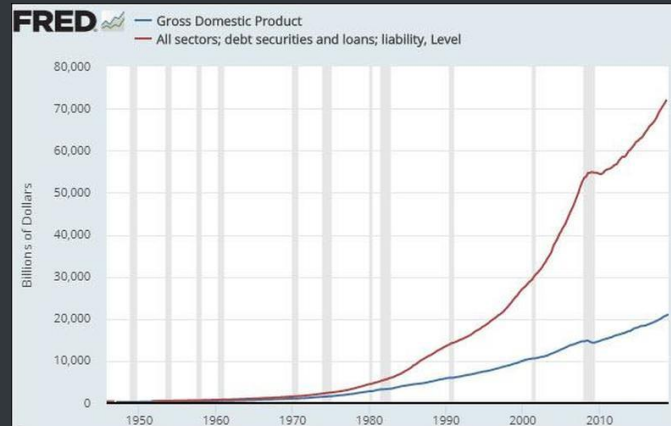
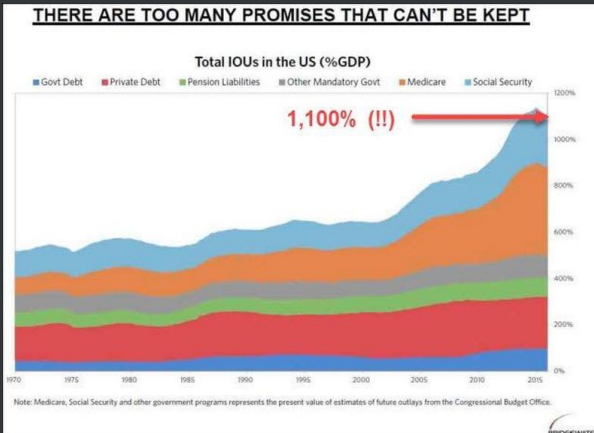
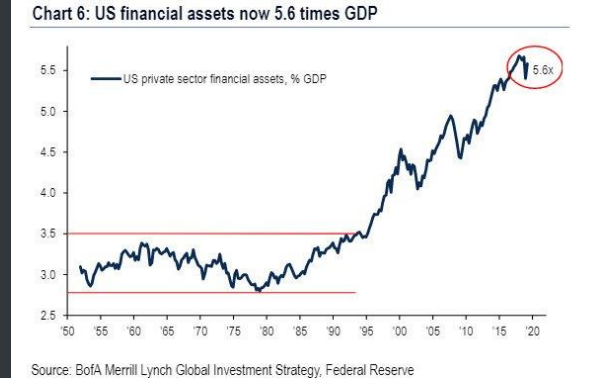
Unhealthy wealth imbalances ended badly for society



An imbalance between rich and poor is the oldest and most fatal ailment of all republics.

(Plutarch)

Ta sage instruction fert de riche couronne
A Trajan, élevée par dessus tous humains.
Si les grands se porçoient au cœur de dans leurs mains,
Vertu viroit au lieu de Venus & Bellone



TIME IS RUNNING OUT

Ludwig von Mises :

"There is no means of avoiding the final collapse of a boom brought about by credit expansion. The alternative is only whether the crisis should come sooner as the result of a voluntary abandonment of further credit expansion, or later as a final and total catastrophe of the currency system involved"

20 risks to markets in 2020

ZH

- | | |
|-----|---|
| 1. | Continued increase in wealth inequality, income inequality, and healthcare inequality |
| 2. | Phase one trade deal remains unsigned, continued uncertainty about what comes after phase one |
| 3. | Trade war uncertainty continues to weigh on corporate capex decisions |
| 4. | Ongoing slow growth in Europe and Asia triggering significant US dollar appreciation |
| 5. | Impeachment uncertainty & possible government shutdown |
| 6. | US election uncertainty; implications for taxes, regulation, and capex spending |
| 7. | Antitrust, privacy, and tech regulation |
| 8. | Foreigners lose appetite for US credit and US Treasuries following Presidential election |
| 9. | MMT-style fiscal expansion boosts growth significantly in US and/or Europe |
| 10. | US government debt levels begin to matter for long rates |
| 11. | Mismatch between demand and supply in T-bills, another repo rate spike |
| 12. | Fed reluctant to cut rates in election year |
| 13. | Credit conditions tighten with more differentiation between CCC and BBB corporate credit |
| 14. | Credit conditions tighten with more differentiation between CCC and BBB consumer credit |
| 15. | Fallen angels: More companies falling into BBB. And out of BBB into HY. |
| 16. | More negative-yielding debt sends global investors on renewed hunt for yield in US credit |
| 17. | Declining corporate profits means fewer dollars available for buybacks |
| 18. | Shrinking global auto industry a risk for global markets & economy |
| 19. | House price crash in Australia, Canada, and Sweden |
| 20. | Brexit uncertainty persists |

RAY DALIO

Money is free for those who are creditworthy because the investors who are giving it to them are willing to get back less than they give. More specifically investors lending to those who are creditworthy will accept very low or negative interest rates and won't require having their principal paid back for the foreseeable future. They are doing this because they have an enormous amount of money to invest that has been, and continues to be, pushed on them by central banks that are buying financial assets in their futile attempts to push economic activity and inflation up. The reason that this money that is being pushed on investors isn't pushing growth and inflation much higher is that the investors who are getting it want to invest it rather than spend it. This dynamic is creating a "pushing on a string" dynamic that has happened many times before in history (though not in our lifetimes) and was thoroughly explained in my book *Principles for Navigating Big Debt Crises*.

As a result of this dynamic, the prices of financial assets have gone way up and the future expected returns have gone way down while economic growth and inflation remain sluggish. Those big price rises and the resulting low expected returns are not just true for bonds; they are equally true for equities, private equity, and venture capital, though these assets' low expected returns are not as apparent as they are for bond investments because these equity-like investments don't have stated returns the way bonds do.

As a result, their expected returns are left to investors' imaginations. Because investors have so much money to invest and because of past success stories of stocks of revolutionary technology companies doing so well, more companies than at any time since the dot-com bubble don't have to make profits or even have clear paths to making profits to sell their stock because they can instead sell their dreams to those investors who are flush with money and borrowing power.

There is now so much money wanting to buy these dreams that in some cases venture capital investors are pushing money onto startups that don't want more money because they already have more than enough; but the investors are threatening to harm these companies by providing enormous support to their startup competitors if they don't take the money. This pushing of money onto investors is understandable because these investment managers, especially venture capital and private equity investment managers, now have large piles of committed and uninvested cash that they need to invest in order to meet their promises to their clients and collect their fees. At the same time, large government deficits exist and will almost certainly increase substantially, which will require huge amounts of more debt to be sold by governments—amounts that cannot naturally be absorbed without driving up interest rates at a time when an interest rate rise would be devastating for markets and economies because the world is so leveraged long.



RAY DALIO

Where will the money come from to buy these bonds and fund these deficits? It will almost certainly come from central banks, which will buy the debt that is produced with freshly printed money. This whole dynamic in which sound finance is being thrown out the window will continue and probably accelerate, especially in the reserve currency countries and their currencies—i.e., in the US, Europe, and Japan, and in the dollar, euro, and yen. At the same time, pension and healthcare liability payments will increasingly be coming due while many of those who are obligated to pay them don't have enough money to meet their obligations. Right now many pension funds that have investments that are intended to meet their pension obligations use assumed returns that are agreed to with their regulators. They are typically much higher (around 7%) than the market returns that are built into the pricing and that are likely to be produced. As a result, many of those who have the obligations to deliver the money to pay these pensions are unlikely to have enough money to meet their obligations. Those who are recipients of these benefits and expecting these commitments to be adhered to are typically teachers and other government employees who are also being squeezed by budget cuts. They are unlikely to quietly accept having their benefits cut. While pension obligations at least have some funding, most healthcare obligations are funded on a pay-as-you-go basis, and because of the shifting demographics in which fewer earners are having to support a larger population of baby boomers needing healthcare, there isn't enough money to fund these obligations either.

Since there isn't enough money to fund these pension and healthcare obligations, there will likely be an ugly battle to determine how much of the gap will be bridged by 1) cutting benefits, 2) raising taxes, and 3) printing money (which would have to be done at the federal level and pass to those at the state level who need it). This will exacerbate the wealth gap battle. While none of these three paths are good, printing money is the easiest path because it is the most hidden way of creating a wealth transfer and it tends to make asset prices rise.

After all, debt and other financial obligations that are denominated in the amount of money owed only require the debtors to deliver money; because there are no limitations made on the amounts of money that can be printed or the value of that money, it is the easiest path. The big risk of this path is that it threatens the viability of the three major world reserve currencies as viable storeholds of wealth. At the same time, if policy makers can't monetize these obligations, then the rich/poor battle over how much expenses should be cut and how much taxes should be raised will be much worse. As a result rich capitalists will increasingly move to places in which the wealth gaps and conflicts are less severe and government officials in those losing these big tax payers will increasingly try to find ways to trap them.

RAY DALIO

At the same time as money is essentially free for those who have money and creditworthiness, it is essentially unavailable to those who don't have money and creditworthiness, which contributes to the rising wealth, opportunity, and political gaps. Also contributing to these gaps are the technological advances that investors and the entrepreneurs that I previously mentioned are excited by in the ways I described, and that also replace workers with machines. Because the "trickle-down" process of having money at the top trickle down to workers and others by improving their earnings and creditworthiness is not working, the system of making capitalism work well for most people is broken. This set of circumstances is unsustainable and certainly can no longer be pushed as it has been pushed since 2008. That is why I believe that the world is approaching a big paradigm shift.



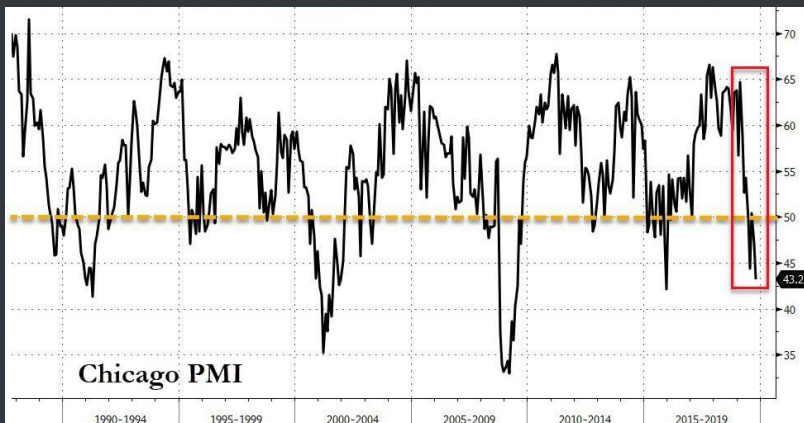
KORTE TERMIJN

Negatieve punten :

- China – VS handelsoorlog
- Geografische politieke onzekerheid leidt tot lagere ondernemingsinvesteringen
- Productiviteit groeit amper waardoor reële groei beperkt blijft
- Centrale banken hebben geen munitie om toekomstige recessie te keren / fiscale maatregelen staan open maar veel overheden hebben te veel schulden
- Negatieve rentes eten de winsten op van het bancaire stelsel en verzekeraars waardoor deze zwak blijven
- Waarderingen van financiële waarden en onroerend goed historische hoog

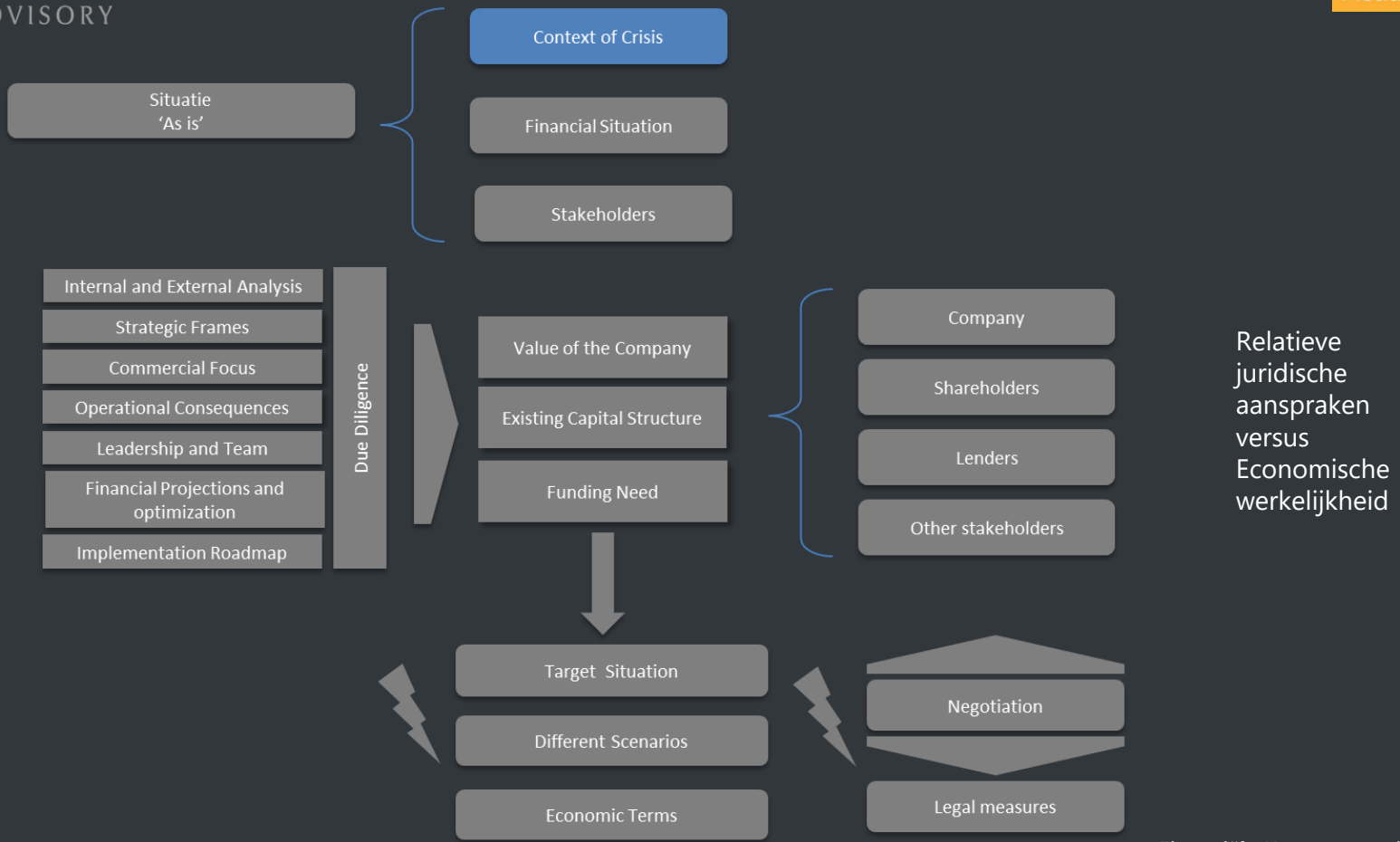
Positieve punten :

- Arbeidsmarketen gespannen waardoor men inkomenszekerheid hoog is
- Consumenten bestedingen nog hoog





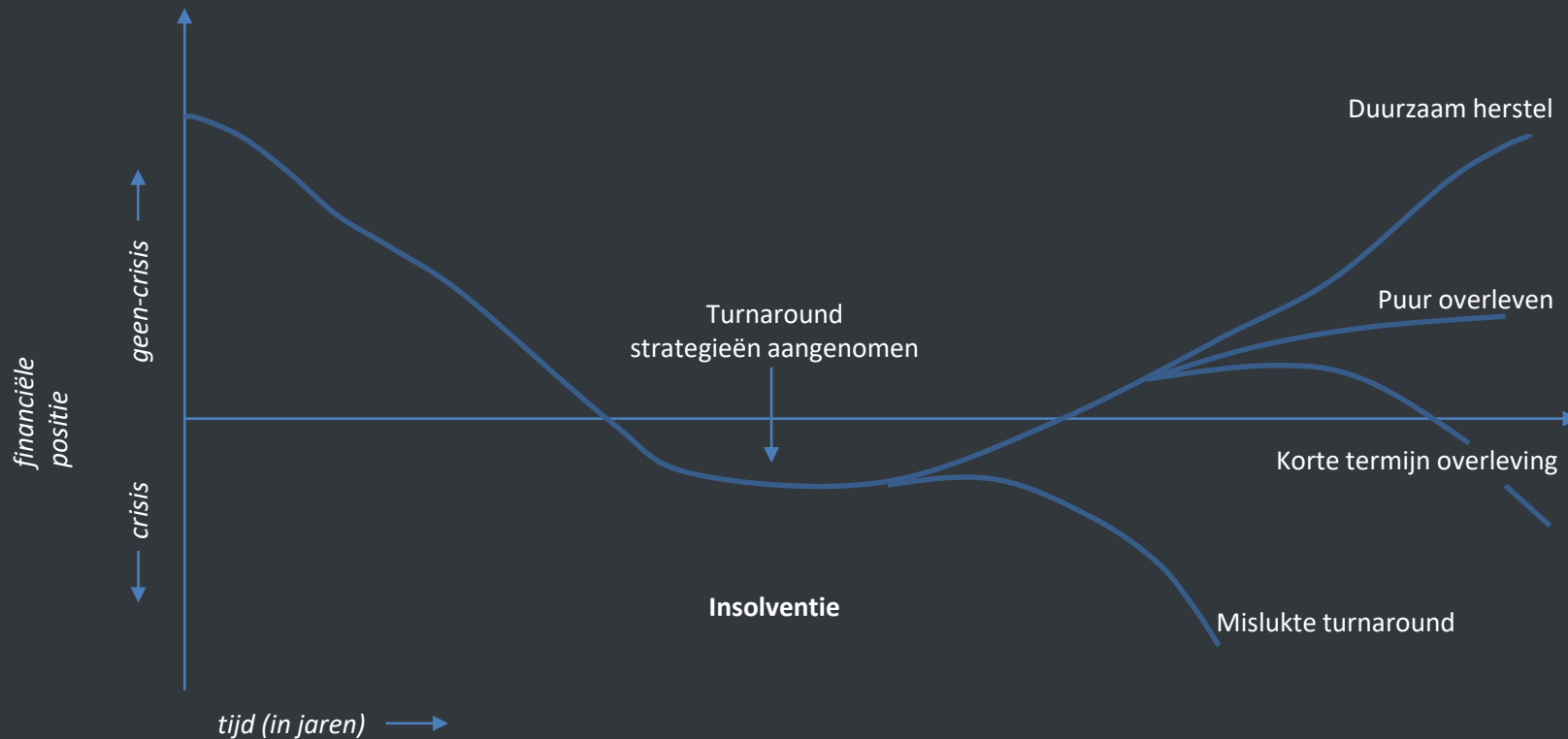
CONTEXT WAARIN DE FINANCIËLE HERSTRUCTURERING ZICH AFSPEELT




BELEMMERENDE FACTOREN VOOR HERSTEL



CONTEXT VAN EEN FINANCIËLE HERSTRUCTURERING



REDENEN WAAROM EEN ONDERNEMING IN EEN NEERGANG KOMT

Interne oorzaken	Externe oorzaken
1. Slecht management	11. Veranderende marktvraag
2. Onvoldoende financiële controle	13. Concurrentie
3. Slechte beheersing werkkapitaal door management	14. Ongunstige bewegingen grondstofprijzen
4. Hoge kosten	 <p>The image shows two book covers. The top one is 'Turnaround Management' edited by Prof. dr. Jan Adriaanse, Dr. Dick van Offelen, and Prof. dr. Jean Pierre van der Rest. The bottom one is 'Recht en Praktijk Insolventierecht' from Wolters Kluwer InsR7.</p>
5. Gebrek aan marketinginspanning	
6. Overtrading	
7. Grote projecten	
8. Acquisities	
9. Financieel beleid (Leveraged Finance)	
10. Organisatorische traagheid en verwarring	

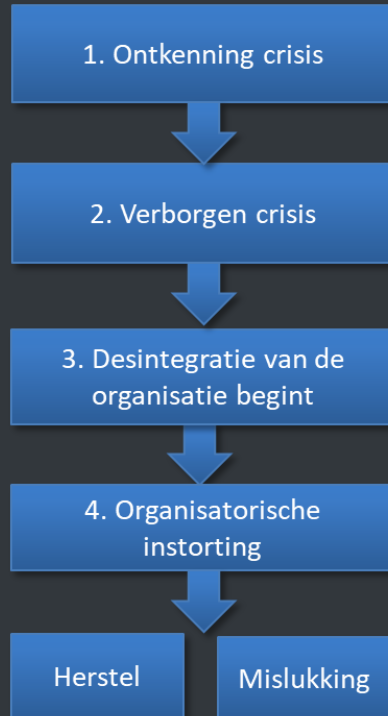
REDENEN WAAROM EEN ONDERNEMING IN EEN NEERGANG KOMT

	Schendel <i>et al.</i>	Bibeault	Slatter	Thain and Goldthorpe	Grinyer <i>et al.</i>	Gopal	Gething
Intern							
Slecht management	√	√	73%	√	√	√	84%
Onvoldoende financiële controle		√	75%	√	√	√	60%
Hoge kostenstructuur	√		35%	√	√		56%
Slechte marketing	√		22%	√	√		20%
Grote projecten	√		17%	√	√		20%
Acquisities			15%				72%
Financieel beleid			20%	√		√	84%
Extern							
Veranderingen in de marktvaart	√	√	33%	√	√	√	68%
Concurrentie	√	√	40%	√	√	√	44%
Ongunstige bewegingen grondstofprijzen	√	√	30%	√		√	20%
Overheidsbeleid	√	√					
Stakingen		√					
Pech		√				√	

ONTWIKKELINGSFASE VAN EEN CRISIS

Fases

Typisch gedrag in organisaties



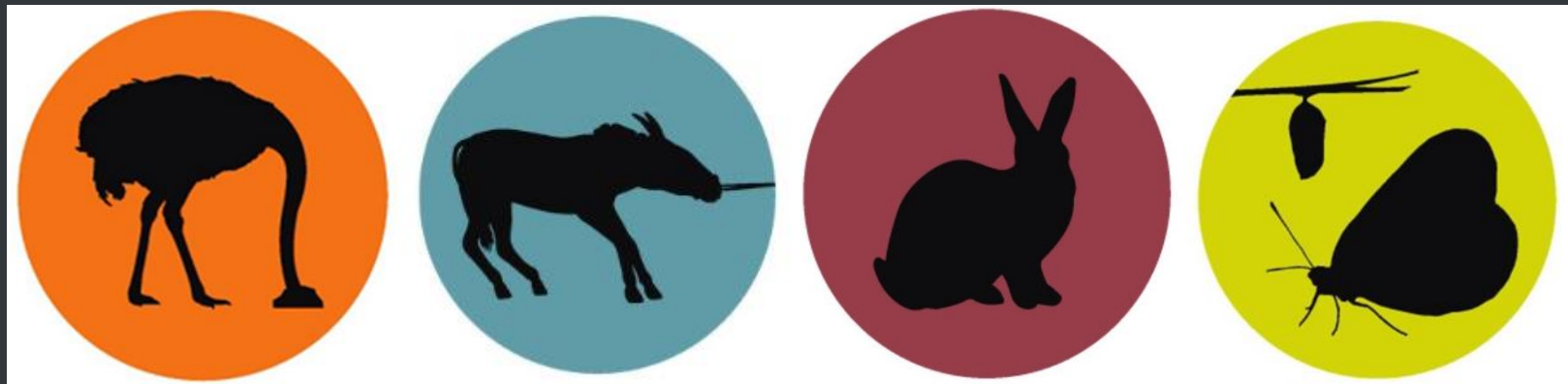
Zelfgenoegzaamheid: signalen volledig over het hoofd gezien.

Crisis weggeredeneerd; geloof dat het zal verdwijnen; geen noodzaak voor actie.

Sommige maatregelen worden genomen, maar noodzaak van actie onderschat.

Onvermogen om actie te ondernemen.

GEDRAG VAN MENSEN



Deny

Resist

Accept

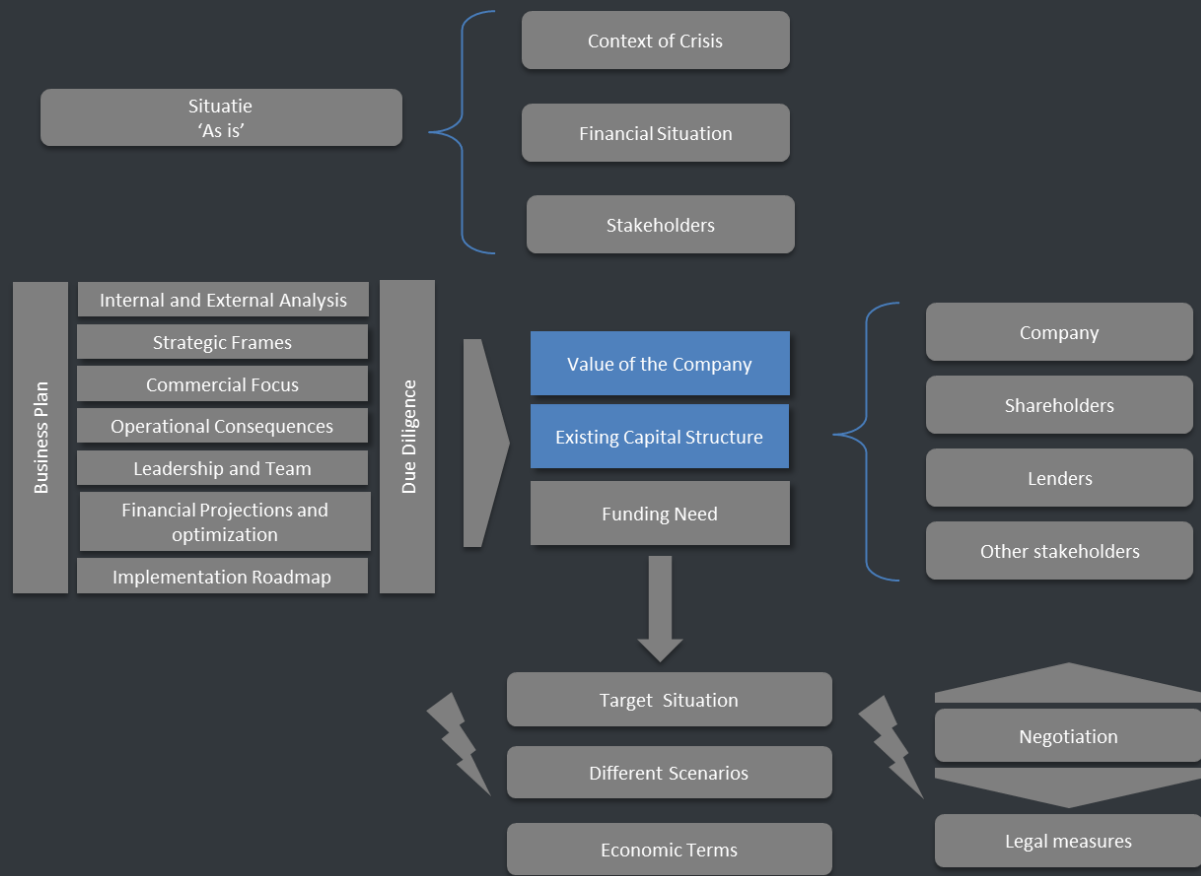
Act

GENERIEKE TURN AROUND STRATEGIEËN

Zeven Belangrijkste Ingrediënten	Generieke turn around strategieën
1. Crisis Stabilisatie	<ul style="list-style-type: none"> • De controle nemen • Cash management • Verlagen van het vermogen • Kortlopende financieringen • Eerste stap kostenreductie
2. Leiderschap	<ul style="list-style-type: none"> • Verandering van CEO • Verandering van ander senior management
3. Ondersteuning van belanghebbenden	<ul style="list-style-type: none"> • Communicatie
4. Strategische Focus	<ul style="list-style-type: none"> • Herdefiniëren core business • Desinvestering en vermogensverlaging • Product-markt heroriëntatie • Verkleinen • Uitbesteden • Investeren
5. Organisatieverandering	<ul style="list-style-type: none"> • Structurele veranderingen • Verandering sleutelfiguren • Betere communicatie • Opbouwen betrokkenheid en mogelijkheden • Nieuwe arbeidsvoorwaarden
6. Kritische procesverbeteringen	<ul style="list-style-type: none"> • Verbeterde sales en marketing • Kostenreductie • Kwaliteitsverbeteringen • Betere responsiviteit • Betere informatie- en controlesystemen
7. Financiële herstructurering	<ul style="list-style-type: none"> • Herfinanciering • Verlagen van het vermogen



CONCEPTUEEL OVERZICHT VAN EEN KAPITAALSTRUCTUUR



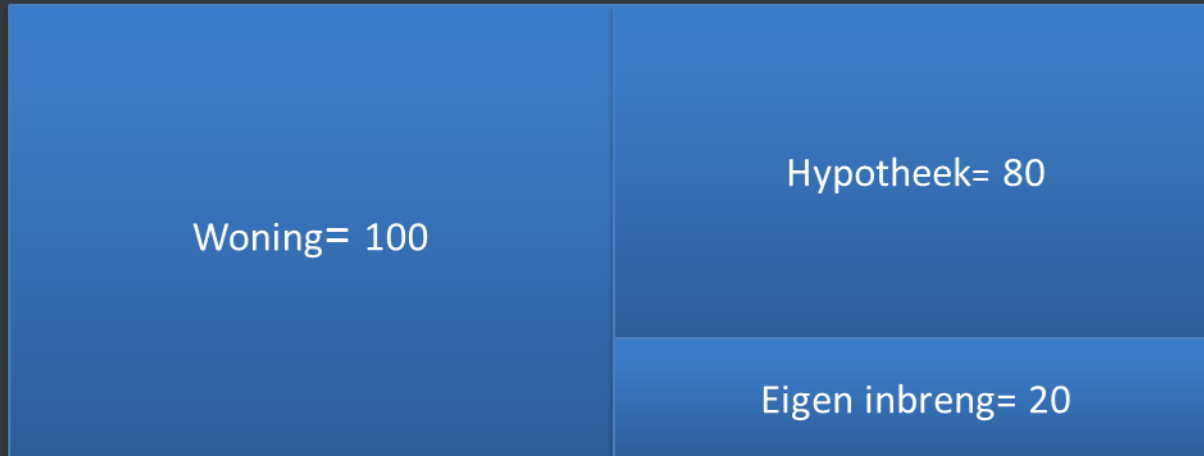
Relatieve juridische aanspraken versus Economische werkelijkheid

WAARDE EN OPBOUW VAN KAPITAALSTRUCTUUR

Eenvoudig voorbeeld met als doel:

Boekhoudkundige waarde verschilt van werkelijke waarde
Simplistische benadering van opbouw van kapitaalstructuur

UITLEG DOOR MIDDEL VAN HET KOPEN VAN EEN HUIS



BOEKHOUDKUNDIGE WAARDEN GELIJK AAN MARKTPRIJZEN

Boekhoudkundig

Operationeel kapitaal= 1000	Leningen = 500
	Eigen Vermogen = 500

Marktwaarde

Waarde Operationeel kapitaal =1000	Waarde Leningen = 500
	Waarde Eigen vermogen = 500

Materiele vaste activa	950	Eigen vermogen	500
Kasgelden	<u>50</u>	Leningen	<u>500</u>
Totaal	1000		1000

	Hoeveelheid	Prijs	Waarde
Aandelen	100	5	500
Leningen	500	100%	<u>500</u>
Totaal			1000

AANDELENUITGIFTE EN STIJGING VAN DE AANDELENPRIJS VAN 5 NAAR 7.5

Boekhoudkundig

Operationeel kapitaal = 1150	Leningen = 500
	Eigen vermogen = 650

Markt

Waarde operationeel kapitaal=1400	Waarde Leningen = 500
	Waarde aandelenkapitaal = 900

Materiele vaste activa	950	Eigen vermogen	650
Kasgeld	<u>200</u>	Leningen	<u>500</u>
Totaal	1150		1150

	Hoeveelheid	Prijs	Waarde
Aandelen	120	7,50	900
Leningen	500	100%	<u>500</u>
Totaal			1400

HOOG GESPANNEN VERWACHTINGEN AANDELENPRIJS STIJGT!

Boekhoudkundig

Operationeel kapitaal = 1150	Leningen = 500
	Eigen vermogen = 650

Markt

Waarde operationeel kapitaal = 1700	Waarde leningen = 500
	Waarde aandelenkapitaal = 1200

Materiele vaste activa	950	Eigen vermogen	650
Kasgelden	<u>200</u>	Leningen	<u>500</u>
Totaal	1150		1150

	Hoeveelheid	Prijs	Waarde
Aandelen	120	10	1200
Leningen	500	100%	<u>500</u>
Totaal			1700

DISTRESS....

Boekhoudkundig

Operationeel kapitaal = 1150	Leningen = 500
	Eigen vermogen = 650

Markt

Waarde operationeel kapitaal = 324	Waarde leningen= 300
	Waarde aandelenkapitaal= 24

Materiele vaste activa	950	Eigen vermogen	650
Kasgelden	<u>200</u>	Leningen	<u>500</u>
Totaal	1150		1150

	Hoeveelheid	Prijs	Waarde
Aandelen	120	0.20	24
Leningen	500	60%	<u>300</u>
Totaal			324

WAARDERING VAN DE ONDERNEMING

Situatie 'As is'

- Context of Crisis
- Financial Situation
- Stakeholders

Business Plan	Internal and External Analysis	Due Diligence
	Strategic Frames	
	Commercial Focus	
	Operational Consequences	
	Leadership and Team	
	Financial Projections and optimization	
	Implementation Roadmap	

Value of the Company
Existing Capital Structure
Funding Need

- Company
- Shareholders
- Lenders
- Other stakeholders

Relatieve juridische aanspraken versus Economische werkelijkheid

Target Situation
Different Scenarios
Economic Terms

Negotiation
Legal measures

WAARDEBEPALING EN FINANCIERINGSBEHOEFTE

Waarom is deze kennis relevant voor jullie?

- Herstructureren is herverdelen van de koek maar hoe groot is de koek?
- Inzicht in de waarde ontwikkeling van belang om exit en rendement te bepalen.
- Business plan zal richting geven aan de mogelijkheid van de onderneming om kasstroom te genereren en welke behoefte er bestaat aan nieuw geld.
- Kasstromen geven indicatie van mate waarin leningen en rentes kunnen worden betaald.
- Verwachte kasstroom generatie is belangrijke pijler voor de waarde van de onderneming.
- Risico's die gepaard gaan met de kasstroom generatie bepaalt mede de waarde van de onderneming.

WAARDEBEPALING VAN EEN ONDERNEMING

Methodiek van waarden van onderneming (activiteiten):

- Op basis van verwachte toekomstige kasstromen
- Op basis van waardering (prijsstelling) van vergelijkbare objecten (markt en recente transacties)

WAARDEBEPALING BIJ GESCHILLEN

Tegengestelde belangen leidt vaak tot verschil in zienswijze over waarde

“One expert plus one expert equals no expert”

“Een van de grootste misverstanden over waarde is dat men van mening is dat er sprake is van één objectieve waarde.

Waarde is echter subjectief en afhankelijk van verwachtingen.”

“Geobjectiveerde subjectiviteit grond voor verschillende visies over waarde”

WAARDEBEPALING BIJ GESCHILLEN

In welke context vindt de waardering plaats?

Wat is het waarderingsobject : ondernemingswaarde of reorganisatiewaarde? Groep of individuele entiteiten?

Waarde definitie

Waarderingsdatum

Waarderingsmethodiek

Going concern versus liquidatie waarde? Stand alone?

Markt conformiteit en Financierbaarheid

WELK INSTRUMENT WORDT GEWAARDEERD?



Analyse van toekomstig verwachte kasstromen

Maatstaf voor de toekomstig verwachte kasstromen ook wel kengetallen (multiples)

WAARDEBEPALING BIJ GESCHILLEN

Waardedefinitie

- Waarde in het economisch verkeer : De prijs die door de meestbiedende gegadigde zou worden betaald bij verkoop van die aandelen op de daarvoor meest geschikte wijze na de beste voorbereiding¹.
- Fair Market Value : the price agreed upon between a hypothetical willing buyer and a hypothetical willing seller
- Fair Value : the price that is equally fair to all buyers and sellers and owners of the subject business enterprise
- Investment value : the price that a particular buyer will pay given an predetermined set of investment risks and expected return criteria
- Synergistic / Strategic value : the price that a buyer will pay assuming certain expected post acquisition vertical/ horizontal synergies and economies of scale

¹ : Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 30 juli 2008, JOR 2008/197 (Euronext) inzake uitkoopprocedure en Gerechtshof Amsterdam (Ondernemingskamer) 16 februari 2010, JOR 2010/96 (Hooymans).

Waarderingsaannames : going concern / financierbaarheid /stand alone

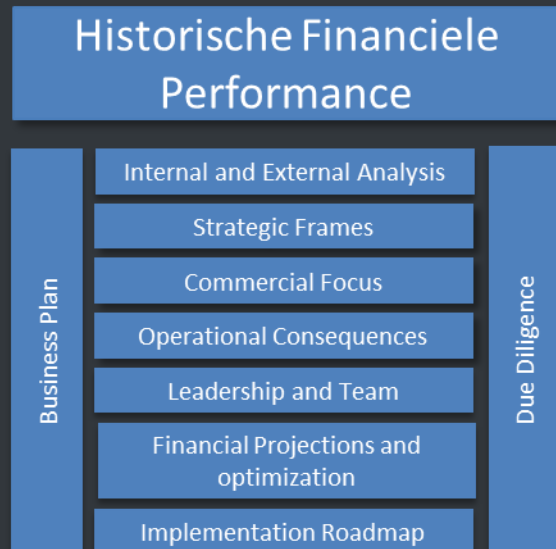
WAARDEBEPALING BIJ GESCHILLEN

Aandachtsgebieden bij de waardering:

- Hoe wordt het risico van het plan/ financiële prognoses ingeschat?
- Waarderingen komen veelal tot stand aan de hand van het disconteren van toekomstige onzekere kasstromen (discounted cash flow)
- De disconteringsvoet geeft de risico perceptie van de waardeerder weer (die hij veelal doormiddel van historische data nader tracht te objectiveren)
- Inzicht in haalbaarheid van de levensvatbaarheid is dus een must.
- Wordt de deskundige niet onverhoopt genoodzaakt om een independent business review uit te voeren:
 1. wat heeft er toe geleid dat de onderneming (oorzaak gevolg analyse)
 2. strategische analyse
 3. concurrentie analyse
 4. korte termijn actie plan
 5. beoordeling management
 6. en zo verder.

WAARDEBEPALING VAN EEN ONDERNEMING

Toekomst?



Kwalitatieve test voor het maken van een prognose en likelihood van executie

Strategisch kader: Porter / Confrontatiematrix / Markt bewegingen / Prijs elasticiteit

Optie analyse en sensitiviteit voor value drivers

WINST EN VERLIESREKENING/ BALANS EN KASSTROOM

Profit and Loss statement	T = 1	T = 2
Revenues	200,000	300,000
COGS	30,000	45,000
Gross Profit	170,000	255,000
Operational Expenses	100,000	150,000
EBITDA	70,000	105,000
Depreciation / Amortisation	20,000	25,000
EBIT	50,000	80,000
Financial Expenses	30,000	30,000
EBT	20,000	50,000
Corporate Income Taxes	8,000	20,000
Earnings	12,000	30,000

Cash Flow Statement	T=2
EBITDA	105,000
Delta NWC	-15,000
Taxes	-20,000
Capital Expenditure (CAPEX)	-50,000
Cash Flow Available for Financing	20,000
Financial Expenses	-30,000
Cash Flow	-10,000
Bank Account open	-30,000
Change	-10,000
Bank Account close	-40,000

Fixed Assets	T=1	T=2
Open		50,000
Capital Expenditure		50,000
Depreciation	-20,000	-25,000
Close	50,000	75,000

Balance Sheet	T = 1	T = 2	Delta t=1 and t=2
Fixed Assets	50,000	75,000	25,000
Inventory	30,000	45,000	15,000
Trade Receivables	50,000	75,000	25,000
Other short term assets	20,000	25,000	5,000
Total assets	150,000	220,000	70,000
Equity	60,000	90,000	30,000
Bank account	30,000	40,000	10,000
Trade Payables	35,000	50,000	15,000
Other current liabilities	25,000	40,000	15,000
Total equity and liabilities	150,000	220,000	70,000

Delta NWC	T=1	T=2	Delta
Inventory	30,000	45,000	15,000
Trade Receivables	50,000	75,000	25,000
Other Short Term Assets	20,000	25,000	5,000
Trade Payables	-35,000	-50,000	-15,000
Other Current Liabilities	-25,000	-40,000	-15,000
Net Working Capital	40,000	55,000	15,000

Cash flows can be categorized by:

- 1) Operational Cash Flows
- 2) Investing Cash Flows
- 3) Financial Cash Flows

The cash flow of a period should equal the change in cash / debt

- 1) Determine EBITDA
- 2) Determine changes in working capital
- 3) Determine payment of corporate income taxes
- 4) Determine Capital Expenditure by making an overview of the changes
- 5) Determine payment of the financial expenses

WINST EN VERLIESREKENING/ BALANS/ KASSTROOM

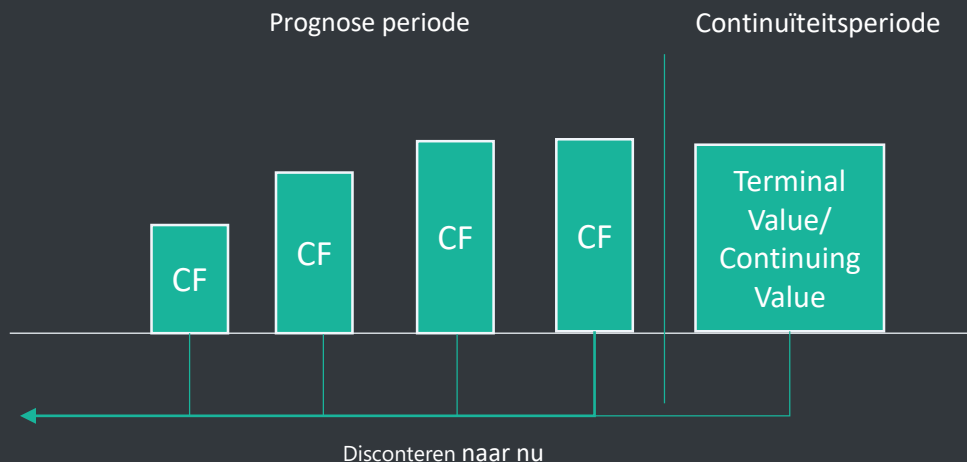
Prognose voor:

- Winstgevendheid en prognose voor winstbelasting
- Investerings en werkkapitaal gebruik bij mate van activiteit
- Financieringsbehoefte en invulling hiervan in de kapitaalstructuur

Verschillende scenario's bij zelfde business plan maar ook testen of alternatieven mogelijk zijn (of de investeringen optimaal rendement leveren)

DISCOUNTED CASH FLOW

Ondernemingswaarde: sommatie van toekomstig verwachte kasstromen naar het heden



$$\begin{aligned} \text{Ondernemingswaarde} &= \\ &= \\ &= \text{Waarde aandelenkapitaal} \\ &= \text{Waarde leningen} \\ &= \text{Overtollige liquiditeiten / activiteiten} \end{aligned}$$

WAT IS DISCONTEREN?

Risico vergoeding van 12.50% per jaar:

Bij aanvang 100 euro

Na een jaar wordt verwacht dat dit 112.50 euro

Na twee jaar wordt verwacht dat dit 126.56 is



Vermenigvuldigd met $1 + 12.50\%$

Vermenigvuldigd met $1 + 12.50\%$

WAT IS DISCONTEREN?

Wat is de waarde van een toekomstige 126.56 euro nu?

WAT IS DISCONTEREN?

Wat is de waarde van een toekomstige 126.56 euro nu?

Lager risico perceptie			Gelijk risico perceptie			Hoger risico perceptie	
104.60			100.00			95.70	
115.06	10.0%		112.50	12.5%		110.05	15.0%
126.56	10.0%		126.56	12.5%		126.56	15.0%

OPBOUW DISCONTERINGSVOET

Systematische risico vergoedingen

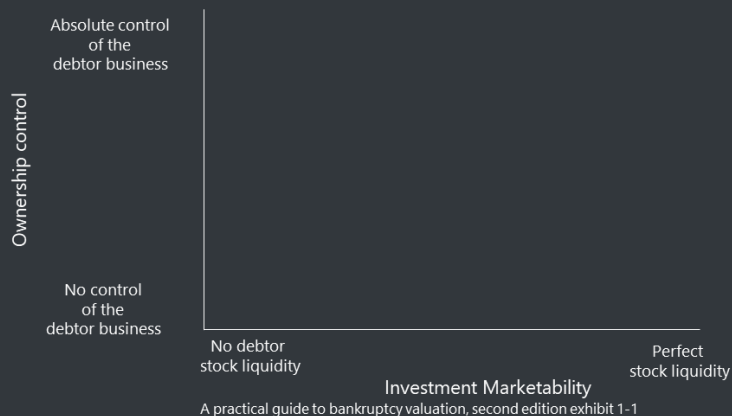
- Risico vrije rente voet (opbouw uit vergoeding voor ruilen / verwachte prijsstijging/daling / landen risico)
- Vergoeding voor het beleggen (markt risico vergoeding)

Onderneming specifieke vergoedingen

- Grootte (zogenoemde size premie)
- Industrie specifieke vergoeding
- Overige risico factoren
 - historische performance
 - management skills en sleutel functies
 - financieringsbereidheid
 - beperkte klanten diversificatie
 - afhankelijkheid van leveranciers
 - mate van concurrentie
 - mate van productontwikkeling
 - Interne organisatie en administratieve organisatie
 - lange termijn relatie met klanten
 - octrooi portefeuille

Distress premie opnemen?

KORTINGEN HANTEREN VOOR BEPALING WAARDE AANDELENKAPITAAL?



Analyse van toekomstig verwachte kasstromen
Maatstaf voor de toekomstig verwachte kasstromen ook wel kengetallen (multiples)

VOORBEELD CASUS

- Onderneming produceert uitlaat systemen voor de automotive industrie
- Onderneming heeft de navolgende financials gedeeld en heeft een prognose afgegeven:

	LY	1	2	3	4	5
Revenues	165,000	169,950	178,448	185,585	191,710	203,212
Variable costs	-90,750	-94,152	-97,789	-102,072	-105,440	-111,767
Gross Margin	74,250	75,798	80,658	83,513	86,269	91,446
Fixed Expenses	-43,750	-42,488	-43,720	-44,540	-46,010	-48,771
EBITDA	30,500	33,310	36,939	38,973	40,259	42,675
Depreciation	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000
Amortisation	-	-	-	-	-	-
EBIT	25,500	28,310	31,939	33,973	35,259	37,675
Fixed Assets begin period		72,612	72,612	72,612	72,612	72,612
Depreciation		-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000
Capex		5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Fixed Assets end of period	72,612	72,612	72,612	72,612	72,612	72,612
<u>Operational Taxes</u>						
EBIT		28,310	31,939	33,973	35,259	37,675
Tax	20%					
Adjusted Taxes		5,662	6,388	6,795	7,052	7,535
<u>Net working capital</u>						
Stock	17,500	18,025	18,926	19,683	20,333	21,553
Trade Receivables	33,000	33,990	35,690	37,117	38,342	40,642
Other Short term Assets	2,000	2,060	2,163	2,250	2,324	2,463
Trade Creditors	-14,000	-14,420	-15,141	-15,747	-16,266	-17,242
Other Short term Liabilities	-2,000	-2,060	-2,163	-2,250	-2,324	-2,463
Total NWC	36,500	37,595	39,475	41,054	42,409	44,953
<i>Delta NWC</i>		<i>1,095</i>	<i>1,880</i>	<i>1,579</i>	<i>1,355</i>	<i>2,545</i>

VOORBEELD CASUS

- Disconteringsvoet is op 10% gesteld
- Met de geprognosticeerde kasstroom is een ondernemingswaarde berekend van **EUR 312.329/k** :

Operational Cash Flows	1	2	3	4	5
EBITDA	33,310	36,939	38,973	40,259	42,675
Delta NWC	-1,095	-1,880	-1,579	-1,355	-2,545
CAPEX	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000
Taxes on operational profit	-5,662	-6,388	-6,795	-7,052	-7,535
Operating Cash Flows	21,553	23,671	25,599	26,852	27,595

Discount Rate	10%
Growth Rate	2%

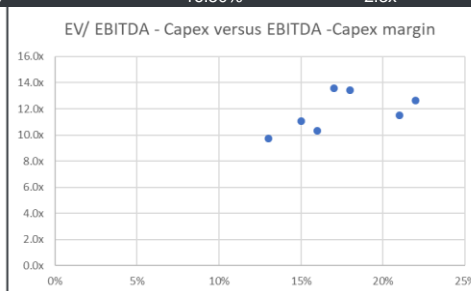
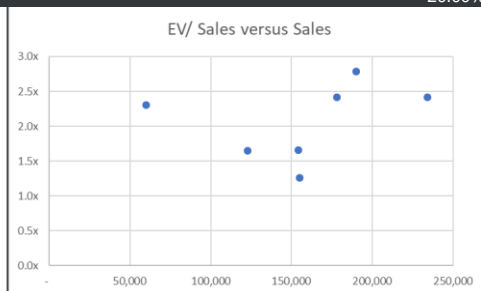
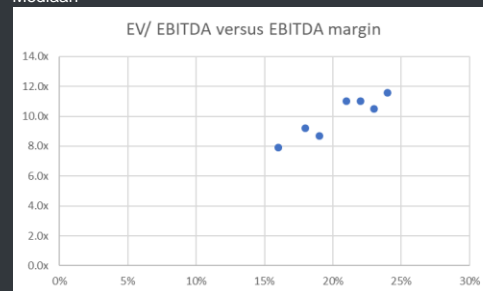
Forecast period	19,593.78	19,562.94	19,233.18	18,340.59	17,134.42
	93,865				

Envisioned CF year 6	
CF year 5	27,595
Growth rate	2%
CF year 6	28,147.06
Continuing Value	351,838.24
PV of CV	218,464
Total Enterprise Value	312,329

VOORBEELD CASUS

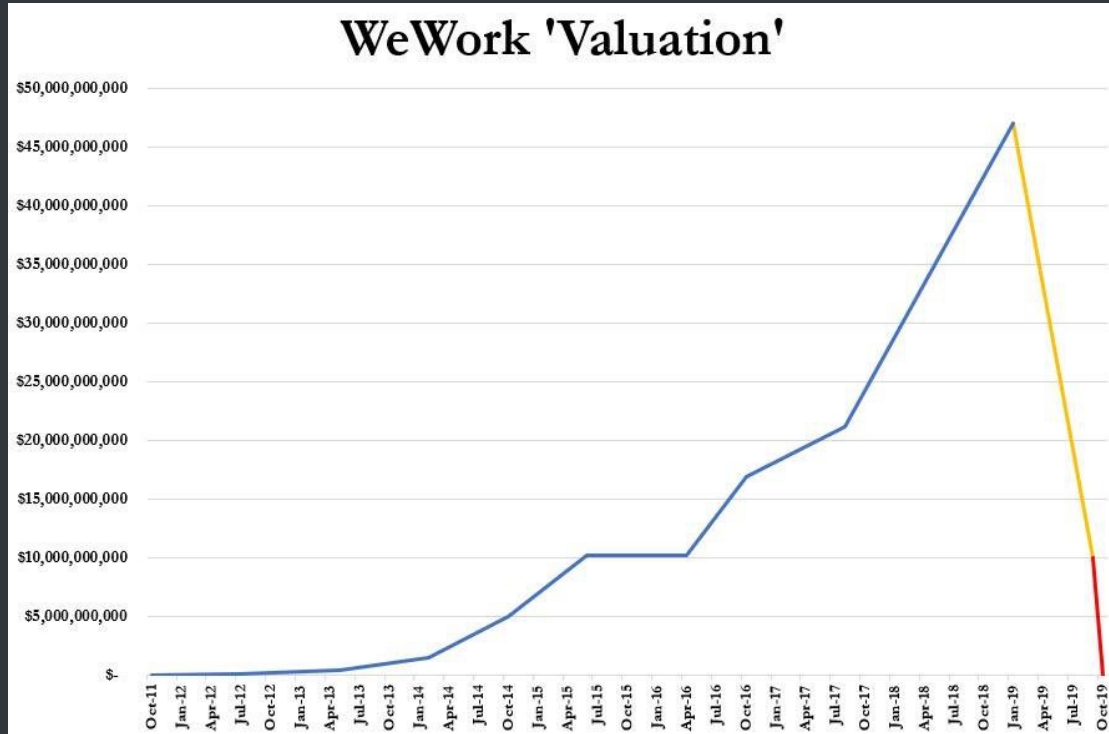
Testen met eerdere transacties en vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen:

	EV	Sales	EBITDA	Capex	EBITDA-Capex	EBITDA margin	EBITDA-CAPEX margin	EV/Sales	EV/ EBITDA	EV/EBITDA-Cape
Target		165,000	30,500	5,000	25,500	18%	15%			
Transaction 1	138,600	60,000	12,600	2,400	10,200	21%	17%	2.3x	11.0x	13.6x
Transaction 2	528,960	190,000	45,600	3,800	41,800	24%	22%	2.8x	11.6x	12.7x
Transaction 3	255,024	154,000	27,720	4,620	23,100	18%	15%	1.7x	9.2x	11.0x
Comparable 1	203,319	123,000	23,370	3,690	19,680	19%	16%	1.7x	8.7x	10.3x
Comparable 2	429,870	178,000	40,940	3,560	37,380	23%	21%	2.4x	10.5x	11.5x
Comparable 3	566,280	234,000	51,480	9,360	42,120	22%	18%	2.4x	11.0x	13.4x
Comparable 4	195,920	155,000	24,800	4,650	20,150	16%	13%	1.3x	7.9x	9.7x
Gemiddeld						20.19%	17.18%	2.1x	10.0x	11.8x
Mediaan						20.00%	16.50%	2.3x	10.5x	11.5x

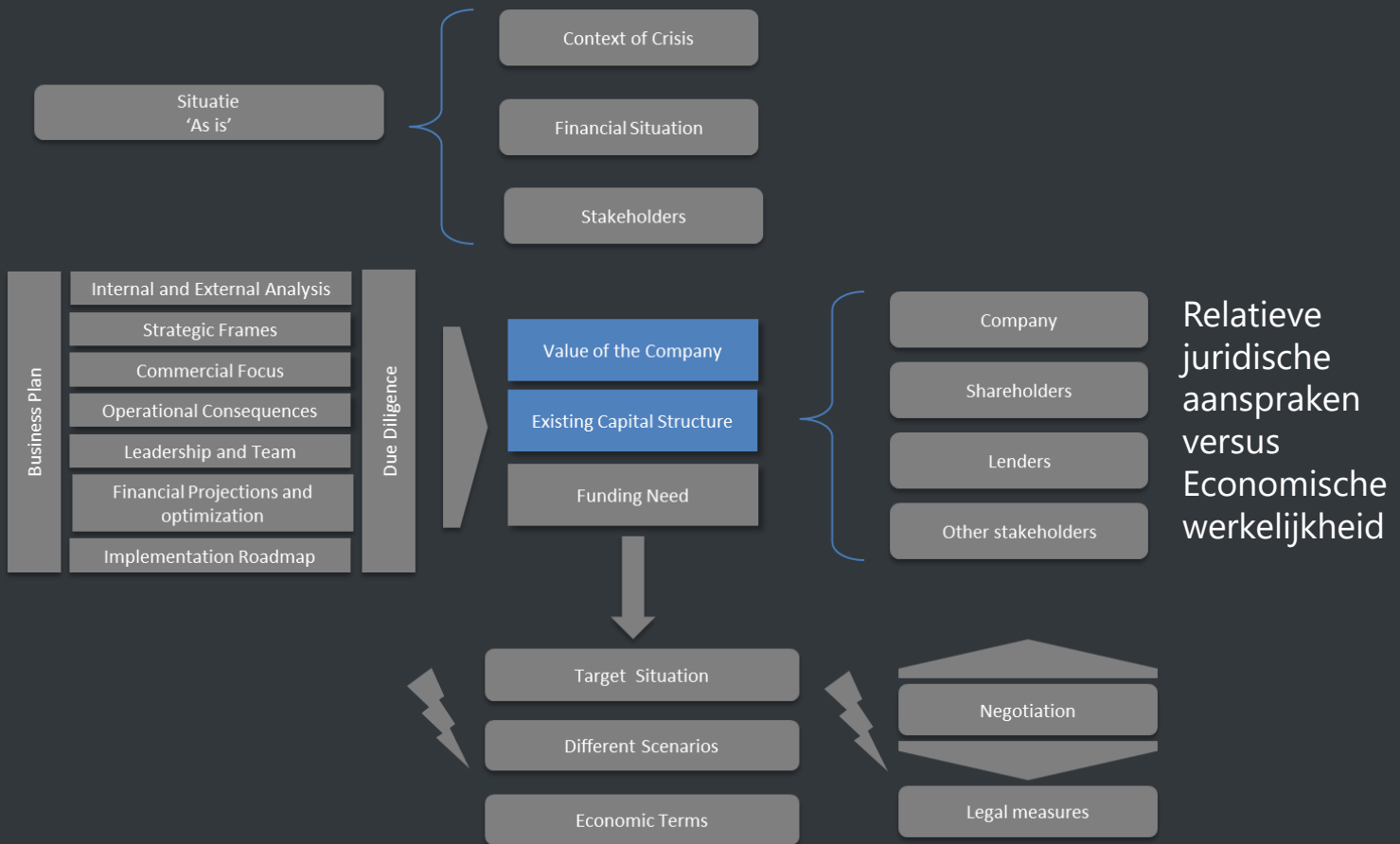


	Gemiddelde	Mediaan
EV Target op basis Sales Multiple	341,833	381,150
EV Target op basis EBITDA Multiple	304,564	320,250
EV Target op basis EBITDA - Capex multiple	299,740	293,250

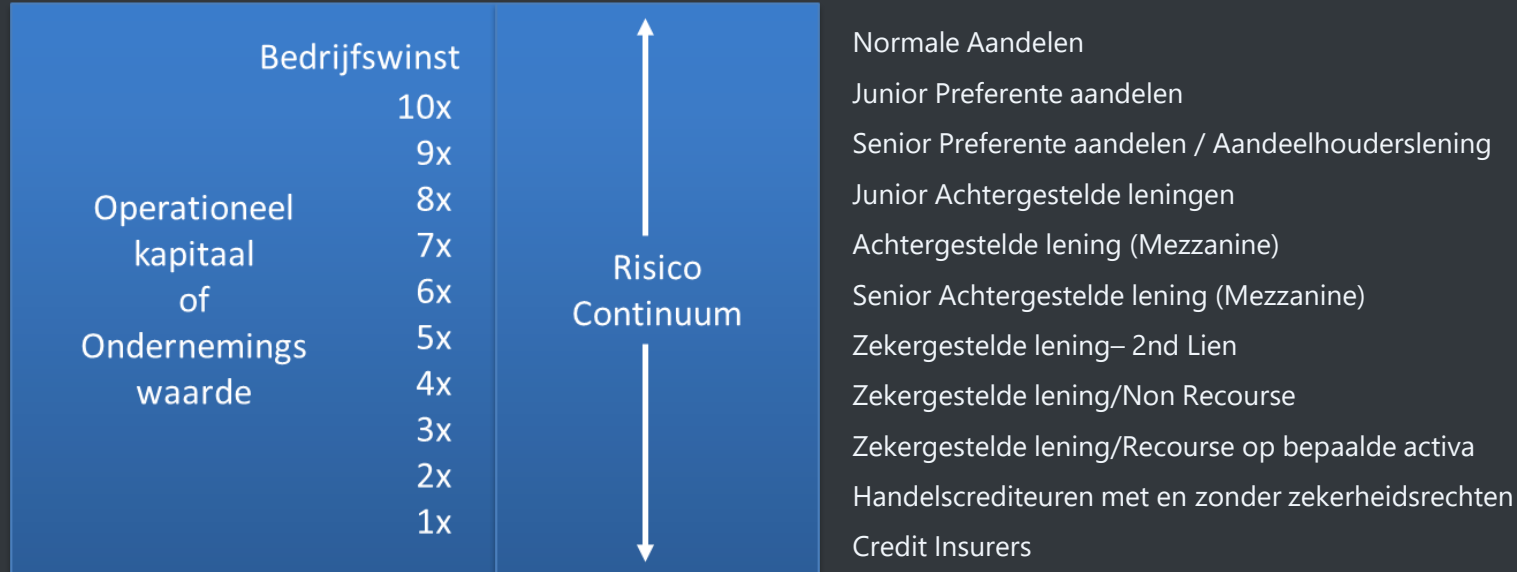
WAARDEREN BLIJFT SUBJECTIEF



VERSCHILLENDE KAPITAALVERSCHAFFERS EN HUN INCENTIVES



OPBOUW VAN DE KAPITAALSTRUCTUUR



KAPITAALINSTRUMENTEN EN DE VERSTREKKERS

Normale Aandelen

Junior Preferente aandelen

Senior Preferente aandelen / Aandeelhouderslening

Investeringsfondsen / Private Equity
Privaat geld

Junior Achtergestelde leningen

Achtergestelde lening (Mezzanine)

Senior Achtergestelde lening (Mezzanine)

Zekergestelde lening– 2nd Lien

Zekergestelde lening/Non Recourse

Zekergestelde lening/Recourse op bepaalde activa

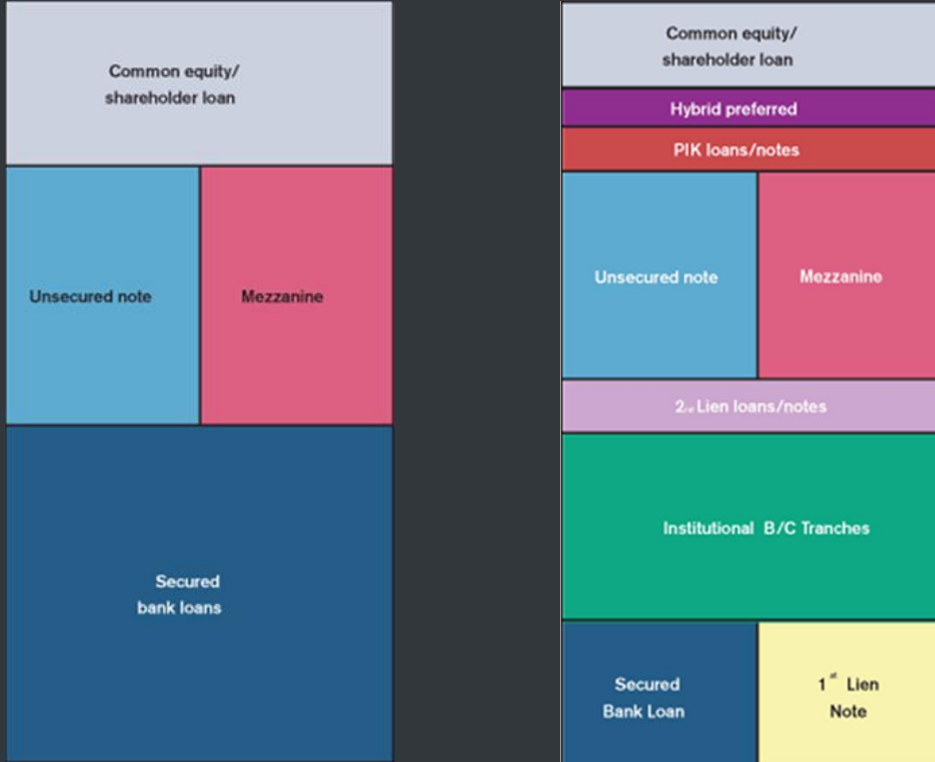
Investeringsfondsen / CLO's

Banken

Risk versus Reward

Twee bank begrippen: Probability of Default en Loss Given Default

COMPLEXITEIT STAKEHOLDERS NEEMT TOE



Lachlan Edwards, IFLR April 2007

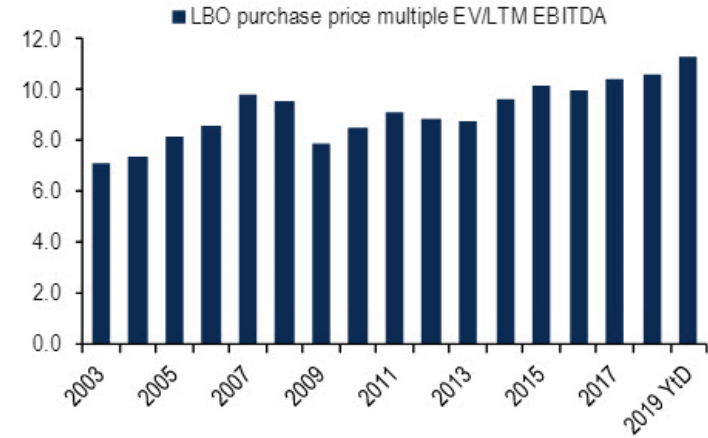
TOTAL TRANSACTION STRUCTURE

Figure 3: LBO debt leverage has averaged 6x this year



Source: S&P Global Market Intelligence

Figure 4: LBOs multiples have averaged 11.3x this year

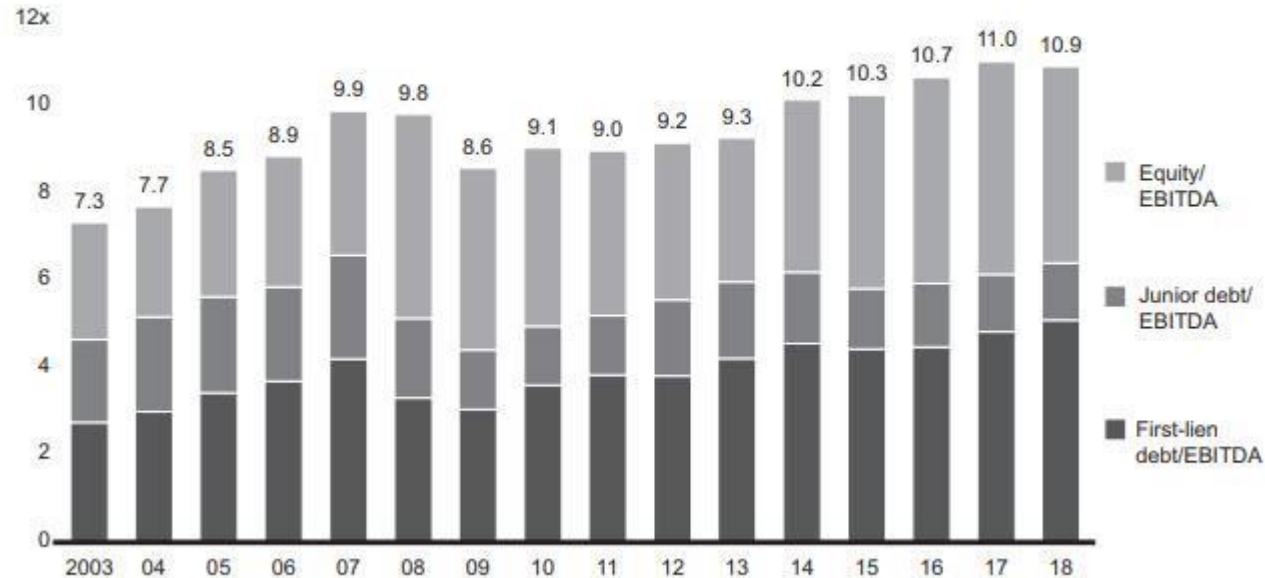


Source: S&P Global Market Intelligence

TOTAL TRANSACTION STRUCTURE

Figure 1.9: The average multiple for US leveraged buyouts continues to hover near record-high levels

Average EBITDA purchase price multiple for US LBO transactions



Source: LPC



TERUG NAAR ONZE CASE 1

ONDERNEMING WORDT VERKOCHT

Uses			Sources		
Goodwill		185,888	Equity		66,785
BV Operating Assets		<u>109,112</u>	Shareholder loan		<u>30,000</u>
Enterprise Value		295,000	9.7x Total contribution sponsor		96,785
					32%
			Mezzanine		25,000
			Second Lien		50,000
			Term Loan A		25,000
			Term Loan B		52,500
			Term Loan C		<u>52,500</u>
Transaction expenses	2.3%	6,785	Total Senior Facilities		130,000
					4.26x
			Total Debt		205,000
					6.72x
Total Uses		<u>301,785</u>	Total Sources		<u>301,785</u>
EBITDA :		30,500			

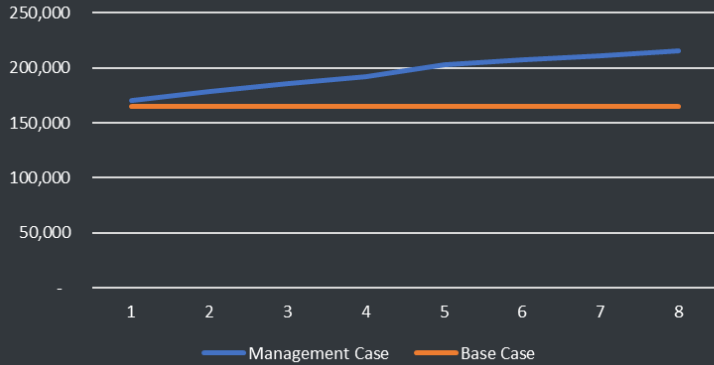
FINANCIERING VOOR OVERNAME

Facility	Total		Facility Type	Maturity	Cash margin	Margin
Term Loan A	25,000	Opco	Amortising	6	1.000	1.000
Term Loan B	52,500	Holdco	Bullet	7	1.500	1.500
Term Loan C	52,500	Holdco	Bullet	8	1.750	1.750
Revolving Credit Facility	17,500	Opco	Revolving			
Second Lien	25,000	Holdco 2	Bullet	9	4.000	
Mezzanine	50,000	Holdco 2	Bullet	9	4.000	3.000

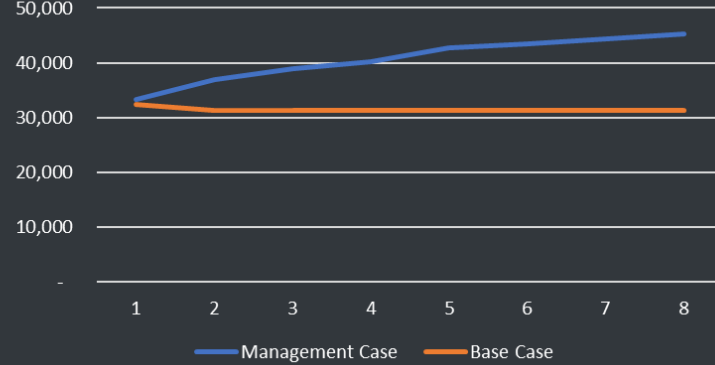
STRUCTURERING VAN DE FINANCIERING

	1	2	3	4	5	6	7	8
Cash flow before Debt Service	19,952	22,072	24,001	25,255	25,997	28,325	29,244	30,202
Cash Interest	-7,006	-6,956	-6,908	-6,862	-6,819	-6,777	-5,525	-4,145
Cash flow available for repayment	12,946	15,116	17,093	18,393	19,179	21,548	23,718	26,057
Repayments	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-52,500	-52,500	-
Cash flow after Debt Service	7,946	10,116	12,093	13,393	14,179	-30,952	-28,782	26,057
Cash conversion Rate	12%	12%	13%	13%	13%	14%	14%	14%
Debt Service Cover Ratio	1.66x	1.85x	2.02x	2.13x	2.20x	0.48x	0.50x	7.29x
Interest Rate Cover Ratio	2.85x	3.17x	3.47x	3.68x	3.81x	4.18x	5.29x	7.29x
Total leverage	6.03x	5.33x	4.96x	4.70x	4.34x	3.08x	1.91x	1.86x
Total net leverage	5.80x	4.85x	4.18x	3.62x	2.99x	2.47x	1.91x	1.33x
Total senior leverage	3.75x	3.25x	2.95x	2.73x	2.46x	1.21x	0.05x	0.00x
Total net senior leverage	3.51x	2.76x	2.18x	1.65x	1.11x	0.59x	0.05x	0.00x
<u>Asset Cover</u>								
Fixed Asset	72,612	72,612	72,612	72,612	72,612	72,612	72,612	72,612
Adv. Rate	64%	46,472	46,472	46,472	46,472	46,472	46,472	46,472
Net Stock	3,605	3,785	3,937	4,067	4,311	4,397	4,485	4,574
Adv. Rate	50%	1,803	1,893	1,968	2,033	2,155	2,242	2,287
Trade receivables	33,990	35,690	37,117	38,342	40,642	41,455	42,284	43,130
Adv. Rate (Eligible TR rate x Adv. Rate)	72%	24,473	25,696	26,724	27,606	29,263	29,848	31,054
Short term assets	2,060	2,163	2,250	2,324	2,463	2,512	2,563	2,614
Adv. Rate	50%	1,030	1,082	1,125	1,162	1,232	1,281	1,307
Total	73,777	75,142	76,289	77,273	79,121	79,774	80,440	81,120
Total Senior Debt	125,000	120,000	115,000	110,000	105,000	52,500	2,008	-
Total Asset cover	59%	63%	66%	70%	75%	152%	4006%	n.a.
PIK Interest	1,000	1,040	1,082	1,125	1,170	1,217	1,265	1,316

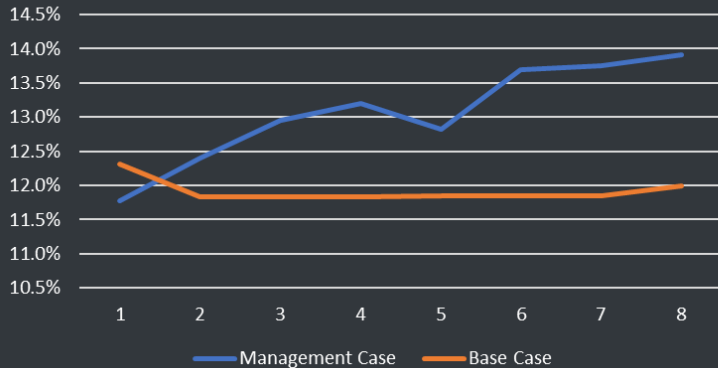
Sales



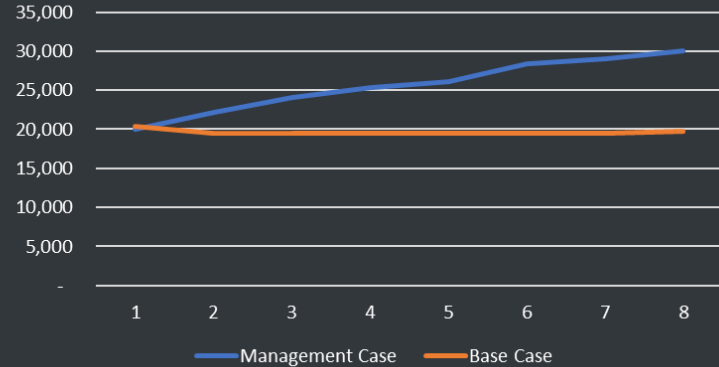
EBITDA



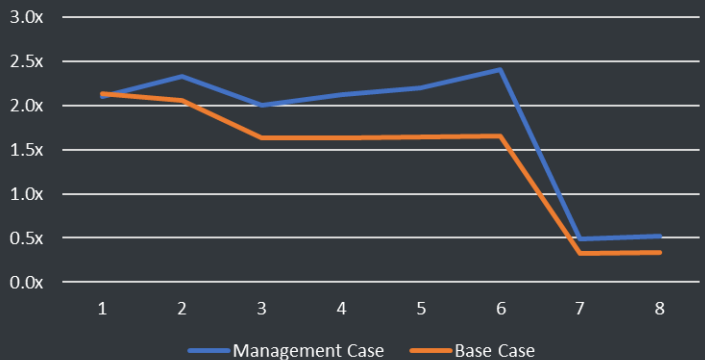
Cash Conversion Rate



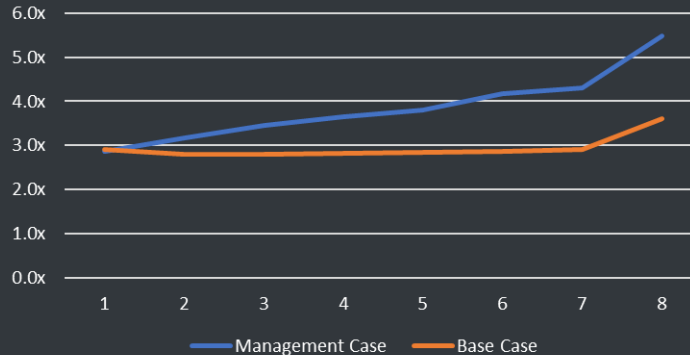
Cash Flow Before Debt Service



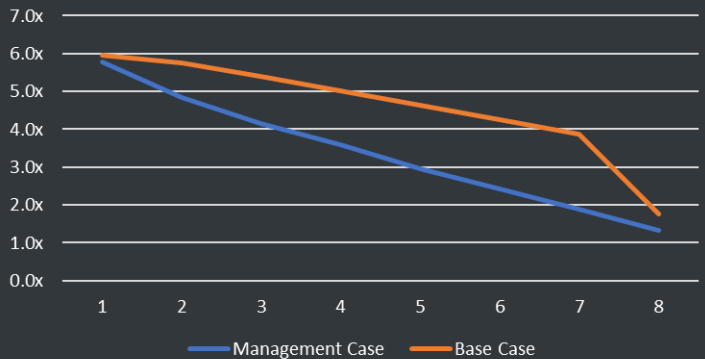
Debt Service Cover Ratio



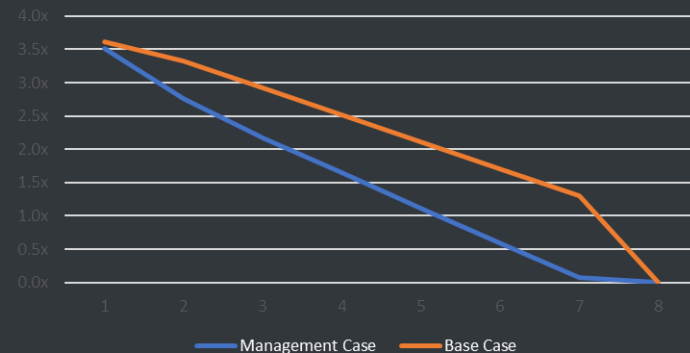
Interest Rate Cover Ratio



Total Net Leverage Ratio

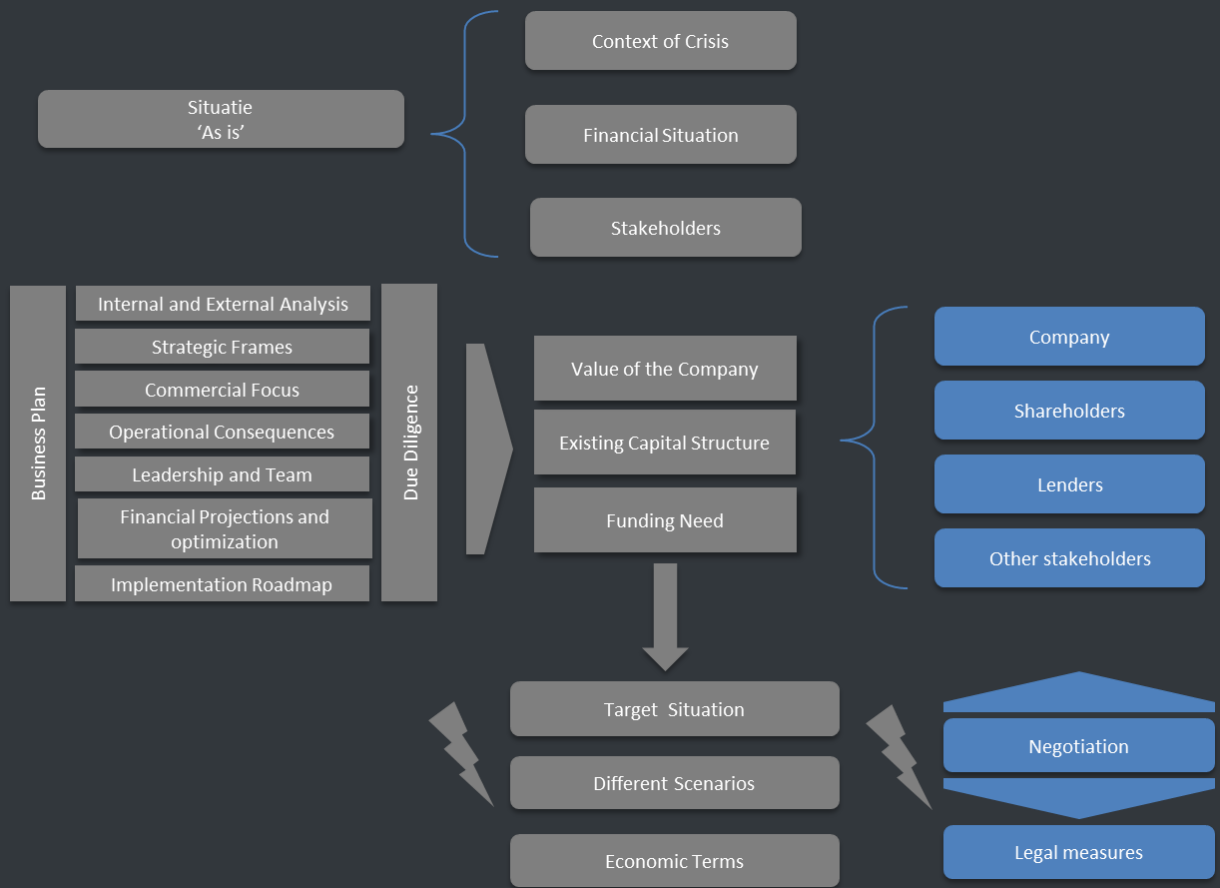


Total Net Senior Leverage Ratio





FINANCIERINGSDOCUMENTATIE



Relatieve juridische aanspraken versus Economische werkelijkheid

LENINGSDOCUMENTEN, LOW END OF THE MARKET

Bankfinanciering

Rekening Courant:

- absolute en relatieve limiet
- tot wederopzegging
- gecommiteerd versus ongecommiteerd
- Rente variabel
- Zekerheden
- Garantie faciliteit en derivaten faciliteit deel ervan

Vaste Lening:

- Vaste periode
 - Midden lang 2-5 jaar
 - Lang > 5 jaar
- Aflossing:
 - Annuïteit
 - Linair
 - Bullit
- Rente vast
- Zekerheden

Factoring van debiteuren

Leasing van machines en auto park

Securitisatie (economische overdracht van de lening)

Derivaten

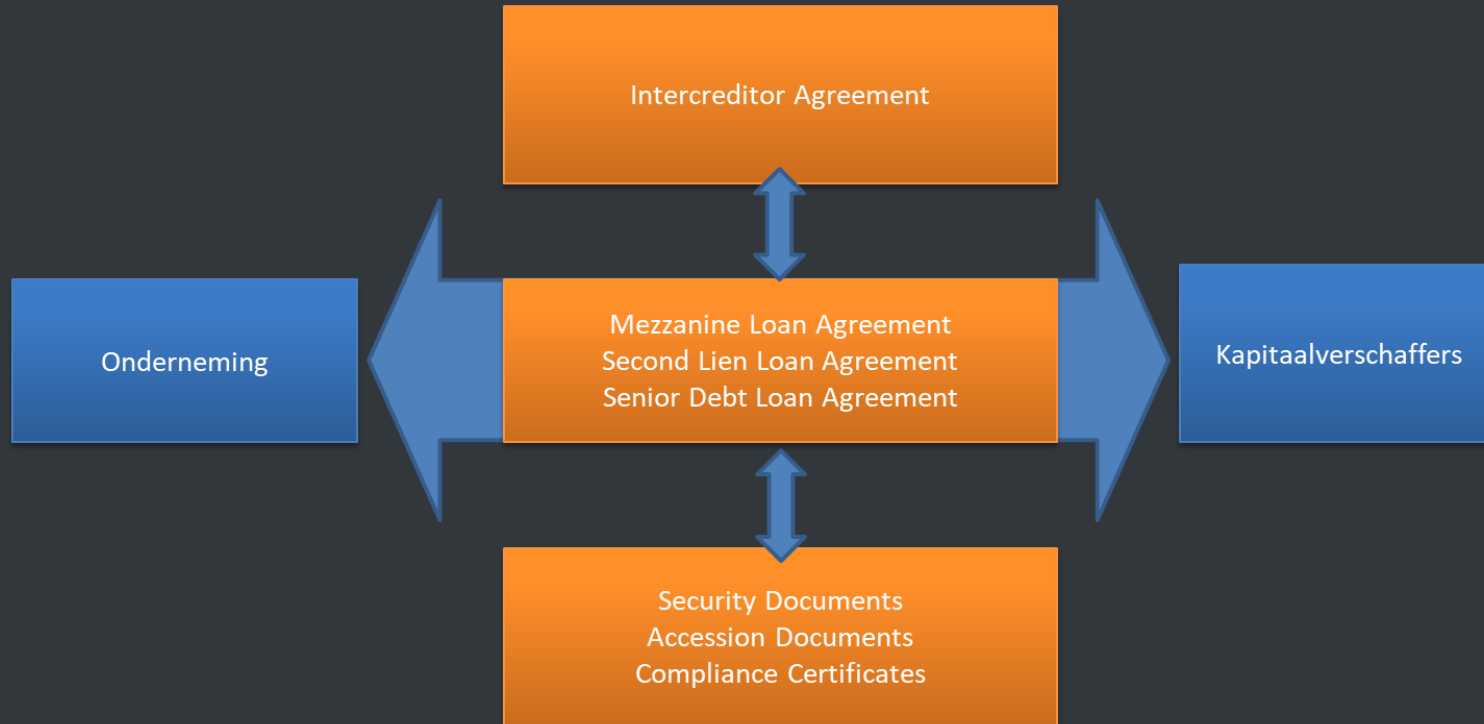
LENINGSDOCUMENTEN, LOW END OF THE MARKET

Kenmerken:

- Bank vaak huisbank en enige verstrekker van vreemd vermogen
- Standaarddocumentatie niet onderhandelbaar
- Indien in financiële moeilijkheden: bijzonder beheer
- Discussie herstructurering tussen bank, management en aandeelhouders van de onderneming
- Zie illustratief:



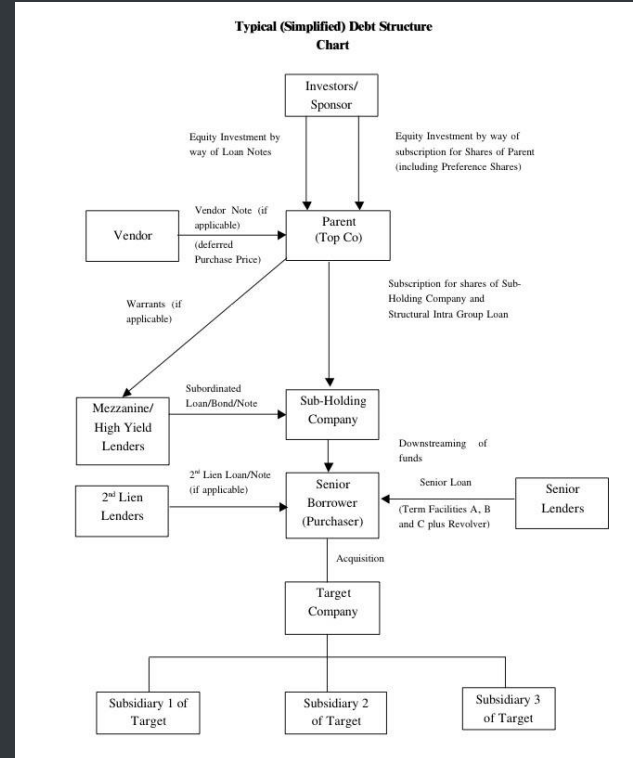
LENINGSDOCUMENTEN, HIGH END OF THE MARKET



LEVERAGED FINANCE DEAL : BORROWERS EN OBLIGORS

GUIDE TO SYNDICATED LEVERAGED FINANCE

http://www.lma.eu.com/uploads/files/Introductory_Guides/Guide_to_Leveraged_Finance.pdf



BELANGENAFWEGING TUSSEN KREDIETNEMER EN VERSTREKKERS

Verschillende belangen bij de opbouw van leningsovereenkomsten:



Kredietnemer: controle (consent niveaus, restricties om te handelen) en *certainty of funds* (liquiditeit)

Kapitaalverschaffers: terugbetalingsmogelijkheden en prioriteit, informatieverstrekking, risicovergoeding voor kapitaalverstrekking, effectiviteit van overeenkomsten

VOORBEELD : OPBOUW VAN DE FACILITEITEN

Facility	Amount	Term	Cash margin	PIK margin	Repayment	Prepayment	Security
Term Loan A	60,000	6 YR	225	0	Yes	No	First priority
Term Loan B	30,000	7 YR	250	0	Bullet	Yes	First priority
Term Loan C	15,000	8 YR	275	0	Bullet	Yes	First priority
Revolving Credit Facility	5,000	6 YR	225	0	Revolving	No	First priority
Second Lien	15,000	9 YR	400	100	Bullet	No	Second priority
Mezzanine	15,000	9 YR	500	800	Bullet	No	Remaining

Figures in EUR 000

Prioriteit van terugbetaling

Aflossingen, cash sweep en vrijwillige aflossingen

Betaling van de uitwinning van zekerheden conform de winterval (p.139 art. 29.6; p275 van de syll)

Rentebetalingen

Cash rente betalingen conform de winterval

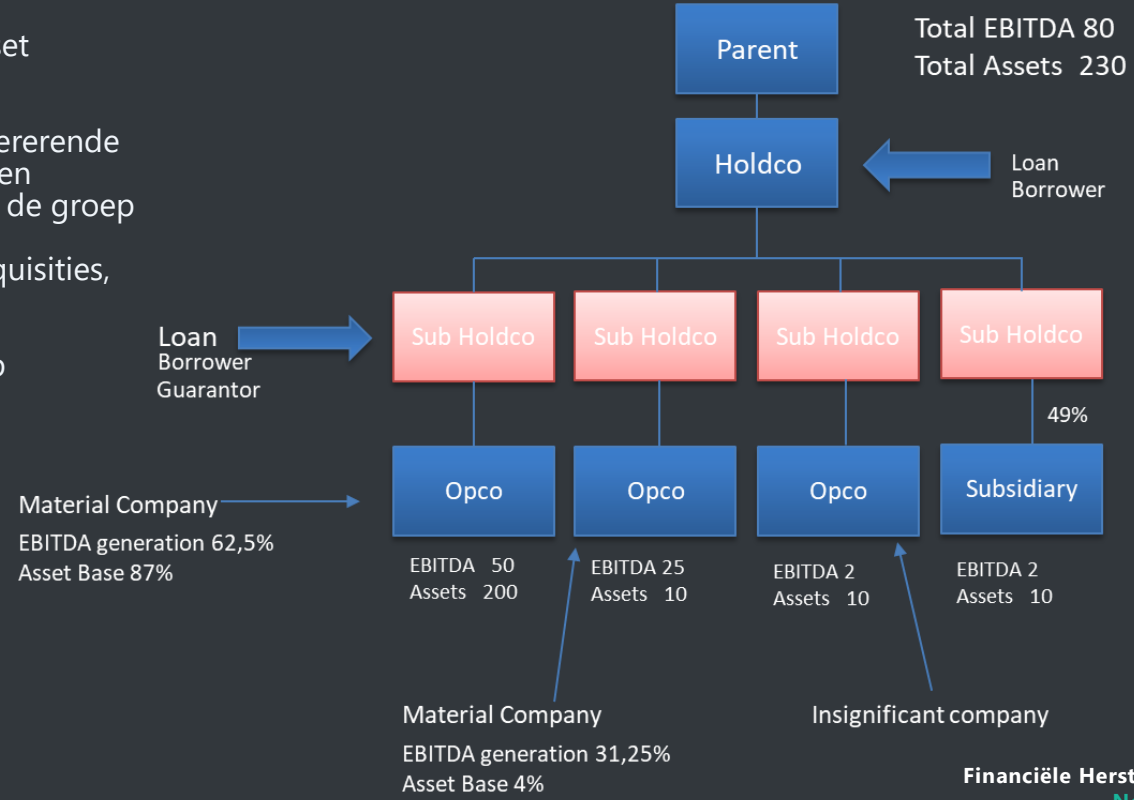
PIK rente wordt bij de hoofdsom opgeteld

BORROWER, GUARANTORS, OBLIGORS, MATERIAL COMPANY

Van belang voor:

- Change of ownership – asset stripping
- Controle voor covenants
- Zorg dat de cash flow genererende entiteiten in de groep blijven
- Zorg dat de zekerheden in de groep blijven
- Cash leaks zoals capex, acquisities, dividend

Versus flexibiliteit van de groep



CONTROL AND CASH LEAKAGES

Controle houden over de middelen die voor aflossing en interest betaling en zekerheden:

Beperkingen opleggen door opleggen van convenanten voor de groep

- Material companies : controle op de groep

- Capex covenant: controle en beperking in uitgave naar investeringen

Beperkingen opleggen in vrijheden voor de groep

- bijvoorbeeld beperking voor acquisitie mogelijkheden, aanwending van verkoop van activiteiten of afsplitsingen, beperkingen in pensioenuitkeringen, aanwending verzekeringsuitkeringen

REPRESENTATION AND WARRANTIES, UNDERTAKINGS AND EVENT OF DEFAULTS

(Repeative) Representation - informatie over de status van de onderneming

Waarom belangrijk voor financiers?

Als niet aan de voorwaarde van de representation is voldaan kan de financier het krediet stop zetten en opeisen of vervroegde terug betaling op te eisen.

Bijvoorbeeld:

- Juridische status
- Beslissingen die door de onderneming genomen worden zijn rechtgeeldig
- Geen conflict met andere overeenkomsten
- Zeggenschap en autoriteit
- Geen misleidende informative
- Geen uitstaande (cross) defaults
- Pari Passu Ranking

REPRESENTATION AND WARRANTIES, UNDERTAKINGS AND EVENT OF DEFAULTS

Undertaking – aan welke informatie verplichting moet worden nagekomen?

Informatieverplichting

bijvoorbeeld aanleveren van financiële overzichten / jaarekeningen

compliance certificates

change of business

change of ownership

Postieve en negatieve covenanten

bijvoorbeeld negative pledge – kredietnemer kan geen zekerheid aan andere schuldeisers verstrekken

maar ook clauses over het netting van saldo's, non dividend

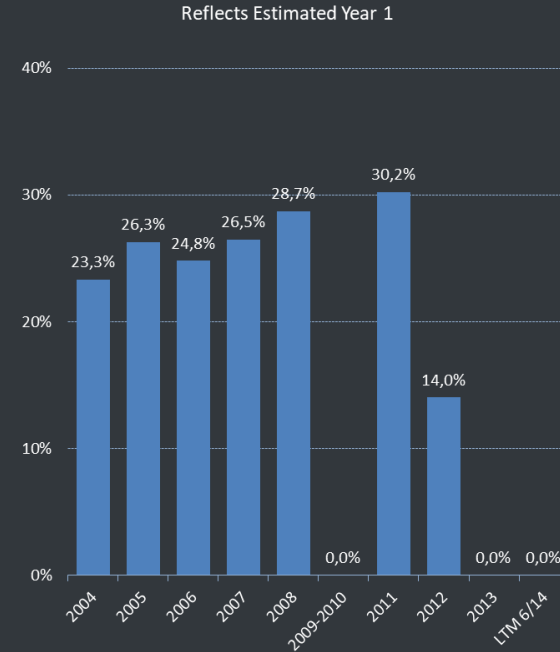
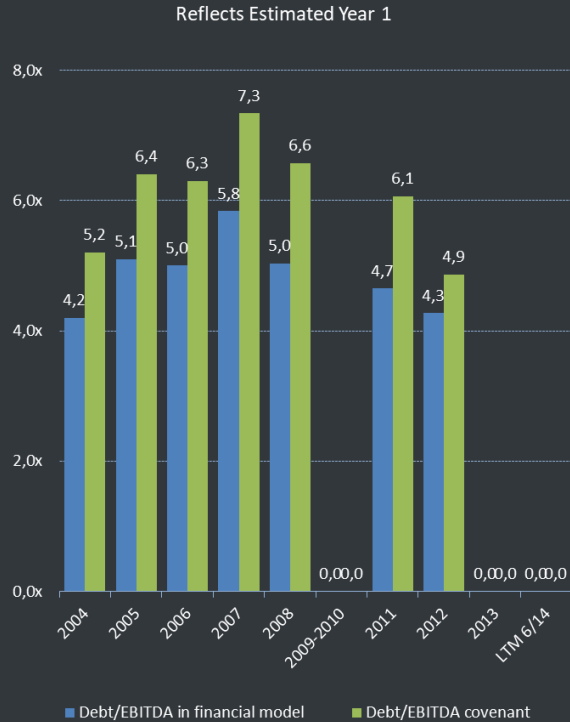
Financiële covenanten

bijvoorbeeld: (net)leverage ratio, debt service cover ratio, interest cover ratio, max Capex, Loan to Value ratio, Gearing Ratio, S ratio e.d.

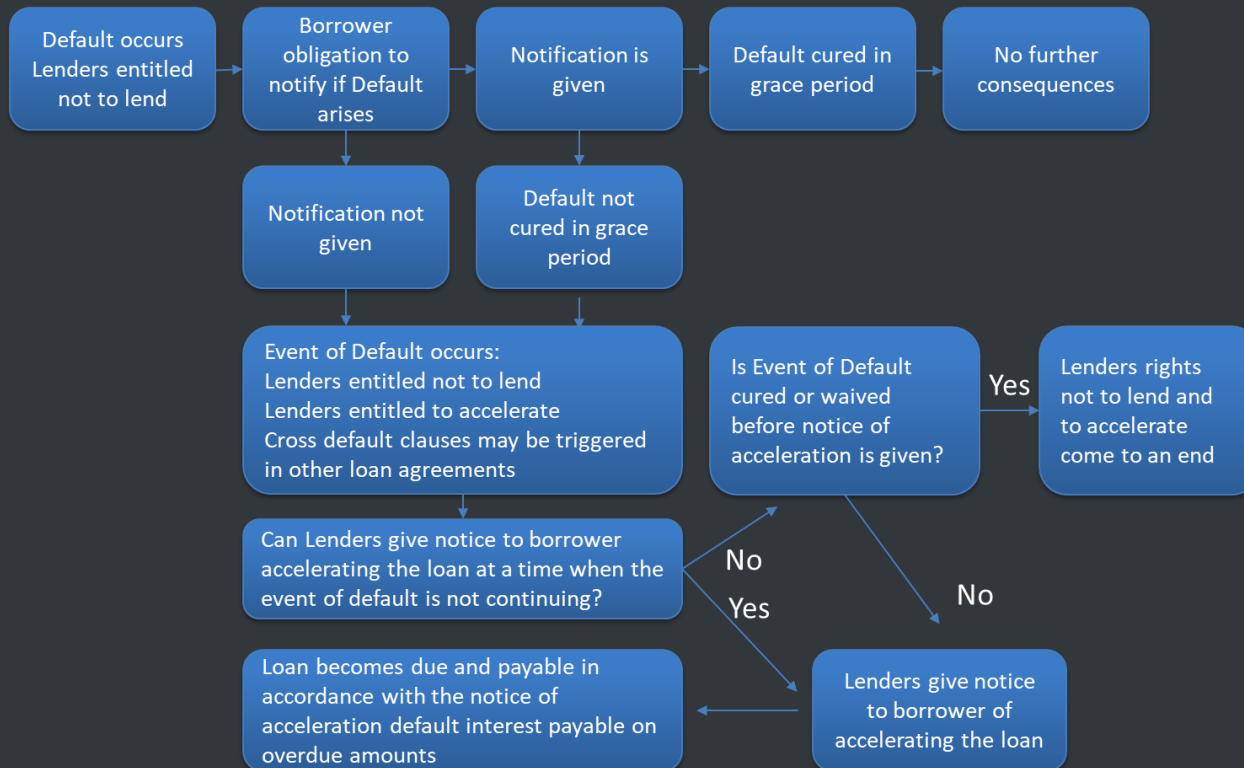
REPRESENTATION AND WARRANTIES, UNDERTAKINGS AND EVENT OF DEFAULTS

Verwacht	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4
Senior Debt	220	190	175	165
Cash	10	15	25	30
Net Senior Debt	210	175	150	135
EBITDA	60,0	62,5	65	67,5
Expected Ratio	3,50	2,80	2,31	2,00
Headroom	15%	15%	15%	15%
Net Senior Leverage covenant	4,025x	3,22x	2,654x	2,053x

FINANCIAL COVENANTS: AVERAGE HEADROOM ON LEVERAGE



FASES NAAR AANLOOP VAN EEN RESTRUCTURING



DEFAULTS, EVENT OF DEFAULTS, BREACHES, CURES AND WAIVERS

Event of Default : Material versus minor EOD

Breach of covenant

- Financial versus undertaking and representation and warranties defaults
- Remedy possible or not

Waivers

- Default, Covenant Resetting, Requests for amendment
- Consent level :
 - material event of default versus minor event of default
 - majority lenders, super majority consensus, consent of
- Fees: consent fee and early bird fee

Cures:

Breach can be remedied (with for instance equity cure (art. 21.4)
(let op replacement of lender p148 art. 35.3;))

Default interest?

Afhankelijk welke kredietverstrekker je bent, is het belangrijk je positie te bepalen

BESLISSINGSNIVEAUS VOOR AANPASSINGEN

- Waiver of breaches / Reservation of rights
- Resetting of covenant
- Repayment rescheduling
- Payment default (repayment or interest)

Welke vorm van **meerderheid of unanimiteit** is nodig om de aanpassingen goed te keuren?

Let op **cross defaults** bij andere leningsovereenkomsten bijvoorbeeld Second Lien en Mezzanine

Wie bepaalt wat: Majority decisions, Super-Majority Decisions, All Lenders consent?

- Vgl. Jol in Insolad 2010 bundel, gedwongen medewerking aan een debt for equity swap: een (on)mogelijkheid?, te vinden op:
[http://www.legalhoudini.nl/images/upload/DES%20artikel%20versie%20concept%2017%20septemberdef\(1\).pdf](http://www.legalhoudini.nl/images/upload/DES%20artikel%20versie%20concept%2017%20septemberdef(1).pdf)
- Let op: verschillende dynamiek: niet alleen tussen de lagen schuld maar door in- en uitstappen ook in dezelfde laag schuld.
- Gevolgen van Debt-buy back en Equity Cure

GOVERNANCE GESYNDICEERDE LENINGEN (II)

41.3 All Lender matters

[Subject to Clause 41.5 (Replacement of Screen Rate), an]/[An] amendment, waiver or (in the case of a Transaction Security Document) a consent of, or in relation to, any term of any Finance Document that has the effect of changing or which relates to:

- a) the definition of "Majority Lenders" in Clause 1.1 (Definitions);
 - b) an extension to the date of payment of any amount under the Finance Documents** [(other than in relation to Clause 12 (Mandatory Prepayment and Cancellation))];
 - c) a reduction in the Margin** or a reduction in the amount of any payment of principal, interest, fees or commission payable;
 - d) [a change in currency of payment of any amount under the Finance Documents;]
 - e) an increase in any Commitment** or the Total Commitments, an extension of any Availability Period or any requirement that a cancellation of Commitments reduces the Commitments rateably under the relevant Facility;
 - f) a change to the Borrowers or Guarantors other than in accordance with Clause 31 (Changes to the Obligor);
 - g) any provision which expressly requires the consent of all the Lenders;
 - h) Clause 2.3 (Finance Parties' rights and obligations), [Clause 12 (Mandatory Prepayment and Cancellation),] Clause 13.8 (Application of prepayments), [Clause 27.28 (Note Purchase Condition),] Clause 29 (Changes to the Lenders), **this Clause 41, Clause 46 (Governing law) or Clause 47.1 (Jurisdiction of English courts);**
 - i) (other than as expressly permitted by the provisions of any Finance Document) the nature or scope of: (i) the guarantee and indemnity granted under Clause 23 (Guarantee and Indemnity); (ii) the Charged Property; or (iii) the manner in which the proceeds of enforcement of the Transaction Security are distributed (except in the case of paragraphs (ii) and (iii) above, insofar as it relates to a sale or disposal of an asset which is the subject of the Transaction Security where such sale or disposal is expressly permitted under this Agreement or any other Finance Document);
 - j) the release of any guarantee and indemnity granted under Clause 23 (Guarantee and Indemnity) or of any Transaction Security unless permitted under this Agreement or any other Finance Document or relating to a sale or disposal of an asset which is the subject of the Transaction Security where such sale or disposal is expressly permitted under this Agreement or any other Finance Document;
 - k) [any amendment to the order of priority or subordination under the Intercreditor Agreement]; or
 - l) [],
- shall not be made, or given, without the prior consent of all the Lenders.

Source: Super Senior Multicurrency revolving facility agreement LMA

GOVERNANCE GESYNDICEERDE LENINGEN

Wat doe je tegen een blokkerende lender:

- Snooze you loose (wie zwijgt, stemt niet)
- Delay and it's ok (wie zwijgt, stemt toe)
- Yank the bank (wie strubbelt, wordt uitgenomen)
- Executie van zekerheden (be careful what you ask for, you might get it – be it perhaps as a different instrument in another entity-.)

SNOOZE YOU LOOSE

“If any Lender fails to respond to within X Business Days (unless the Borrower and the Agent agree to a longer time period in relation to any request) of that request being made, its Commitment and/or participation shall not be included for the purpose of calculating the Total Commitments or participations under the relevant Facility when ascertaining whether any relevant percentage of Total Commitments and/or participations has been obtained to approve that request.”

DELAY AND IT'S OK

“If any Lender fails to respond to a request for consent, waiver, amendment of or in relation to any the terms of any Finance Document within X business Days (unless the Borrower and the Agent agree to a longer time period in relation to any request) of that request being made, it shall be deemed to have granted such consent of waiver or consented to such amendment”

YANK THE BANK

“[then] the Borrower may, on X Business Days’ prior written notice to the Agent and such Lender, replace such Lender by requiring such Lender to (and such Lender shall) transfer pursuant to Clause X (Transfers by Lenders) all (and not part only) of its rights and obligations under this Agreement to a Lender or other bank, financial institution, trust, fund or other entity (a “Replacement Lender”) selected by the Borrower and which is acceptable to the Agent (acting reasonably), for a purchase price in cash payable at the time of transfer equal to the outstanding principal amount of such Lender’s participation in the outstanding Utilisations and all accrued interest, fees and other amounts payable in relation thereto under the Finance Documents.”

GOVERNANCE GESYNDICEERDE LENINGEN

Security agent, een lid syndicaat krijgt (met toepassing van parallel debt) alle zekerheden, voordelen:

- Geen gemeenschappelijke zekerheden
- In en uittreden van alle syndicaatsleden met uitzondering van de security agent, geen overgang zekerheidsrechten
- Geen problemen met betrekking tot vraag wie mag executeren

Probleem: in NL: Faillissementsrisico Security Agent omdat geen afgescheiden vermogen, oplossing:

- Verpanding parallel debt (maar dan weer gemeenschappelijk pandrecht bij lenders)
- Aparte structuur: Stichting Security Trustee een bij securitisaties bekende techniek (wordt in de praktijk niet toegepast)

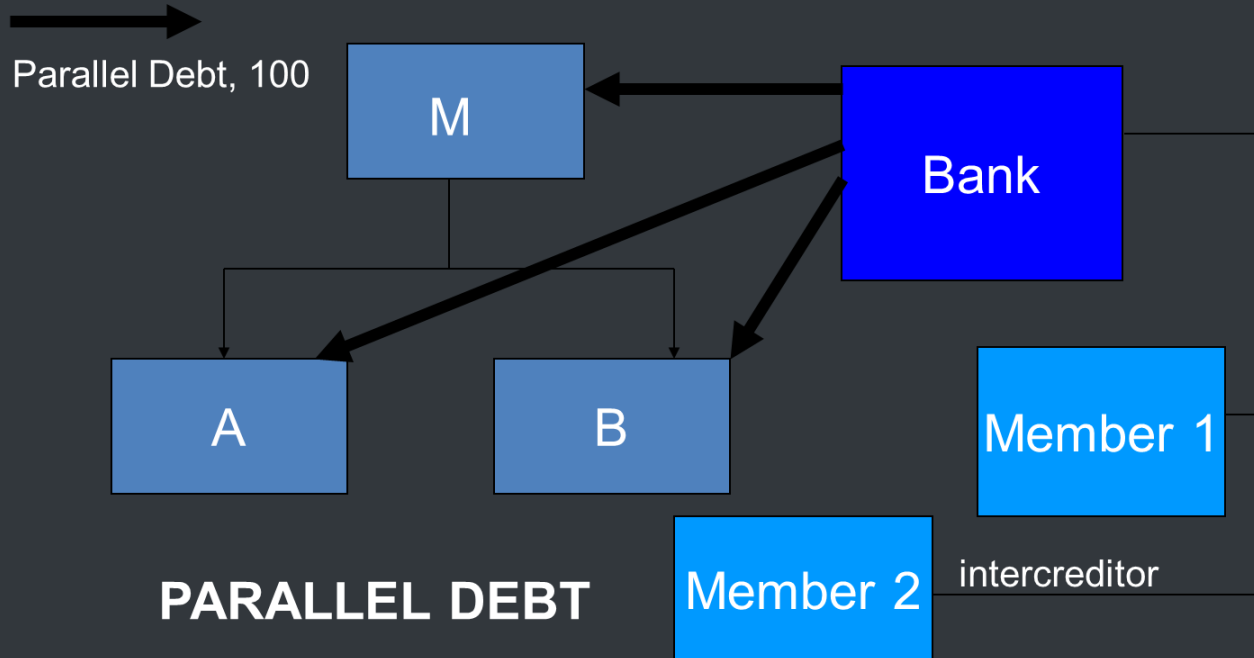
GOVERNANCE GESYNDICEERDE LENINGEN

Controle over Stichting als Security Trustee door Majority Lenders: benoeming en ontslag leden van het bestuur van de Stichting via Majority Lenders

Hoe vervangen we de Security Agent, niet zijnde Stichting?

- door contractsovername van alle (zowel loan facility als alle zekerheids)overeenkomsten (plus registratie en eventueel andere zogenaamde niet documentaire handelingen)
 - Wibier, Vervanging van de security agent in gesyndiceerde leningen, Ondernemingsrecht 2009-15
 - Wibier, (2010) 2 JIBFL 84, Replacing the Security Agent in syndicated loans: Dutch law dangers

PARALLEL DEBT



VOORBEELD PARALLEL DEBT

Security and Security Agent

Parallel Debt

- (a) Each Obligor hereby irrevocably and unconditionally undertakes to pay to the Security Agent the aggregate of all its Principal Obligations to all the Finance Parties from time to time due in accordance with the terms and conditions of such Principal Obligations (such payment undertaking and the obligations and liabilities which are the result thereof, its "**Parallel Debt**").
- Each of the Parties hereby acknowledges that (i) for this purpose the Parallel Debt of an Obligor constitutes undertakings, obligations and liabilities of such Obligor to the Security Agent which are separate and independent from, and without prejudice to, the Principal Obligations which such Obligor has to any Finance Party and (ii) that the Parallel Debt represents the Security Agent's own claim (vordering) to receive payment of such Parallel Debt by such Obligor, provided that the total amount which may become due under the Parallel Debt of such Obligor under this Clause x.1 shall never exceed the total amount which may become due under all the Principal Obligations of such Obligor to all the Finance Parties.

VOORBEELD PARALLEL DEBT

Security and Security Agent

Parallel Debt

- “Secured Claims” means, in relation to each Security Provider, (a) the claims (vorderingen) of the Security Agent pursuant to the Parallel Debt and (b) the claims (vorderingen) of the Security Agent as creditor under the Finance Documents other than the claims (vorderingen) mentioned in (a).



OPTIE ANALYSE

Terug naar onze Case 1

Direct na overname van de onderneming voor €295,000 komt economische schok en vraaguitval

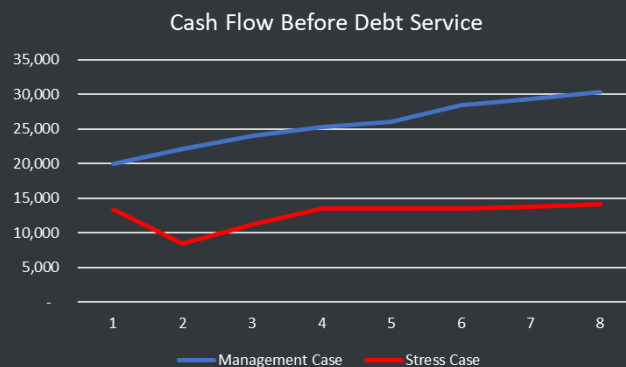
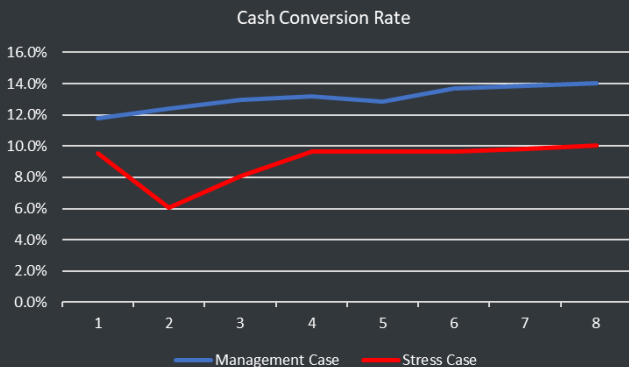
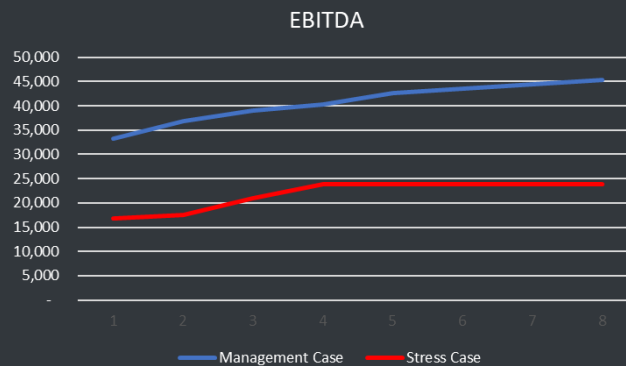
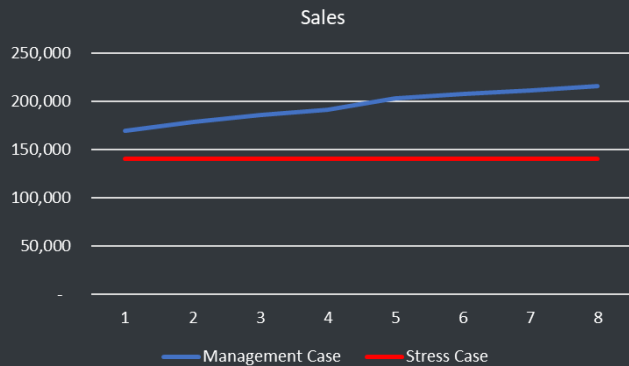
Het is niet aannemelijk dat de onderneming aan haar verplichtingen kan voldoen

De RCF is €10.0/m getrokken van de €17,5/m

Mezzanine en second lien interest payment is voorzien plaats te vinden over enkele maanden

Welke opties zijn voorhanden?

Resultaten van IBR geven aanleiding tot aanpassing prognoses



Resultaten van IBR geven aanleiding tot aanpassing prognoses

Debt Service Cover Ratio



Interest Rate Cover Ratio



Total Net Leverage Ratio



Total Net Senior Leverage Ratio



FINANCIAL RESTRUCTURING TECHNICS

Liquiditeitsoplossingen:

- Extend and Pretend, Amend and Pretend, Delay and Pray
- Noodkrediet
- Desinvestering
- Oprollen van de rente: Payment in kind (PIK) interest
- Terugkopen at par, met een langere looptijd

Solvabiliteitsoplossingen:

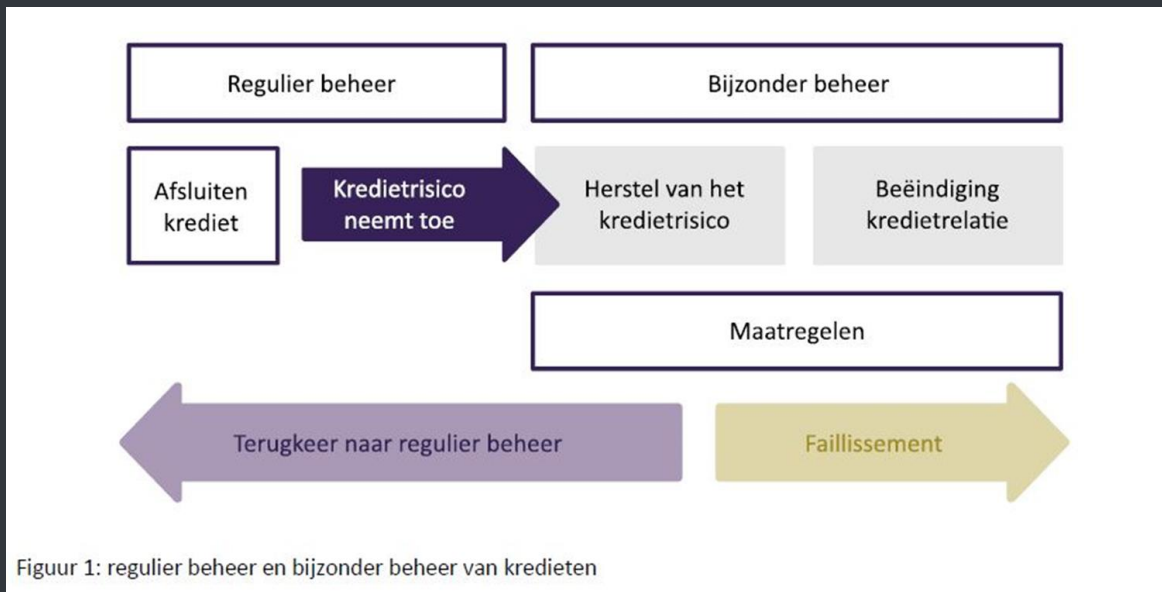
- Terugkopen onder par
- Kwijtschelden van de schuld (al dan niet in combinatie met warrant structuur)
- Additioneel eigen vermogen:
 - Rights issue, tegen discount ten opzichte van marktwaarde, aandeelhouders kunnen gebruik maken van hun voorkeursrecht
 - Debt for Equity swap
 - Bail in Debt or Contingent Convertible

HOW TO DEAL WITH LEVERAGE

Liquidation or keeping the business going concern: Is the business still economically viable?

Rehabilitation of a business is only option if value of the business as going concern exceeds the value which could be realized if it were liquidated

BIJZONDER BEHEER BIJ BANKEN



Figuur 1: regulier beheer en bijzonder beheer van kredieten

Bron: AFM Rapportage Bijzonder Beheer Een verkennend onderzoek naar de werkwijze van de afdeling bijzonder beheer van banken voor mkb-kredieten

HANDREIKING BIJZONDER BEHEER

1. Duidelijke informatie over de rol en de werkwijze van bijzonder beheer
2. Tijdige signalering van problemen
3. Goede toelichting over overgang naar bijzonder beheer en wat dit betekent voor de klant
4. Ruimte voor proactieve ondernemers binnen bijzonder beheer
5. Aanvullende financiering als dat verantwoord is
6. Goede bereikbaarheid en snelle besluitvorming
7. Onderbouwing van maatregelen en kosten
8. Duidelijk en laagdrempelig klachtenproces
9. Afspraken worden vastgelegd en bevestigd
10. Toegang tot relevante informatie

<https://www.nvb.nl/publicaties/rapporten-verslagen-brochures/1478/handreiking-bijzonder-beheer.html>

RESTRUCTURING VERSUS RECOVERY

Wanneer Restructuring?

- Niet voldaan aan verplichtingen onder financiering (default), en;
- Onderneming is in de huidige juridische entiteit meer waard dan individuele activa bij verkoop zullen vertegenwoordigen (anders Recovery).

Doelstellingen en uitgangspunten:

- Ondernemer aan het roer, beperking van het toegenomen kredietrisico gericht op continuïteit en klantbehoud
- Versterking eigen vermogen (en/of risicodragend achtergesteld vreemd vermogen)
- Aanpassen kredietstructuur aan gewijzigde omstandigheden
- Verbeteren management informatie

Bedrijvendokter laat zijn emoties thuis



RESTRUCTURING VERSUS RECOVERY

Wanneer Recovery?

- Discontinuïteits-verwachting
- Faillissement

Uitgangspunten:

- Schade voor de bank beperken
- Beëindigen kredietrelatie
- Zekerheden uitwinnen
- Onnodig kapitaalverlies voorkomen

DE SLAGERS VAN DE BANK?



SUGGESTIES VAN ADRIAANSE EN IN 'T GROEN: VERBETERPUNTEN BANKEN

- Onvoldoende kennis van de klant
- Te directief acteren
- Denk in klanten in plaats van in dossiers
- In hokjes denken
- Overkill aan informatie
- Kijk verder dan de cijfers
- Durf te handelen als je vertrouwen hebt in de cijfers
- Bedenk creatieve oplossingen en dwing turnaroundplannen af
- Reflecteer je eigen handelen met de klant



BANKEN

Toezichthouder AFM staakt onderzoek naar bijzonder beheer

Wouter Keuning
Amsterdam

De AFM doet zich geen overgaten die ook naar afgedragen bijzonder beheer van Nederlandse banken. In het te spreke bijzondere jaar verlag behoude de toezichthouder nog niet endre toezicht onderzoek in 2017 af te onder, maar nu laat een voorbericht weten dat het onderzoek niet meer op de agenda staat. We hebben onze prioriteiten verteld naar zaken waarom we vanuit de AFM en het Financieel toezicht direct maanden hebben afgevoerd.

Het onderzocht onderzoek, 2017, wijzen om de onderzoek van de AFM uit 2017 naar aanbidding van de AFM over de onderzoek van de AFM gen bijzonder beheer. Veel behelgen die afgien de financiële crisis en in de nasleep ervan in de '90'

kenoeg' van hun bank toezicht. Klagen over het handoorden van hun bank. Terwijl ze hopen op hulp van 'bete te wonder', worden sommigen juist geconfronteerd met verhoogde rentes, lagere salaris en extra aflossingen die hun maar eigen agers de kop kosten.

Tot verhuizing van betrokken

financieel adviseurs, advocaten en anderen moet de AFM geen aanwijzingen voor misstanden overnemen zij evenmin en in persoon van betrouwe van klanten door banken. Betrokkenen die voor het toezicht waren geïnteresserd, klagen dat de reikwijdte ervan te beperkt was en dat nu hun bevindingen niets was gedaan.

Van de direct aankleding is geweest om het eerder toezicht onderzoek te heroveren, kan de woordvoerder niet zeggen. Zij wijst op het laatste moment ook gezegd wordt dat de AFM haar strategie voor het toezicht op nakijk te de overreiking heeft herzien. Het doel de toezichthouder rende naar aanbidding van het derivaten-dossier.

Dat dossier, waarin banken dat-zenden derivate verlopen aan mak'ers zonder het daarbij vol-

doende op de risico's te wijzen, werd voor de AFM een maillime- en in beide verjaar tot een zeer kritisch extern rapport. Mede naar aanbidding, dat van voedselbouw de AFM dat ze behelider moet overnemen en welke zaken zij zelf en op welke zaken zij geen toezicht heeft. Gelukkig was de helderheid van leden tot afwezigheid maar scherpelijk dringende voor het toezicht van de AFM. Een van de specifieke focus die de toezichthouder daarbij maakte, is dat bescherming tegen misbruik van kredietoverloeg voor ondernemers wordt overgelezen aan de sector.

Voor het kleine mak'ers dat een handvat is, zijn, en wijzen de AFM, beschikbaar door de afbarke-rijd van krediet en krijgen te maken met gebrekkige informatie over kosten en renten en een te complex voorwaarden.

AFM heeft haar toezichtstrategie herzien. FOTO HAROLD VERSTEEGH

CONTEXT VAN EEN FINANCIËLE HERSTRUCTURERING

Aandeelhouderssupport / fresh equity?

- Wie is de achterligger en wat zijn de verwachtingen dat hij de onderneming steunt?

Verkopen van de vordering op de secundaire markt?

- Pricing versus risico's van restructuring / recovery?

Restructuring

- Is nieuw geld nodig om de operaties draaiende te houden?
- Zijn de operaties cash flow positief?
- Moeten operationele veranderingen komen (management?)
- Welke operationele scenario's zijn te verwachten?
- Aan de hand van deze scenario's wat is een gewenste kapitaalstructuur?
- Is het noodzakelijk dat de aandeelhouder aanblijft?

Recovery mogelijk?

- Kan men eenvoudig uitwinnen?
- Uitholling van de zekerheden?

MORE OPTIONS

Consensueel versus Non-consensueel

Non-Consensueel:

- NL opties:
 - OK Route (kort geding route) (hoe dwing je aandeelhouders in te stemmen)
 - Gebruik maken pandrecht
 - WHOA
 - NL Pre-pack, inclusief WCO I en de Wet Overgang van onderneming in faillissement
 - Gewone doorstart
- Vlucht naar het buitenland:
 - UK Scheme of Arrangement
 - US Chapter XI
- Toekomst EU Richtlijn

MORE OPTIONS

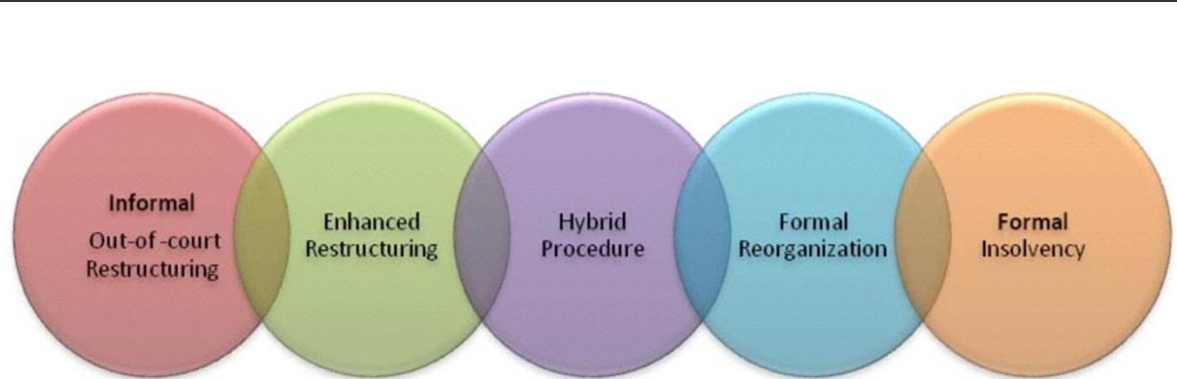


Chart 1: The continuum of procedures for the treatment of financial difficulties.

World Bank Study 2012 Out-of-Court Debt Restructuring
<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/2230>

INFORMAL VERSUS FORMAL

Informal Out of Court Restructuring (Informele reorganisatie)

- Puur consensueel

Enhanced Restructuring (informele reorganisatie met onderliggend framework en/of hulp toezichthouders)

- Consensueel supported by code of practises (such as London Approach and Insol 2016 Principles)

Hybrid Proceeding

Deal with Hold-out stakeholder door executie van zekerheden of formele pre-insolventieprocedure (Straks: WHOA en WCO I nu prepack)

Reorganisation

- Surseance van betaling

Insolvency

- Faillissement

PUUR CONSENSUEEL

Alle stakeholders waarvan een offer wordt gevraagd moeten instemmen

Doorgaans: 100% requirement van crediteuren, tenzij zogenaamde collective action clauses

Doorgaans meerderheid aandeelhouders

Zie: Jol, Gedwongen medewerking aan debt for equity swap: een (on)mogelijkheid, gepubliceerd in Insolad Jaarboek 2010, De Insolvente Vennootschap en ook te vinden op:

[http://www.legalhoudini.nl/images/upload/DES%20artikel%20versie%20concept%2017%20septemberdef\(1\).pdf](http://www.legalhoudini.nl/images/upload/DES%20artikel%20versie%20concept%2017%20septemberdef(1).pdf)
(2010)

ENHANCED RESTRUCTURING

Best Practices Informal Proceedings, The London Approach

- Norm in private insolvency procedures; the “London Approach” to the resolution of Financial Distress, John Armour and Simon Deakin (2000), https://www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp173.pdf

2016 Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts, The Insol principles

Werking in Nederland via contractuele overeenkomsten: standstill overeenkomst en restructuring support agreement

INSOL 2016 PRINCIPLES

FIRST PRINCIPLE:

Where a debtor is found to be in financial difficulties, all relevant creditors should be prepared to co-operate with each other to give sufficient (though limited) time (a "Standstill Period") to the debtor for information about the debtor to be obtained and evaluated and for proposals for resolving the debtor's financial difficulties to be formulated and assessed, unless such a course is inappropriate in a particular case.

SECOND PRINCIPLE:

During the Standstill Period, all relevant creditors should agree to refrain from taking any steps to enforce their claims against or (otherwise than by disposal of their debt to a third party) to reduce their exposure to the debtor but are entitled to expect that during the Standstill Period their position relative to other creditors and each other will not be prejudiced. Conflicts of interest in the creditor groups should be identified early and dealt with appropriately.

THIRD PRINCIPLE:

During the Standstill Period, the debtor should not take any action which might adversely affect the prospective return to relevant creditors (either collectively or individually) as compared with the position at the Standstill Commencement Date.

FOURTH PRINCIPLE:

The interests of relevant creditors are best served by coordinating their response to a debtor in financial difficulty. Such co-ordination will be facilitated by the selection of one or more representative co-ordination committees and by the appointment of professional advisers to advise and assist such committees and, where appropriate, the relevant creditors participating in the process as a whole.

INSOL 2016 PRINCIPLES

FIFTH PRINCIPLE:

During the Standstill Period, the debtor should provide, and allow relevant creditors and/or their professional advisers reasonable and timely access to, all relevant information relating to its assets, liabilities, business and prospects, in order to enable proper evaluation to be made of its financial position and any proposals to be made to relevant creditors.

SIXTH PRINCIPLE:

Proposals for resolving the financial difficulties of the debtor and, so far as practicable, arrangements between relevant creditors relating to any standstill should reflect applicable law and the relative positions of relevant creditors at the Standstill Commencement Date.

SEVENTH PRINCIPLE:

Information obtained for the purposes of the process concerning the assets, liabilities and business of the debtor and any proposals for resolving its difficulties should be made available to all relevant creditors and should, unless already publicly available, be treated as confidential.

EIGHTH PRINCIPLE:

If additional funding is provided during the Standstill Period or under any rescue or restructuring proposals, the repayment of such additional funding should, so far as practicable, be accorded priority status as compared to other indebtedness or claims of relevant creditors.

NON CONSENSUEEL AANDEELHOUDERS

Discussie aandeelhouders:

Gevolg van debt for equity swap: Verwatering van aandeelhouders, hun aandelen worden niet ontnomen, maar hun belang verwaterd tot (bijna) nihil

Aandeelhoudersbesluit noodzakelijk:

- Voor uitgifte nieuwe aandelen (art. 2:96 BW en art. 2: 206 BW) (delegatie mogelijk)
- Voor aanvragen faillissement (art. 2:136 BW en art. 2:246 BW) (statutaire afwijking mogelijk)
- Dus: Aandeelhouders bepalen maar kunnen ook voor deadlock zorgen

DEBT FOR EQUITY SWAP

Omzetten van schuld in eigen vermogen

Toestemming van crediteur vereist

Besluit aandeelhouders vereist voor uitgifte nieuwe aandelen, tenzij delegatie, vgl. art. 206 lid 1 Boek 2 BW:

- “De vennootschap kan slechts ingevolge een besluit van de algemene vergadering na de oprichting aandelen uitgeven, voor zover bij de statuten geen ander orgaan is aangewezen. De algemene vergadering kan haar bevoegdheid hiertoe overdragen aan een ander orgaan en kan deze overdracht herroepen.”

Wat indien algemene vergadering geen besluit neemt : twee opties:

- via Ondernemingskamer voorlopige voorziening vragen of
- via kort geding rechter aandeelhouder alsnog trachten te dwingen

NON CONSENSUEEL AANDEELHOUDERS

Toegangsdrempel OK Route : je moet wel tot instelling verzoek OK bevoegd zijn:

- Artikel 346 Boek 2 BW
- 10 % van aandelenkapitaal
- degenen, aan wie daartoe bij de statuten of bij overeenkomst met de rechtspersoon de bevoegdheid is toegekend, vgl. vaak ook als pandhouder, zie verder bijvoorbeeld ook algemene kredietvoorwaarden ING

6.2 Onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de kredietnemer

De kredietnemer geeft aan de bank de bevoegdheid om een verzoekschrift in te dienen om een onderzoek in te stellen naar het beleid en de gang van zaken van de kredietnemer. Het verzoekschrift is geregeld in artikel 2:345 van het Burgerlijk Wetboek. Het verzoekschrift wordt ingediend bij de ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam. De bank krijgt de bevoegdheid op basis van artikel 2:346 lid 1 sub e van het Burgerlijk Wetboek. De bank mag de ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam vragen voorlopige voorzieningen te treffen. De bank mag ook een ander verzoek doen als dat verzoek hoort tot de bevoegdheid van een verzoeker van een dergelijk onderzoek.

De kredietverstrekker met enquêtebevoegdheid, Mr S.M.H. van Boheemen in V & O 2014, nummer 1 Het enquêterecht voor banken. Mr Ph.W. Schreurs in Onderneming en Financiering 2015, p. 49 e.v.

NON CONSENSUEEL AANDEELHOUDERS

Geslaagde OK Route: Inter Access

Ondernemingskamer 31 December 2009, JOR 2010/60, Hoge Raad 25 februari 2011, JOR 2011/115: Inter Access Groep B.V.

Inter Access Groep B.V. (IA Groep) in financiële moeilijkheden, geen eigen vermogen meer, accountant weigert goedkeurende verklaring 2008 cijfers in verband met ontbreken continuïteit.

Minderheidsaandeelhouder, ook een van de grootste crediteuren is bereid debt to equity swap doen: Meerderheidsaandeelhouder wil dat niet.

Ondernemingskamer bepaalt bij wijze van onmiddellijke voorziening, vooralsnog voor de duur van het geding en voor zoveel nodig in afwijking van de statuten van Inter Access Groep B.V., dat het bestuur van Inter Access Groep B.V., zonder dat een daartoe strekkend besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders noodzakelijk is, bevoegd is - onder goedkeuring van de raad van commissarissen - tot uitgifte van maximaal 74.000.000 gewone aandelen B in het kapitaal van Inter Access Groep B.V. tegen een uitgiftekoers van in totaal € 8.000.000 aan Rabo Participaties B.V., gevestigd te Utrecht, met uitsluiting van het voorkeursrecht van de overige aandeelhouders van Inter Access Groep B.V.

Let wel, in dit geval ging het om een blokkerende meerderheidsaandeelhouder en waren RvB en RvC voor.

Hoge Raad heeft op 25 februari 2011 oordeel OK in stand gelaten.

NON CONSENSUEEL AANDEELHOUDERS

Debt for equity swap, artikel Bergervoet: De positie van de aandeelhouder bij een gedwongen omzetting van schuld in aandelenkapitaal buiten insolventie (MvV 2015, afl 11) , drietal eisen geslaagde OK Route:

1. Onderneming geconfronteerd met een financieel probleem dat het voortbestaan van de onderneming bedreigt.
2. Besluitvormingsproces binnen de onderneming verkeert in een impasse.
3. Oplossing voor financiële probleem moet bij afwezigheid van alternatieven gelegen zijn in emitteren van aandelen.

NB: Volgens Bergervoet: ook schuldeiser zou dit moeten kunnen vragen, mits bevoegd ex artikel : Eens, maar er moet wel sprake zijn van impasse besluitvormingsproces in onderneming (dus bestuur/RvC of althans deel van hen voor zijn).

NB: Alternatief via kort geding, zie Bergervoet over onzekerheid indien bodemprocedure volgt.

PANDRECHT OP AANDELEN HERSTRUCTURERINGSMOGELIJKHEDEN

Aandeelhouders zijn out of the money maar weigeren mee te werken aan een herstructurering:

- Inroepen hulp Ondernemingskamer bij deadlock (Inter Access)
- Uitbrengen van stemrecht op aandelen ter vergroting van risicodragend vermogen -> derde is bereid in te stappen tegen zin meerderheid bestaande aandeelhouder (untested in court)
- Verpande aandelen executeren en laten verblijven crediteuren (SAS en het vervolg)

Minderheid Senior Lenders weigert en/of Junior Lenders weigeren mee te werken aan een herstructurering:

- Zekerhedenstructuur inclusief pandrecht aandelen is handen van Security Trustee
- Meerderheid Senior Lenders bepaalt wat de Security Agent doet
- Optie: Executie aandelen tegen de zin van de minderheid in: Sas Case

SECURITY AGENT BIJ HERSTRUCTURERINGEN

Geen unanimititeit voor uitwinning nodig, maar – doorgaans – besluit meerderheid Sr Lenders

Individuele Sr lender kan niet zelf executeren, maar (vaak) wel beslag leggen en faillissement aanvragen

Bevoegdheden en verplichtingen van Security Trustee

- Onder welke omstandigheden kan hij releasen?
- Heeft hij recht op additionele vrijwaring, en zo ja, is dat hoofdelijke of pro rate parte verplichting lenders
- Mag hij non cash consideration aanvaarden bij executie?
- Moet hij waarderingsrapport laten opmaken?

Zie verder: the Security agent's evolving role in restructurings, (2010) 8 JIBFL 460, Jo Windsor en Paul Slide en "Gedwongen medewerking aan debt for equity swap: een (on)mogelijkheid", gepubliceerd in Insolad Jaarboek 2010, De Insolvente Vennoorschap

TERUG NAAR CASUS:

Ondernemingswaarde: uitwinning van zekerheden op aandelen

- Maximale waarde niet haalbaar door slechte marktomstandigheden in M&A
- Huidige waarde negatief beïnvloedt door slechte afname – herstel aanstaande
- Geen directe operationele liquiditeit tekort voorzien wel problemen na debt service
- Kengetallen benadering geeft een indicatieve waardering van 8,5x – 10,0x EBITDA
- EV range : €143.0/m - €168.0/m
- DCF benadering EV : €170.0/m

Conclusie waarde ligt tussen €143.0/m - €170.0/m op cash and debt free basis

Uitwinning van de onderliggende zekerheden

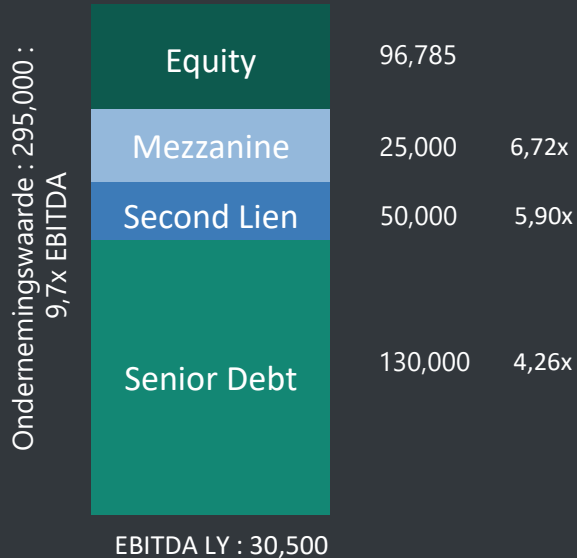
- Going concern geeft een hogere waarde dan uitwinning van zekerheden

Secundaire markt voor de schulden

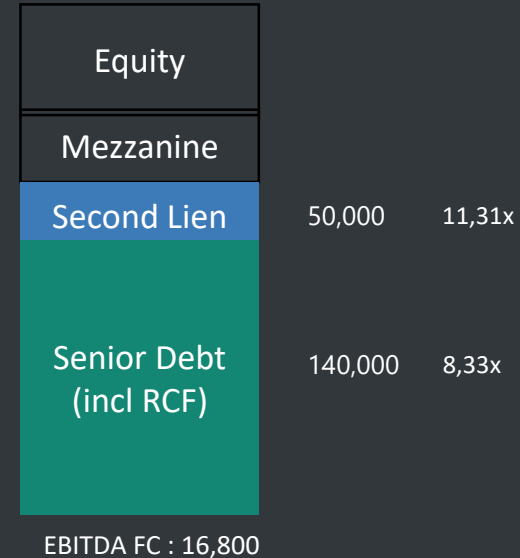
- Term Loan A: 65, Term Loan B 55, Term Loan C 52,5

WAAR BREEKT DE KAPITAALSTRUCTUUR?

Kapitaalstructuur bij overname



Waarde gedaald naar ? €145,000 – €170,000 ?



CASUS TUSSENCONCLUSIE

Senior debt bedraagt €130,0/m met een RCF van €10,0/m verstrekt aan Holdco en Opco's

Second lien bedraagt €50,0/m en Mezzanine bedraagt €25,0/m

Kapitaalstructuur niet houdbaar / indicatieve waarde €145,0/m - €170,0/m

Wat zijn de opties voor de financiers?

OPTIE ANALYSE CASUS

Opties:

Delay en pray :

- Aanpassing van de financiële convenanten?
- Kapitaalinjectie door de aandeelhouders?
- Repayment rescheduling of interest betalingen oppotten?

Verkopen van de vordering?

- Vanuit waarderingsperspectief niet verstandig

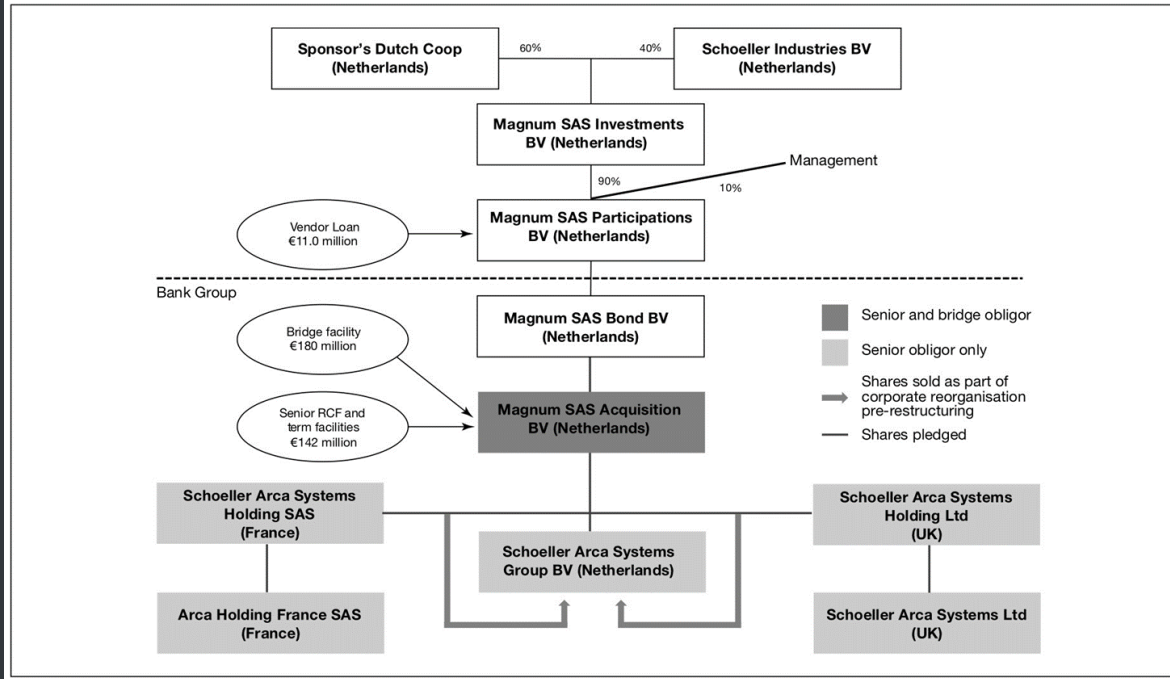
Time for action:

- Restructuring van de faciliteiten?
- Uitoefenen pandrecht op de aandelen en onderneming verkopen?
- Uitwinning van de zekerheden geen optie omdat going concern waarde hoger is?

CASE SCHOELLER ARCA SYSTEMS NON CONSENSUAL EXECUTIE VAN AANDELEN DEAL

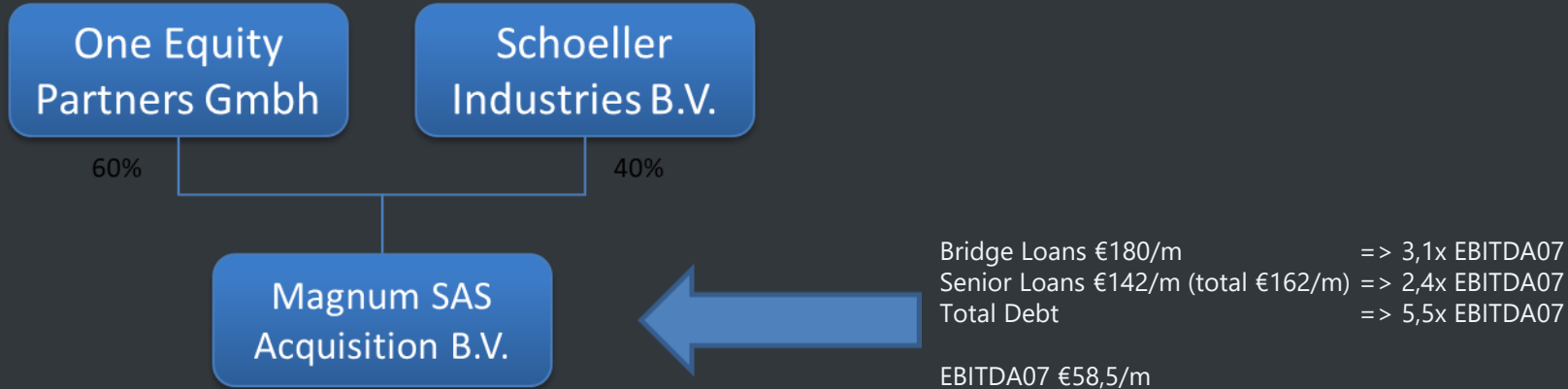
CASUS SCHOELLER ARCA SYSTEMS – ARREST ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848

Figure 1. Pre-transaction structure

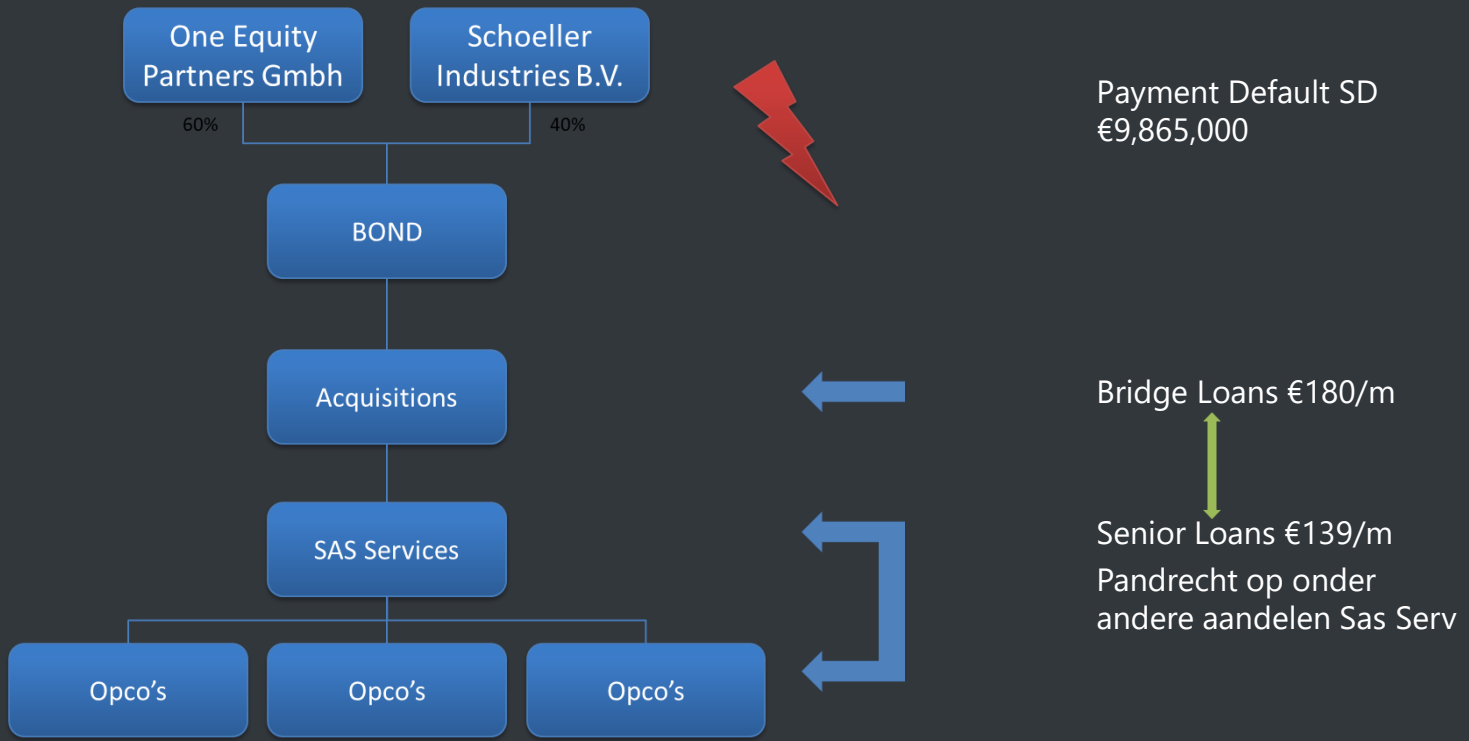


Holly Neavill and Teun Struycken in European Debt Restructuring Handbook (2013)

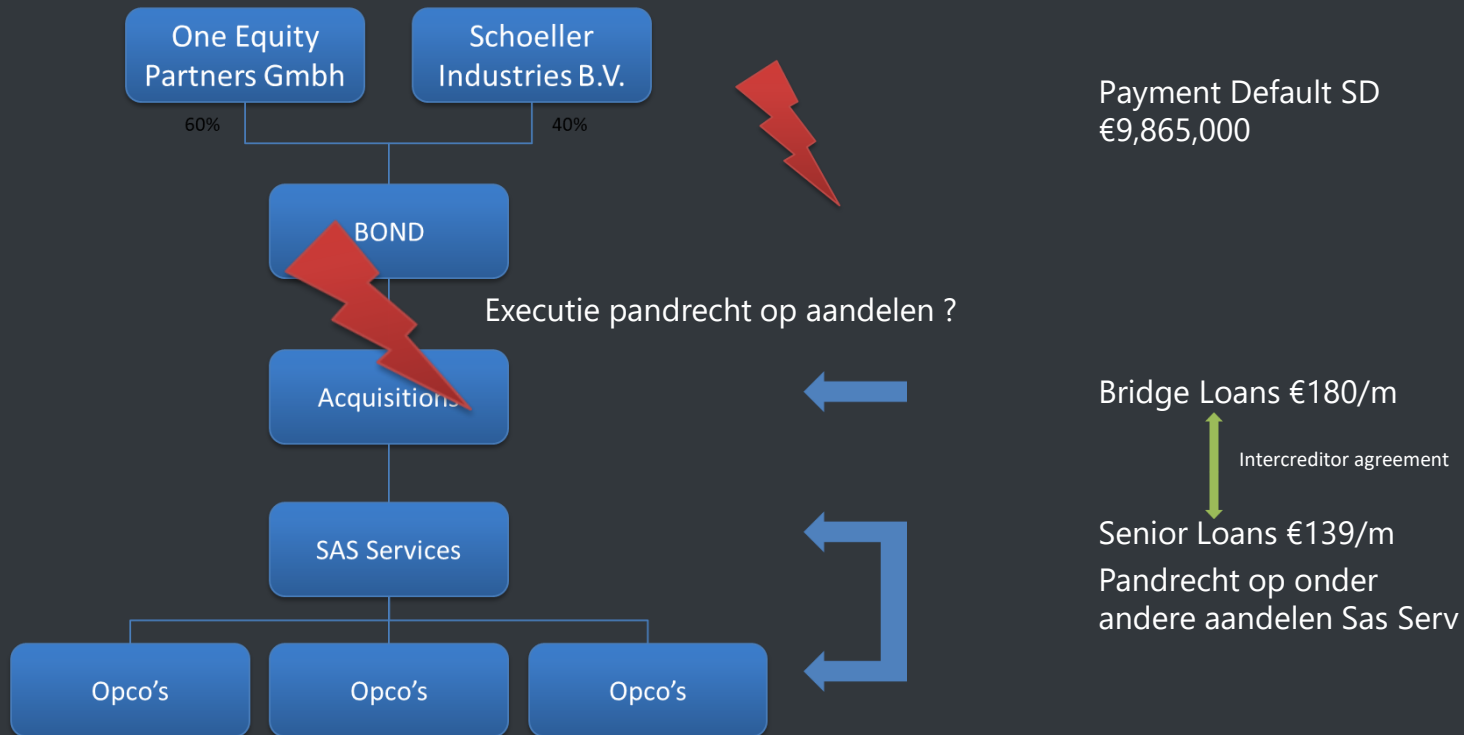
CASUS SCHOELLER ARCA SYSTEMS – ARREST ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848



CASUS SCHOELLER ARCA SYSTEMS – ARREST ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848



CASUS SCHOELLER ARCA SYSTEMS – ARREST ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848



CASUS SCHOELLER ARCA SYSTEMS – ARREST ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848

Executie van pandrecht op aandelen Acquisition is Majority Sr Lenders decision

- welke voorwaarde moeten zijn voldaan (secured obligation must become due and payable)
- welke acties moeten worden ondernomen (lender consent? instructie naar de Security Agent?)
- op welke wijze wordt het recht uitgeoefend? (disposal / uitoefenen aandelenverpanding?)

Acquisitions wordt verkocht aan een nieuwe SPV die wordt gefinancierd door equity van de Investors en voorts door Sr Lenders (Sr debt is rolled over)

Smoke out the Bridge Lenders: Mechanisme in Intercreditor Agreement: Disposal after Enforcement Action, is dit juiste uitleg van section 15.2:

if the asset which is disposed of consists of all of the shares (which are held by an Obligor) in the capital of an Obligor or any holding company of that Obligor, Security Trustee is able to release Obligor and its subsidiaries of any and all obligations

CASUS SCHOELLER ARCA SYSTEMS – ARREST ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848

Discussion en opinie Queens Counsel dat deze uitleg van Intercreditor Agreement juiste is

Bond was no Obligor, oorspronkelijke idee om de aandelen van Acquisition te executeren werd verlaten

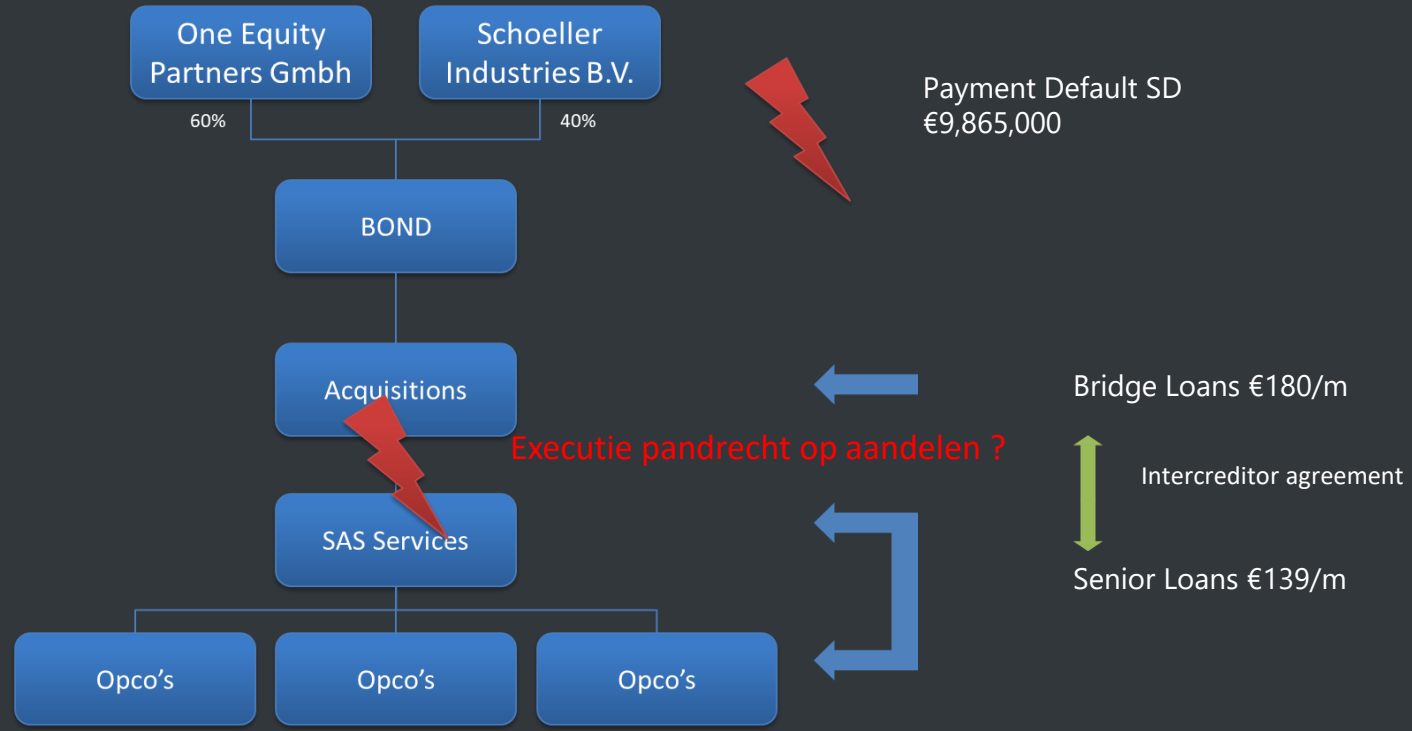
Restructuring van de Group om mogelijk te maken dat een pakket aandelen gehouden door een Obligor kon worden geëxecuteerd, de aandelen gehouden door Acquisition in SAS Services

Mogelijkheden onder Nederlands recht:

- Verkoop door openbare veiling (verstrekken van informatie (memorandum) aan biedende partijen)
- Verkoop met akkoord van de rechtbank
- Verkoop door middel van consensual proces

Overwegingen : publieke veiling – informatie verstrekking – risico – tijd - controle

CASUS SCHOELLER ARCA SYSTEMS – ARREST ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848



CASUS SCHOELLER ARCA SYSTEMS – ARREST ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848

SPA is getekend met als condition precedent: goedkeuring van de Voorzieningenrechter voor de verkoop aandelen SAS Services

Eerste zitting: Bridge lenders en een derde bidder aanwezig

Geen onvoorwaardelijk bod van de derde, rechter geeft de derde de gelegenheid alsnog een onvoorwaardelijk bod te geven tot 31 Augustus 31, 2009

Derde komt via zijn UK counsel op 8 September 2009 met voorwaardelijk bod

CASUS SCHOELLER ARCA SYSTEMS – ARREST ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848

De eerste tussenbeschikking van Voorzieningenrechter is gebaseerd op onjuiste veronderstelling dat het bod onvoorwaardelijk was: tweede zitting vindt plaats

Op de tweede zitting wordt duidelijk dat het bod van de derde niet onvoorwaardelijk is maar onderhevig aan investment committee approval

Uiteindelijke beslissing: toestemming van de verkoop

ANDER VOORBEELD : SELEXYZ

Selexyz Holding failliet, executie aandelen dochtervennootschappen:

Rechtbank Utrecht 30 maart 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BW0487

“Onbetwist is dat Selexyz in verzuim is met haar betalingsverplichting jegens ABN AMRO, zodat vaststaat dat ABN AMRO de mogelijkheid heeft tot uitwinning van haar pandrecht over te gaan. In beginsel geldt bij de executie van een pandrecht dat wordt overgegaan tot openbare verkoop.”

“Op verzoek van de pandhouder of de pandgever kan de voorzieningenrechter ingevolge artikel 3:251 lid 1 BW bepalen dat het goed op een andere wijze dan bedoeld in artikel 3:250 lid 1 BW – door onderhandse verkoop – te gelde wordt gemaakt. Daarbij komt het aan op de vraag of bij de voorgenomen verkoop een redelijke prijs zal worden betaald, en met name of te verwachten valt dat bij een openbare verkoop een hogere opbrengst zou worden verkregen. Verder is een dergelijke afwijkende wijze van verkoop alleen mogelijk voor zover de in artikel 3:251 lid 1 BW bedoelde mogelijkheid niet contractueel is uitgesloten door pandgever en pandhouder. Uit de overgelegde kredietovereenkomst van 10 juni 2010 en uit de notariële akte van 11 juni 2010 blijkt niet dat ABN AMRO en Selexyz die mogelijkheid hebben uitgesloten, zodat naar het oordeel van de voorzieningenrechter het in beginsel mogelijk is om de aandelen in de dochtervennootschappen op een van artikel 3:250 lid 1 BW afwijkende wijze in dit geval onderhands te verkopen.”

ANDER VOORBEELD: RAMBLAS

Ramblas, Pres Rb Adam 23 augustus 2012, LJN BY 1439, Rov 4.4

“Nu RBS haar recht van parate executie kan inroepen, is het in beginsel aan RBS als pandhouder om te bepalen of en wanneer zij gaat executeren.”

“Voor de vraag of verlof zal worden verleend om het pand op andere wijze dan als bepaald in artikel 3:250 BW te verkopen, zal moeten worden onderzocht of bij die afwijkende wijze van verkoop een zo hoog mogelijke opbrengst van het pand zal worden bereikt, een en ander in het belang van de pandgever, andere schuldeisers met voorrang bij de verdeling van de executieopbrengst en andere schuldeisers in het algemeen. Daarbij zal tevens aan de orde moeten komen of mogelijk sprake is van (uitzicht op) een reëel bod van een andere koper dat tot een gunstiger resultaat zou kunnen leiden. De belangen van de vennootschap wier aandelen worden verkocht zijn in dit verband ondergeschikt aan de belangen van de pandhouder en andere schuldeisers bij een zo hoog mogelijke opbrengst. ”

ANDER VOORBEELD: AIROPACK

Netherlands Commercial Court 8 maart 2019, JOR 2019,144

Crossbow koopt de verpande aandelen in IPS en vorderingen van IPS Holding op IPS tegen betaling van € 1 vermeerderd met de executiekosten, plus –in het geval dat Rabobank na de transactie de financiering aan de groep wil beëindigen – alles wat de groep op grond van de super-senior leningen nog schuldig is aan Rabobank. Deze betalingen verminderen de schuld (debt) die de groep heeft, in ruil voor aandelen (equity). Voor deze van openbare verkoop afwijkende executiewijze verzoekt de pandhouder toestemming van de rechter overeenkomstig art. 3:251 lid 1 BW.

De toestemming wordt verleend.

ANDER VOORBEELD: LEBARA

Rb Amsterdam 30 juli 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:6505

Verkoop van de verpande aandelen aan STAK Lithium tegen betaling van een bedrag van EUR 1,00 onder de verplichting om een bedrag van EUR 200 miljoen van de schuld van [verweerster sub 1] om te zetten in aandelenkapitaal van [verweerster sub 1], wat erin zal resulteren dat de uitstaande schuld onder de Bond Terms, van thans EUR 363.191.687,76, met EUR 200 miljoen wordt verminderd.

“De vergoeding die voor de Verpande Aandelen wordt betaald is in feite EUR 200 miljoen en bestaat uit een bedrag in contanten ter delging van de directe kosten van de executie en uit een verplichting om een substantieel gedeelte van de schuld van [verweerster sub 1] om te zetten in aandelenkapitaal van [verweerster sub 1], waarna de uitstaande schuld onder de Bonds circa EUR 160 miljoen zal bedragen. Deze vergoeding is op dit moment, gelet op voornoemde rapporten, de hoogst haalbare opbrengst voor de Verpande Aandelen. Bij een openbare verkoop zal in ieder geval geen hogere opbrengst worden verkregen. Bovendien hebben zich tot op heden geen kopers aangediend die een reëel bod hebben uitgebracht op de Verpande Aandelen.”

Toestemming gegeven.

UITSTAPJE: HERIJKING FAILLISEMENTSWET IN NEDERLAND: 3 PIJLERS

Bestrijding van faillissementsfraude:

- Civielrechtelijk bestuursverbod, inwerkingtreding 1 juli 2016
- Herziening strafrechtelijk faillissementsrecht, inwerkingtreding 1 juli 2016
- Invoering fraudesignalerende taak curatoren, inwerkingtreding 1 juli 2017

Versterking reorganiserend vermogen van bedrijven

- Wet continuïteit ondernemingen I, wetsvoorstel 34218 (EK), gecombineerd met Wet overgang van onderneming in faillissement (in consultatie geweest)
- Wet continuïteit ondernemingen II, hernoemd tot Wet homologatie onderhands akkoord
- Wet continuïteit ondernemingen III, overleg stakeholders

Modernisering Faillissementsprocedure, inwerkintreding 1 januari 2019

Bron kamerbrief 27 augustus 2019: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2019/08/27/tk-voortgangsbrief-programma-herijking-faillissementsrecht>

WHOA, DWANGAKKOORD BUITEN FAILLISSEMENT IN NEDERLAND

WHOA (voorheen WCO II)

Geïnspireerd op UK Scheme of Arrangement en US Chapter XI

Verschil met huidige surseance en faillissementsakkoord:

- Flexibiliteit in wie bij het akkoord betrokken kunnen worden
- Geen bewindvoerder of curator (debtor in possession), wel mogelijkheid herstructureringsdeskundige en observator
- Beperkte rechterlijke betrokkenheid
- Geen automatisch moratorium, wel eventueel afkoelingsperiode
- Indelen in klassen

TOEKOMST WHOA, DWANGAKKOORD BUITEN FAILLISSEMENT IN NEDERLAND

Hernieuwde consultatie, eerder voorstel onder de naam WCO II in 2014 in consultatie geweest

Doel: herstructurering buiten faillissement, dwingend opleggen akkoord aan tegenstemmende aandeelhouders en crediteuren

Stemming in klassen, 2/3 meerderheid in klasse bindt minderheid

Ook tegenstemmende klasse kan via de rechter worden gedwongen omdat akkoord door de rechtbank algemeen verbindend verklaard kan worden indien akkoord alle omstandigheden in aanmerking genomen moet worden beschouwd als redelijk

Nu: in Nederland geen mogelijkheid om aandeelhouders/preferente crediteuren en separatisten te dwingen mee te werken aan akkoord ook niet in surseance van betaling of akkoord

Kaderregeling

Invoering verwacht Juli 2020

STAPPEN WHOA

- Voorbereiding
- Aanbieding
- Stemming
- Homologatie
- Gevolgen en implementatie

WHOA Debt Turnaround

-  herstructureringsdeskundige
-  schuldenaar
-  stakeholders
-  observator
-  rechter

gevolgen homologatie

- cross class cramdown (385 Fw)
- cash exit (384^{1/2} Fw)
- eenzijdige opzegging van overeenkomsten (373¹ Fw)

afwijzingsgronden

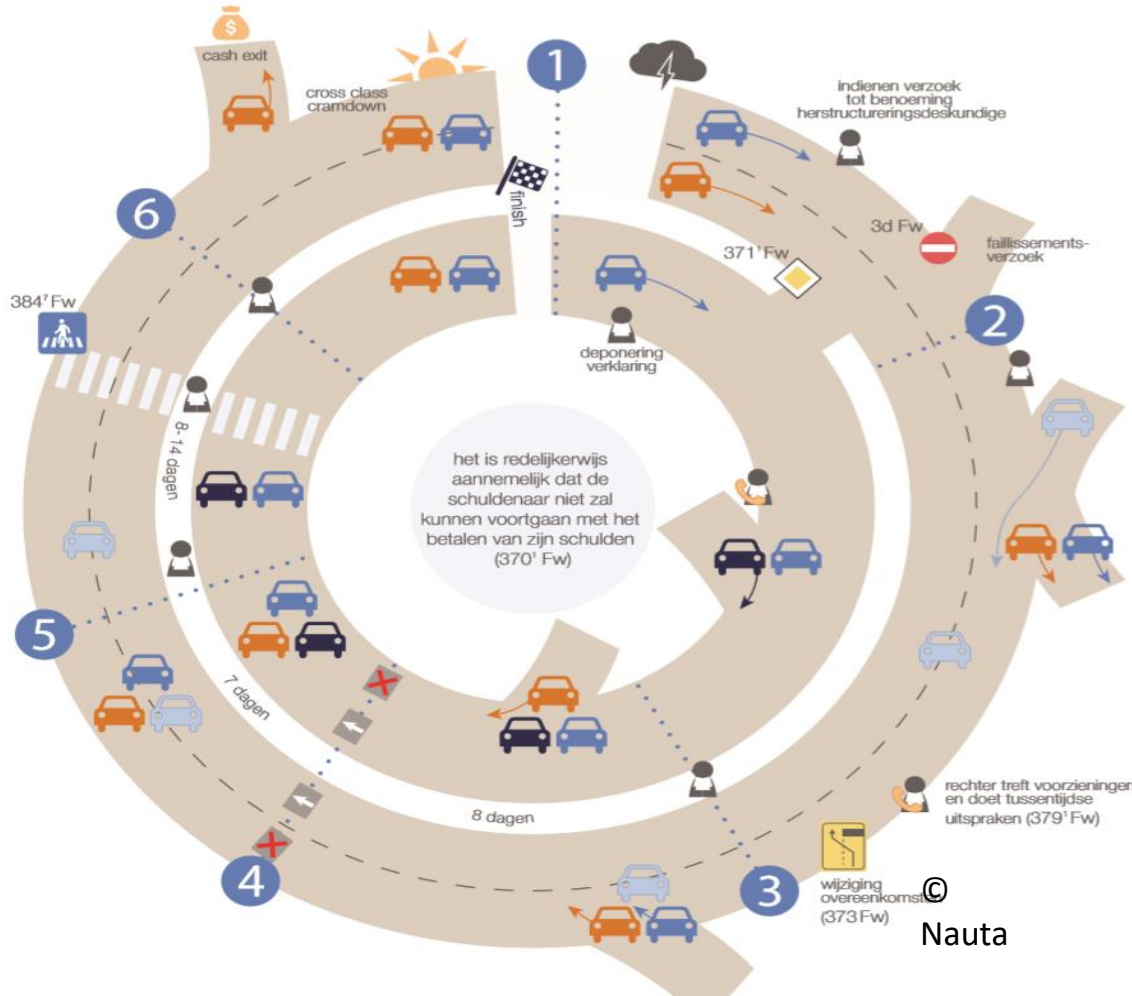
- homologatie van akkoord, tenzij:
 - formele afwijzingsgronden (384^{1/2} Fw)
 - schending van absolute priority rule (384^{4a} Fw)
 - geen optie voor cash exit (384^{4b} Fw)

klassenindeling

- geen vergelijkbare positie van schuldeisers en aandeelhouders v.w.b.:
 - rechten bij vereffening in faillissement
 - rechten in het aangeboden akkoord (374 Fw)

stemgerechtigden

- elke schuldeiser en aandeelhouder wiens rechten in het aangeboden akkoord wijzigen (381³ Fw)
- economisch gerechtigden in de plaats van juridisch gerechtigden (381^{4/5} Fw)



- 1 voorbereiding
- 2 benoeming herstructureringsdeskundige
- 3 indiening akkoord
- 4 stemming
- 5 homologatie
- 6 gevolgen

typen procedures

- besloten procedure
- openbare procedure: erkenning onder de insolventieverordening

afkoelingsperiode

- maximaal vier maanden met voorwaardelijke verlenging tot maximaal acht maanden (376^{2/5} Fw)
- pandhouder vorderingen niet inningsbevoegd (376³ Fw)
- beperking contractuele rechten tot beëindiging en opschorting (373⁴ Fw)
- beperking verhaalsmogelijkheden en opheffing beslagen (376² Fw)
- schuldenaar mag in beginsel blijven handelen "binnen de normale voortzetting van de onderneming" (377^{1/2} Fw)

herstructureringsdeskundige

- biedt akkoord aan (371¹ Fw)
- is doeltreffend, onpartijdig en onafhankelijk (371¹ Fw)
- heeft inzage in administratie van schuldenaar (371¹ Fw)
- bestuurders, aandeelhouders en commissarissen verschaffen op eigen beweging van belang zijnde inlichtingen (371¹ Fw)

VOORBEREIDING

- Akkoord kan in gang worden gezet door schuldenaar of door herstructureringsdeskundige die op verzoek van schuldenaar, schuldeisers, aandeelhouders of de binnen de onderneming ingestelde ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging is benoemd
- De onderneming ten behoeve waarvan het akkoord wordt aangeboden, verkeert in een toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij insolvent zal raken (artikelen 370, eerste lid, en 371, derde lid);
- Doel van het akkoord kan zijn:
 - a. het afwenden van een dreigend faillissement van een onderneming die na een herstructurering van de schulden weer financieel gezond is, of
 - b. de afwikkeling van een onderneming die geen overlevingskansen meer heeft en ook niet meer zal krijgen, waarbij een beter resultaat wordt behaald dan wanneer die afwikkeling zou plaatsvinden in faillissement.
- één categorie (hierna: klasse) van betrokken schuldeisers of aandeelhouders steunt het akkoord met de vereiste meerderheid steunt
- Akkoord is redelijk

REDELIJK AKKOORD

Het akkoord is redelijk in de zin dat de schuldeisers en aandeelhouders die bij het akkoord worden betrokken erbij gebaat zijn of er in ieder geval niet op achteruit gaan, als het akkoord tot stand komt.

Dit betekent tenminste dat:

- a. de schuldeisers en aandeelhouders op basis van het akkoord niet in een aanmerkelijk slechtere positie komen dan in faillissement (artikel 384, derde lid); (**creditor no worse off**)
- b. de waarde (hierna: reorganisatiewaarde) die met het akkoord behouden kan blijven of gerealiseerd kan worden eerlijk onder de schuldeisers en aandeelhouders wordt verdeeld (d.w.z. dat de reorganisatiewaarde verdeeld wordt conform de wettelijke rangorde waarbinnen schuldeisers verhaal kunnen halen op de schuldenaar, tenzij één of meer klassen instemmen met een ander voorstel) (artikel 384, vierde lid, onder a), (**absolute priority**); en
- c. schuldeisers die bij faillissement van de schuldenaar naar verwachting een uitkering in geld zouden ontvangen en met de meerderheid van hun klasse tegen het akkoord hebben gestemd, het recht moeten hebben om 'uit te stappen' (d.w.z. dat zij de mogelijkheid moeten hebben om te kiezen voor een uitkering in geld) (artikel 384, vierde lid, onder b). (**cash out optie**)

KEUZE TUSSEN TWEE VERSCHILLENDE PROCEDURES

Art. 369 lid 6 Fw

Keuze te maken als de rechter voor het eerst bij de procedure betrokken wordt

Geen mogelijkheid te switchen

Een **besloten akkoordprocedure** buiten faillissement

Niet openbaar, verzoeken behandeld in raadkamer

Bevoegdheid rechter op basis van artikel 3 Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (verzoeker of belanghebbende woonplaats of gewone verblijfplaats in Nederland of zaak anderszins voldoende verbonden is met Nederlandse rechtssfeer)

Een **openbare akkoordprocedure** buiten faillissement

Opnemen in bijlage A van de Insolventieverordening.

Openbaar, kennisgeving in insolventieregister, verzoeken aan de rechter in het openbaar behandeld

Bevoegdheid rechter op basis van COMI: of het centrum van de voornaamste belangen van de schuldenaar gelegen is in één van de lidstaten van de EU (met uitzondering van Denemarken).

RUIMERE BEVOEGDHEID NEDERLANDSE RECHTER BIJ BESLOTEN

- Omstandigheden die (ieder voor zich) voldoende verband met de Nederlandse rechtssfeer opleveren, onder meer (maar niet uitsluitend):
 - i) de schuldenaar die het akkoord aanbiedt, heeft zijn 'COMI' of een vestiging in Nederland; (NB bij een groep is volgens MvT voldoende dat een van de schuldenaren COMI of vestiging in Nederland heeft)
 - ii) de schuldenaar die het akkoord aanbiedt, heeft (substantiële) activa in Nederland;
 - iii) een (substantieel) deel van de door middel van het akkoord te herstructureren schulden vloeit voort uit verbintenissen die zijn onderworpen aan het Nederlands recht of waarbij een forumkeuze is gemaakt voor de Nederlandse rechter;
 - iv) een (substantieel) deel van de groep waarvan de schuldenaar deel uitmaakt, bestaat uit in Nederland gevestigde vennootschappen, of
 - v) de schuldenaar is aansprakelijk voor schulden van een andere schuldenaar ten aanzien waarvan de Nederlandse rechter rechtsmacht heeft.

BESLOTEN PROCEDURE HEEFT VOORDELEN

Geschikt indien akkoord zich richt op bepaalde groep aandeelhouders en schuldeisers

Niet openbaar, dus officieel niet bekend bij de rest

Vorbereiding in relatieve rust zonder negatieve publiciteit en de gevolgen die daarbij horen.

GROEPSAKKOORD

Een akkoord kan ook voorzien in de wijziging van rechten van schuldeisers jegens rechtspersonen die samen met de schuldenaar een groep vormen mits:

- a. de rechten van die schuldeisers jegens de betrokken rechtspersonen strekken tot voldoening of tot zekerheid voor de nakoming van verbintenissen van de schuldenaar of van verbintenissen waarvoor die rechtspersonen met of naast de schuldenaar aansprakelijk zijn;
- b. de betrokken rechtspersonen verkeren in een toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij met het betalen van zijn schulden niet zal kunnen voortgaan;
- c. de betrokken rechtspersonen met de voorgestelde wijziging hebben ingestemd of het akkoord wordt aangeboden door een herstructureringsdeskundige als bedoeld in artikel 371, en
- d. de rechtbank rechtsmacht heeft als deze rechtspersonen zelf een akkoord op grond van deze afdeling zouden aanbieden en een verzoek zouden indienen als bedoeld in artikel 383, eerste lid.

Vgl. art. 370 lid 2 Fw

WELKE RECHTBANK GROEPSAKKOORD

“Bieden meerdere rechtspersonen die samen een groep vormen als bedoeld in artikel 24b van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek tegelijkertijd een akkoord aan op grond van deze afdeling, dan kunnen zij één van de gerechten die relatief bevoegd is, in een gezamenlijk verzoek vragen kennis te nemen van alle verzoeken die worden ingediend in het kader van de totstandkoming van een akkoord ten aanzien van deze rechtspersonen op grond van deze afdeling.”

Dus: behandeling bij één Rechtbank

WIE INITIEERT HET AKKOORD

Schuldenaar (artikel 370 lid 1 Fw)

Schuldenaar deponeert verklaring ter griffie (art. 370 lid 2 Fw)

Een door de rechter benoemde herstructureringsdeskundige (artikel 371 lid 1 Fw)

Wie kan rechter verzoeken een herstructureringsdeskundige te benoemen:

- Schuldenaar,
- ledere schuldeiser,
- leder aandeelhouder of
- de krachtens wettelijke bepalingen bij de door de schuldenaar gedreven onderneming ingestelde ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging (NB: WHOA nvt op niet van toepassing op rechten van werknemers in dienst van de schuldenaar, art. 369 lid 4 Fw)

FLANKERENDE MAATREGELEN

Schorsing verzoek faillietverklaring of surseance (art. 3d Fw en art. 215)

Afkoelingsperiode op verzoek van schuldenaar of herstructureringsdeskundige (art. 376 Fw)

Voorstel tot wijziging of beëindiging overeenkomst door schuldenaar of herstructureringsdeskundige (art. 373 Fw)

Bevoegdheid tot gebruik, verbruik of vervreemding van goederen en inning van vorderingen (art. 377 Fw) (tenzij)

Uitspraak rechtbank over aspecten die van belang zijn in het kader van het tot stand brengen van een akkoord op verzoek van schuldenaar of herstructureringsdeskundige (art. 378 Fw)

Rechtbank kan ambtshalve of op verzoek van schuldenaar of herstructureringsdeskundige voorzieningen treffen ter beveiliging van de belangen van de schuldeisers of de aandeelhouders (art. 379 Fw) (bv observator, art. 380 Fw)

VERREKENING

Degene die een verrekening verricht, is te goeder trouw als bedoeld in het eerste lid als deze verrekening:

- indien verrekening geschiedt nadat schuldenaar verklaring bij griffie heeft gedeponerd inzake voorbereiding akkoord of er een herstructureringsdeskundige is aangewezen, en
- wordt verricht in het kader van de financiering van de voortzetting van de door de schuldenaar gedreven onderneming en niet strekt tot inperking van die financiering

Artikel 54 lid 2 Fw

KLASSEINDELING

“Schuldeisers en aandeelhouders worden in verschillende klassen ingedeeld, als de rechten die zij bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement hebben of de rechten die zij op basis van het akkoord aangeboden krijgen zodanig verschillend zijn dat van een vergelijkbare positie geen sprake is. In ieder geval worden schuldeisers of aandeelhouders die overeenkomstig Titel 10 van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek, een andere wet of een daarop gebaseerde regeling dan wel een overeenkomst bij het verhaal op het vermogen van de schuldenaar een verschillende rang hebben, in verschillende klassen ingedeeld.”

“Gedacht moet worden aan verschillende klassen voor preferente schuldeisers, schuldeisers met een eigendomsvoorbehoud, schuldeisers met een retentierecht en concurrente schuldeisers. (MvT p.13)”

Artikel 374 Fw

BEHANDELING AKKOORD IN KLASSEN

“Het staat de schuldenaar vrij om één categorie schuldeisers onder te verdelen in verschillende klassen. Daarbij kan hij die klassen ook een verschillend aanbod doen, eventueel met als gevolg dat de ene klasse daarbij beter wordt bedeed dan de andere klasse. Wil het akkoord in dit laatste geval in aanmerking komen voor homologatie, dan moet de schuldenaar er wel voor zorgen:

- dat de minder bedeelde klasse met de vereiste meerderheid instemt met het akkoord en daarmee met de keuze om de andere klasse een beter bod te doen, of
- dat hij een redelijke grond kan aandragen voor zijn keuze om een onderscheid te maken en kan aantonen dat de schuldeisers in de minder bedeelde klasse daardoor niet in hun belangen worden geschaad (artikel 384, vierde lid, onderdeel a).”

MvT p. 13 en 14

AANBIEDING INHOUD AKKOORD

Art. 375 lid 1 :

Het akkoord bevat alle informatie die de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders nodig hebben om zich voor het plaatsvinden van de stemming, bedoeld in artikel 381, een geïnformeerd oordeel te kunnen vormen over het akkoord, waaronder:

- a) De naam van de schuldenaar
- b) Voor zover van toepassing de naam van de herstructureringsdeskundige
- c) Voor zover van toepassing, de klasseindeling en de criteria op basis waarvan de schuldeisers en aandeelhouders in één of meerdere klassen zijn ingedeeld;
- d) De financiële gevolgen van het akkoord per klasse van schuldeisers en aandeelhouders
- e) **De waarde die naar verwachting gerealiseerd kan worden als het akkoord tot stand komt**
- f) **De opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement**
- g) De bij de berekening van de waardes, bedoeld onder e en f, gehanteerde uitgangspunten en aannames,
- h) Als het akkoord een toedeling van rechten aan de schuldeisers en aandeelhouders behelst het moment of de momenten waarop de rechten zullen worden toebedeeld
- i) voorzover van toepassing, de nieuwe financiering die de schuldenaar het in het kader van de uitvoering van het akkoord aan wil gaan en de redenen waarom dit nodig is
- j) De wijze waarop de schuldeisers en aandeelhouders nadere informatie over het akkoord kunnen verkrijgen
- k) de procedure voor de stemming over het akkoord alsmede het moment waarop deze plaatsvindt dan wel waarop de stem uiterlijk moet zijn uitgebracht, en
- l) voor zover van toepassing, de wijze waarop de bij de door de schuldenaar gedreven onderneming ingestelde ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging overeenkomstig artikel 25 van de Wet op de ondernemingsraden gevraagd is of nog gevraagd zal worden advies uit te brengen.

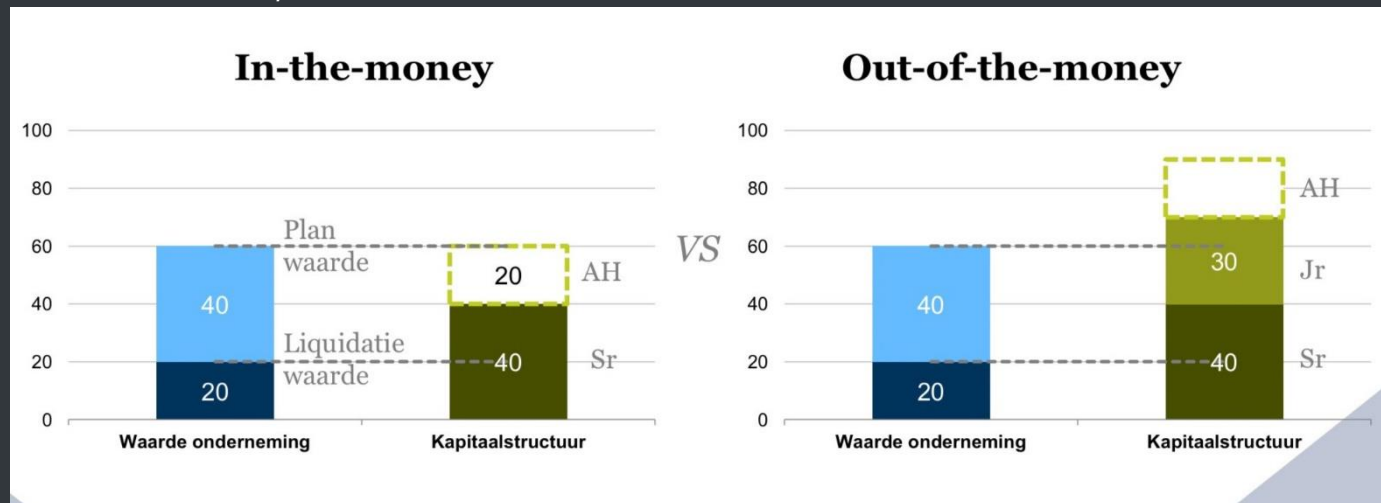
Reorganisatiewaarde

Liquidatiewaarde

AANBIEDING, ANDERE VOORSCHRIFTEN

- Akkoord moet gedurende een **redelijke termijn** die in ieder **geval niet korter is dan acht dagen**, voor het plaatsvinden van de stemming voor worden gelegd aan de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders of aan hen moet worden bericht hen hoe zij daarvan kennis kunnen nemen, zodat zij hierover een geïnformeerd oordeel kunnen vormen (art. 381 Fw)
- MKB schuldenaar moet instemmen: art. 381 lid 2 Fw: de schuldenaar of, als de schuldenaar een rechtspersoon is, de groep, bedoeld in artikel 24b van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, waartoe de schuldenaar behoort, een onderneming drijft waar minder dan 250 personen werkzaam zijn en waarvan de jaaromzet in het voorgaande boekjaar € 50 miljoen of het balanstotaal aan het eind van het voorgaande boekjaar € 43 miljoen niet overschreed
- Let op de dynamiek van DGA

TOEKOMST WHOA, DWANGAKKOORD BUITEN FAILLISSEMENT IN NEDERLAND



Planwaarde = reorganisatiewaarde (voor eventuele storting van nieuw geld)

Planwaarde minus de liquidatiewaarde van de onderneming = WIG

Artikel 375 onder e: reorganisatiewaarde: de waarde die naar verwachting gerealiseerd kan worden als het akkoord tot stand

Artikel 375 onder f: liquidatiewaarde: de opbrengst die naar verwachting gerealiseerd kan worden bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement

REORGANISATIE NIET GELIJK AAN ONDERNEMINGSWAARDE

- Genormaliseerde kapitaalstructuur
- Business case van de geherstructureerde onderneming

Omzetting van wederkerige overeenkomsten opnemen in de schuld → heeft impact op de toekomstige kasstromen

Handelscrediteuren en overige crediteuren meenemen in het akkoord? → heeft impact op de toekomstige kasstromen

Rekening houden met nieuw geld en operationele verplichtingen (zoals bijvoorbeeld pensioenverplichtingen)

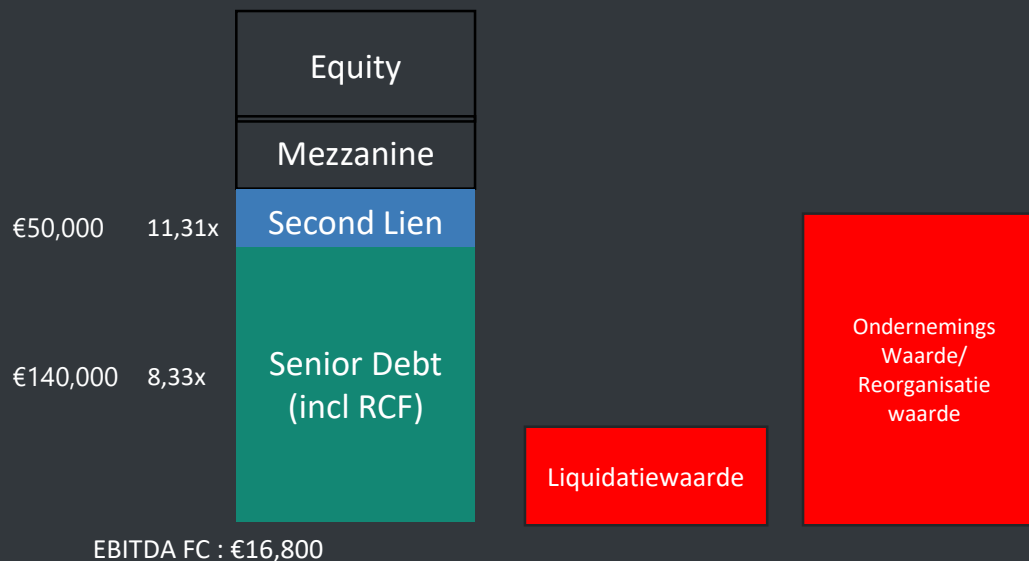
CASUS AKKOORD ONDER WHOA

Operational Cash Flows	1	2	3	4	5
EBITDA	16,830	17,531	21,038	23,843	23,843
Delta NWC	5,475	-	-	-	-
CAPEX	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000
Taxes on operational profit	-2,366	-2,506	-3,208	-3,769	-3,769
Operating Cash Flows	14,939	10,025	12,830	15,074	15,074
Discount Rate	11%				
Growth Rate	2%				
Forecast period	13,519.46	8,210.32	9,509.11	10,110.66	9,149.92
	50,499				
Envisioned CF year 6					
CF year 5	15,074				
Growth rate	2%				
CF year 6	15,375.48				
Continuing Value	180,888.00				
PV of CV			109,799		
Total Enterprise Value			160,298		

CASUS AKKOORD ONDER WHOA

Ondernemingswaarde gedaald naar ~€140,0/m - €170,0/m

Uitwinningswaarde benaderd op ~€69,0/m



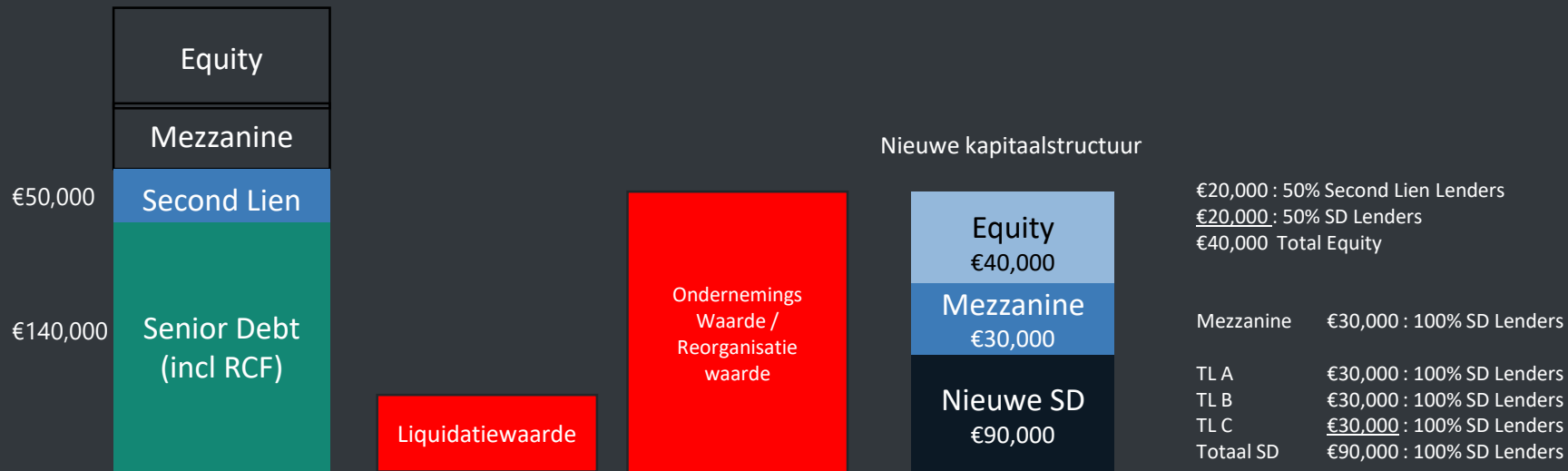
Uitwinningswaarde : €69,005
Of andere liquidatiewaarde hanteren?

Deskundige : ondernemingswaarde : €160,0/m
Of andere reorganisatiewaarde hanteren?

CASUS AKKOORD ONDER WHOA

Ondernemingswaarde gedaald naar ~€140,0/m - €170,0/m

Uitwinningswaarde benaderd op ~€69,0/m



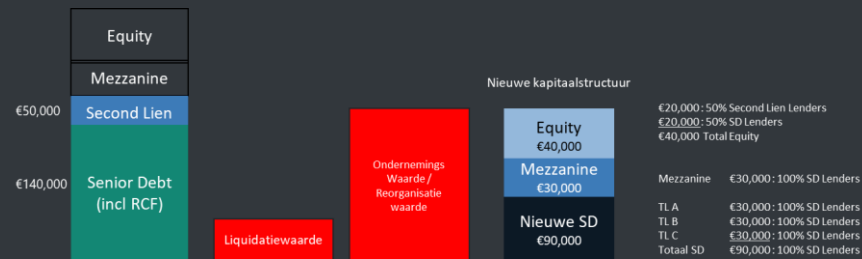
IS AKKOORD REDELIJK?

Drie mogelijkheden :

1. Instemmende klasse(n)
2. Tegenstemmende klasse(n) : Uitkeren in cash : best interest of creditors toets conform artikel 384 lid 3
3. Tegenstemmende klasse(n) : Eerlijke absolute priority rule conform artikel 384 lid 4
verdeling van reorganisatiewaarde

Senior Lenders Oud krijgen : €90,000 Senior Debt Nieuw
: €30,000 Mezzanine
: €20,000 50% Equity belang
€140,000 Totaal

Second Lien Lenders (€50,000) krijgen : €20,000 50% Equity belang
€20,000 Totaal



Maar stel dat de Second Lien lenders beweren dat de waarde €180/m is?

FINANCIERINGSVOORWAARDEN KUNNEN VERSCHILLEN

Stel de financieringsvoorwaarden van het akkoord zijn (versimpeld) als volgt:

	Amount	Term	Cash Margin	PIK
Term Loan A	30,000	6.00	1.00%	
Term Loan B	30,000	7.00	1.50%	
Term Loan C	30,000	8.00	1.75%	
Mezzanine	30,000	9.00	2.00%	2.00%
Total	120,000			

	Amount	Term	Cash Margin	PIK
Term Loan A	30,000	6.00	1.00%	
Term Loan B	30,000	7.00	1.50%	
Term Loan C	30,000	8.00	1.75%	
Mezzanine	30,000	9.00	2.00%	10.00 %
Total	120,000			

FINANCIERINGSVOORWAARDEN KUNNEN VERSCHILLEN

De exit berekeningen geven nader inzicht in de verwachte rendementen

IBR Case	PIK element :					15.00%
EBITDA - jaar 5						23,843
Multiple				10.00x		
Enterprise Value						238,425
Outstanding Mezz new						50,284
Outstanding SD new						125,341
Excess Cash						12,888
Net Debt						162,737
						75,688
Equity belang		50%				37,844
IRR berekeningen voor de oorspronkelijke SD lenders						
Rente		2,175	2,075	1,975	1,875	1,775
Aflossingen		5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Aflossingen leningen bij verkoop						175,625
Equity opbrengst						37,844
Totale kasstroom	-140,000	7,175	7,075	6,975	6,875	220,244
						IRR
						13.08%
IRR berekeningen voor de oorspronkelijke 2lien lenders						
Equity opbrengst	-20,000	0	0	0	0	37,844
						13.60%

FINANCIERINGSVOORWAARDEN KUNNEN VERSCHILLEN

De exit berekeningen geven nader inzicht in de verwachte rendementen

IBR Case	PIK element :	4.00%					
EBITDA - jaar 5							23,843
Multiple				10.00x			
Enterprise Value							238,425
Outstanding Mezz new							30,416
Outstanding SD new							101,500
Excess Cash							20,043
Net Debt							111,873
							126,552
Equity belang	50%						63,276
IRR berekeningen voor de oorspronkelijke SD lenders							
Rente		2,175	2,075	1,975	1,875	1,775	
Aflossingen		5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	
Aflossingen leningen bij verkoop							131,916
Equity opbrengst							63,276
Totale kasstroom	-140,000	7,175	7,075	6,975	6,875	201,967	
							IRR
							11.29%
IRR berekeningen voor de oorspronkelijke 2lien lenders							
Equity opbrengst	-20,000	0	0	0	0	63,276	25.90%

STEMMING

- Stemgerechtigd zijn schuldeisers en aandeelhouders van wie de rechten op basis van het akkoord worden gewijzigd (art. 381 lid 3 Fw)
- Economisch belang bij een ander: eventueel die laten stemmen (art. 381 lid 4 en 5)
- Stemming per klasse fysieke vergadering of via elektronisch communicatiemiddel of schriftelijk (art. 381 lid 6 Fw)
- Formeel voorschrift: art. 382 Fw: verslag

AKKOORD AANGENOMEN IN EEN KLASSE

- Een klasse van schuldeisers heeft met het akkoord ingestemd als het besluit tot instemming is genomen door een groep van schuldeisers die samen ten minste twee derden vertegenwoordigen van het totale bedrag aan vorderingen behorend tot de schuldeisers die binnen die klasse hun stem hebben uitgebracht (art. 381 lid 7 Fw)
- Een klasse van aandeelhouders heeft met het akkoord ingestemd als het besluit tot instemming is genomen door een groep van aandeelhouders die samen ten minste twee derden vertegenwoordigen van het totale bedrag aan geplaatst kapitaal behorend tot de aandeelhouders die binnen die klasse een stem hebben uitgebracht (art. 381 lid 8 Fw)

HOMOLOGATIE

- Door de rechtbank op verzoek van schuldenaar of herstructureringsdeskundige, indien tenminste één (in the money) klassen voor het akkoord het gestemd
- Voor zover MKB schuldenaar niet om herstructureringsdeskundige heeft gevraagd: MKB schuldenaar moet instemmen indien niet alle klassen voor het akkoord hebben gestemd: Als de schuldenaar een rechtspersoon is, mogen de aandeelhouders het bestuur niet op onredelijke wijze belemmeren instemming te verlenen
- Rechtbank bepaalt zittingsdatum (8-14 dagen nadat homologatieverzoek is ingediend en verslag gedponeerd) en indien noch geen herstructureringsdeskundige of observator, benoemt alsnog observator
- stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders bij de rechtbank een met redenen omkleed schriftelijk verzoek indienen tot afwijzing van het homologatieverzoek. (pas op: vroeg protesteren)
- Art. 383 Fw

ALGEMENE AFWIJZINGSGRONDEN: ART. 384 LID 2 FW

- Ambtshalve of op verzoek van een stemgerechtigde schuldeiser of aandeelhouder:
 - a. schuldenaar verkeert niet in een toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij met het betalen van zijn schulden niet zal kunnen
 - b. Niet alle schuldeisers en aandeelhouders op wie het akkoord betrekking hebben, zij naar behoren in kennis gesteld van het akkoord, de gelegenheid hebben gehad hierover hun stem uit te brengen en op de hoogte zijn gebracht van de datum waarop de behandeling van het homologatieverzoek zou plaatsvindende;
 - c. de informatie die in het akkoord en de bijlagen is opgenomen toereikend is
 - d. de schuldeisers en aandeelhouders op een correcte wijze zijn onderverdeeld in klassen en of zij voor het juiste bedrag in hun desbetreffende klasse zijn ingedeeld
 - e. de nakoming van het akkoord niet voldoende is gewaarborgd
 - f. nieuwe financiering waardoor de belangen van de gezamenlijke schuldeisers daardoor wezenlijk worden geschaad;
 - g. het akkoord door bedrog, door begunstiging van één of meer stemgerechtigde schuldeisers of aandeelhouders of met behulp van andere oneerlijke middelen tot stand is gekomen, onverschillig of de schuldenaar dan wel een ander daartoe heeft meegewerkt;
 - h. het loon en de verschotten van de door de rechtbank aangewezen of aangestelde herstructureringsdeskundige, deskundige of observator niet zijn gestort of daarvoor geen zekerheid is gesteld, of
 - i. er andere redenen zijn die zich tegen de homologatie verzetten.

BIJZONDERE AFWIJZINGSGRONDEN: ART. 384 LID 3 EN 4 FW

- op verzoek van één of meer stemgerechtigde schuldeisers of aandeelhouders die zelf niet met het akkoord hebben ingestemd of die ten onrechte niet tot de stemming zijn toegelaten: summierlijk blijkt dat deze schuldeisers of aandeelhouders op basis van het akkoord slechter af zijn dan bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement
- Op verzoek van één of meer stemgerechtigde schuldeisers of aandeelhouders die zelf niet met het akkoord hebben ingestemd en zijn ingedeeld in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd of die ten onrechte niet tot de stemming zijn toegelaten en in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd hadden moeten worden ingedeeld, als:
 - a. bij de verdeling van de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd ten nadele van de klasse die niet heeft ingestemd wordt afgeweken van de rangorde bij verhaal op het vermogen van de schuldenaar overeenkomstig Titel 10 van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek, een andere wet of een daarop gebaseerde regeling, dan wel een contractuele regeling, tenzij voor die afwijking een redelijke grond bestaat en de genoemde schuldeisers of aandeelhouders daardoor niet in hun belang worden geschaad, of
 - b. de genoemde schuldeisers op basis van het akkoord niet het recht hebben om te kiezen voor een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat zij bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement naar verwachting aan betaling in geld zouden ontvangen.

GEVOLGEN EN IMPLEMENTATIE

- Het gehomologeerde akkoord is verbindend voor de schuldenaar en voor alle stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders (art. 385 Fw)
- Het vonnis van homologatie levert ten behoeve van de stemgerechtigde schuldeisers met niet door de schuldenaar betwiste vorderingen een voor tenuitvoerlegging vatbare titel op tegen de schuldenaar en tegen de tot het akkoord als borgen toegetreden personen, voor zover de schuldeisers op basis van het akkoord een vordering krijgen tot betaling van een geldsom (art. 386 Fw)

HYBRID DUTCH PRE-PACK

WCO 1 en Wet
Overgang
Onderneming in
faillissement
Waar eindigt het?



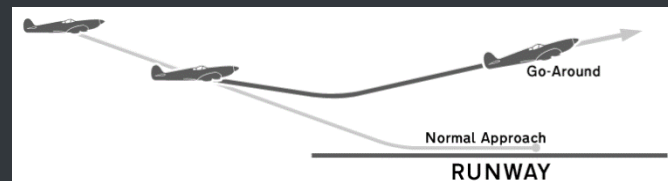
KLASSIEKE DOORSTART



Na uitspreken faillissement doet de curator een poging om (een deel van) de onderneming 'going concern' te verkopen; the melting ice cube.

Curator vraagt taxatierapporten op te stellen voor de activa, brengt potentiële kopers in kaart en verschaft aanvullende info (ziet met name op tastbare activa) (geen ruimte/tijd voor uitgebreid(e) due diligence/boekenonderzoek).

Curator ontvangt biedingen en verkoopt doorgaans aan hoogste bidder. Hoeveelheid personeel dat wordt overgenomen is ook relevant; biedingen ergens tussen liquidatiewaarde en de onderhandse verkoopwaarde.



NADELEN KLASSIEKE DOORSTART

Leveranties stoppen na publicatie faillissement

Afnemers zoeken alternatieven

Uitoefenen retentierechten/eigendomsvoorbehoud

Focus van stakeholders op behoud van rechten in plaats van relatie

Beperkte tijd voor informatievoorziening aan curator

Beperkte tijd voor onderhandelingen en verkoopproces

Bij voortzetten onderneming tijdens faillissement:

- aansprakelijkheidsrisico's
- noodzaak boedelkrediet

DUTCH PRE-PACK

Zeer snelle doorstart

Rechtbank wijst op verzoek schuldenaar vóór faillissement de "beoogd curator" (nu nog "stille bewindvoerder") aan.

Beoogd curator:

- onderzoekt reeds voor faillissement de mogelijkheden voor een doorstart
- bereidt met stakeholders in stilte de doorstart voor

Faillissementsuitspraak

Onmiddellijk daarna activa transactie ("flitsfaillissement")

Continuïteitsboodschap aan de markt

Tollenaar, de godfather van de Nederlandse Pre-pack: Faillissementsrechters in Nederland: geef ons de pre-pack in Tvl 2011/23

SUCCESSVOLLE PREPACKS 2012-2013



Moes Holding - 11 juli 2012 (Bouwbedrijf)

Opinion Test & Taste - 30 oktober 2012

Zeuren Meeren - 13 november 2012 (Beheer vastgoedfondsen)

Dept - 17 december 2012 (Mode)

Schoenenreus - 24 januari 2013 (Schoenen)

Bandolera - 25 januari 2013 (Bandolera & Not The Same)

Springflower / Ciccolella - 18 februari 2013 (Bloemhandel en -kwekerij)

Pelican Tijdschriften - 12 maart 2013 (Carros, Nautique, Residence, Eligance, Hitkrant etc.)

Prime Champ - 15 april 2013 (Champignonproducent)

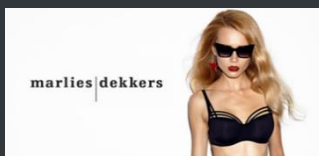
Romijnders - 23 april 2013 (Bouwbedrijf)

Het Groene Kruis - 5 juni 2013 (Kraamzorg)

Ruwaard van Putten ziekenhuis Ziekenhuis - 24 juni 2013

De Harense Smit - 1 juli 2013 (Elektronica keten)

Marlies Dekkers - 21 augustus 2013



ESTRO PERIKELEN

Artikel 5 van de richtlijn 2001/23/EG van de Raad van 12 maart 2001:

1. Tenzij de lidstaten anders bepalen, zijn de artikelen 3 en 4 niet van toepassing op een overgang van een onderneming, vestiging of een onderdeel van een onderneming of vestiging wanneer de vervreemder verwickeld is in een faillissementsprocedure of in een soortgelijke procedure met het oog op de liquidatie van het vermogen van de vervreemder onder toezicht van een bevoegde overheidsinstantie (die een door een overheidsinstantie gemachtigde curator mag zijn).

Artikel 7:666 BW:

De artikelen 7:662 tot en met 7:665 en 7:670, lid 8, zijn niet van toepassing op de overgang van een onderneming indien:

- a) de werkgever in staat van faillissement is verklaard en de onderneming tot de boedel behoort [...]

ESTRO PERIKELEN

Kantonrechter Rechtbank Midden-Nederland zp Almere.

ECLI:NL:RBMNE:2016:954, JAR 2016/64, PRE-JUDICIËLE VRAGEN

1. Verdraagt de **Nederlandse faillissementsprocedure**, in geval van overdracht van de gefailleerde onderneming waar het faillissement is voorafgegaan door een door de rechter gecontroleerde pre-pack, die expliciet gericht is op het voortbestaan van (delen van) de onderneming, zich met doel en strekking van de richtlijn 2001/23/EG en is artikel 7:666 lid 1 aanhef en onder a BW in dat licht (nog) wel **richtlijnconform**?
2. Is richtlijn 2001/23/EG van toepassing in het geval een door de rechtbank aangestelde zogeheten “beoogd curator” zich al voor aanvang van het faillissement op de hoogte stelt van de situatie van de schuldenaar en de mogelijkheden onderzoekt van een mogelijke doorstart van de activiteiten van de onderneming door een derde partij en zich tevens voorbereidt op handelingen die kort na het faillissement moeten geschieden teneinde die doorstart te realiseren door middel van een activa transactie waarbij de onderneming van de schuldenaar of een gedeelte daarvan per datum faillissement of kort daarna wordt overgedragen en die activiteiten geheel of gedeeltelijk (vrijwel) ononderbroken worden voortgezet?

ESTRO PERIKELEN

Kantonrechter Rechtbank Midden-Nederland zp Almere.

ECLI:NL:RBMNE:2016:954, JAR 2016/64, PRE-JUDICIËLE VRAGEN

3. Maakt het daarbij nog verschil of voortzetting van de onderneming het primaire doel is van de pre-pack, dan wel of de (beoogd) curator met de pre-pack en de verkoop van de activa in de vorm van een 'going concern' direct na het faillissement, primair beogen te komen tot een maximalisatie van de opbrengst voor de gezamenlijk schuldeisers dan wel dat in het kader van pre-pack vóór het faillissement wilsovereenstemming voor de activaoverdracht (voorzetting van de onderneming) is bereikt en de uitvoering daarvan ná het faillissement wordt geformaliseerd en/of geëffectueerd? En hoe moet dit worden gezien indien zowel voortzetting van de onderneming, als opbrengstmaximalisatie wordt beoogd?

ESTRO PERIKELEN

Hof van Justitie 22 juni 2017, JAR 2017/189

59. Gelet op de voorgaande overwegingen, moet op de eerste tot en met de derde prejudiciële vraag worden geantwoord dat richtlijn 2001/23, en met name artikel 5, lid 1, ervan, aldus moet worden uitgelegd dat de door de artikelen 3 en 4 van die richtlijn gegarandeerde bescherming van werknemers behouden blijft in een situatie zoals die welke in het hoofdgeding aan de orde is, waarin de overgang van een onderneming plaatsvindt na een faillietverklaring in de context van een vóór de faillietverklaring voorbereide en onmiddellijk daarna uitgevoerde *pre-pack*, in het kader waarvan een door een rechtbank aangestelde „beoogd curator” met name de mogelijkheden onderzoekt van een eventuele voortzetting van de activiteiten van die onderneming door een derde en zich voorbereidt op handelingen die onmiddellijk na de faillietverklaring moeten worden verricht teneinde die voortzetting te verwezenlijken. In dat verband is niet relevant dat de *pre-pack* tevens de maximalisatie van de opbrengst van de overdracht voor alle schuldeisers van die onderneming beoogt.

ESTRO PERIKELEN

Europese Hof sabelt methode van Bliksembankroet neer

Ook bij flitsfaillissement heeft werknemer rechten

Nanda Troost
Amsterdam

De hoogste Europese rechter heeft donderdag een streep gezet door massaontslagen na een Nederlandse flitsfaillissement. Werknemers die door zo'n faillissement met razendsnelle doorstart hun baan verloren, kunnen na deze uitspraak hun oude baan terugvragen of alsnog een ontslagvergoeding claimen.

De zaak bij het Europese Hof van Justitie was aangespannen door vakbond FNV en vier medewerkers van kinderopvangbedrijf Estro, dat in 2014 failliet ging. Twee dagen na het bankroet ging Estro verder onder de naam SmallSteps, maar ruim duizend van de 1.600 werknemers werden op straat gezet. De rechtbank Midden-Nederland, die de zaak Estro in behandeling heeft, had het Europese Hof om een oordeel gevraagd.

Belangrijkste vraag van de rechtbank: of het personeel bij zo'n snelle doorstart dezelfde rechten heeft als personeel van een bedrijf dat op de gebruikelijke manier wordt overgenomen. De vakbond en de Estro-medewerkers vinden van wel en het Europese Hof geeft hen nu gelijk.

Anders dan bij een gewoon bankroet wordt bij een flitsfaillissement de doorstart met een nieuwe - en soms dezelfde - eigenaar al voorbereid voordat het faillissement wordt aangevraagd. De voorgekoelde doorstart wordt dan geregeld door het management van het failliete bedrijf en niet door een onafhankelijke curator. Europese regels schrijven voor dat faillissementsprocedures onder toezicht moeten staan van een bevoegde overheidsinstantie. Omdat de curator in flitsprocedures feitelijk buitenspel wordt gezet, voldoen zulke faillissementen volgens het Europese Hof niet aan de Europese richtlijn.

Andere bedrijven die zijn doorge-

start na een flitsfaillissement zijn kleedingketen McGregor, garnalenverwerkend bedrijf Hienploeg, reorganisatie Neckermann, lingerieontwerpster Marlies Dekker, de Schoenenreus, champignonverwerkend bedrijf Prime Champ en de Free Record Shop.

Schuldeisers
Flitsfaillissementen, ook pre-packs genoemd, liggen al langer onder vuur. Het voordeel van zo'n bliksemfaillissement is dat bedrijven, vaak in afgeslankte vorm, snel verder kunnen. Kritiek komt vooral van schuldeisers en werknemers. Leveranciers blijven zitten met openstaande rekeningen. Vakbonden stellen vast dat bedrijven de constructie gebruiken om goedkoop te reorganiseren. Vooral oudere werknemers worden ontslagen. Een personeel dat wel mee kan, moet doorgaans genoegen nemen met slechtere arbeidsvoorwaarden.

Free Record Shop, de Schoenenreus, Neckermann en McGregor kenden ook een flitsfaillissement



Een speelplaats van een voormalig kinderdagverblijf van Estro. Foto ANP

Toch is een flitsfaillissement niet altijd verkeerd, vindt Reinout Vriensendorp, hoogleraar insolventierecht in Leiden en advocaat in Amsterdam. "Bij DAF Trucks werd destijds reedszittend man op straat gezet. In de nieuwe vennootschap kon ongeveer de helft verder. Een bedrijf in moeilijkheden heeft haast en baat bij discretie. Al was het maar om te voorkomen dat leveranciers zich terugtrekken. Bedenk wel, is er geen koper dan wordt er geliquideerd en staan alle werknemers op straat. Bij een pre-pack blijft in elk geval een deel van de mensen aan het werk."

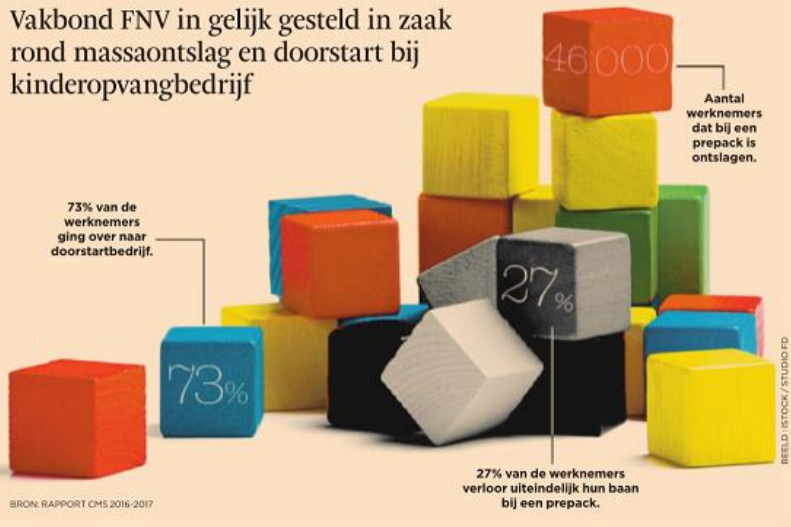
Salaris

De Nederlandse rechter bepaalt nu waar de ontslagen Estro-werknemers precies recht op hebben. De uitspraak van het Europese Hof betekent dat alle duizend ex-Estro-werknemers nu officieel in dienst zijn bij SmallSteps, zegt hoogleraar arbeidsrecht Evert Verhulst van de Universiteit van Amsterdam. "Maar om ook met terugwerkende kracht recht op salaris te hebben, hadden de werknemers destijds bij het bedrijf lenbaar moeten maken dat ze wilden doorwerken. Dat hebben in elk geval de vier gedaan die de rechtszaak hebben gevoerd. Maar de anderen kunnen bij SmallSteps aankloppen voor een ontslagvergoeding. Het is de vraag of SmallSteps dat kan betalen." SmallSteps kon gisteren nog niet reageren op de uitspraak.

DOORSTART PREPACK

Flitsfaillissement onzeker na uitspraak Europees Hof

Vakbond FNV in gelijk gesteld in zaak rond massaontslag en doorstart bij kinderopvangbedrijf



ESTRO PERIKELEN

Onderbouwing Estro

43. Dit betekent dat artikel 5, lid 1, van richtlijn 2001/23, voor zover het de mogelijkheid biedt om af te wijken van de regeling ter bescherming van de werknemers, van toepassing is op een zaak zoals die in het hoofdgeding, op voorwaarde echter dat de bedoelde procedure voldoet aan de in die bepaling genoemde voorwaarden.

44. Dienaangaande preciseert artikel 5, lid 1, van richtlijn 2001/23 op **cumulatieve wijze** dat de vervreemder verwickeld moet zijn in een **faillissementsprocedure** of in een soortgelijke procedure. Voorts moet deze procedure zijn ingeleid **met het oog op de liquidatie van het vermogen van de vervreemder** en moet deze **onder toezicht van een bevoegde overheidsinstantie** staan.

Dus:

1. faillissementsprocedure
2. gericht op liquidatie vermogen vervreemder
3. onder toezicht bevoegde overheidsinstelling

Huidige pre-pack voldoet niet aan 2 en 3

ESTRO PERIKELEN

48. Een procedure de **voortzetting van de activiteit** beoogt wanneer zij bedoeld is om het operationele karakter van de onderneming of van de levensvatbare onderdelen daarvan veilig te stellen. Een procedure die **de liquidatie van het vermogen** beoogt, zorgt daarentegen voor een zo hoog mogelijke uitbetaling aan de gezamenlijke schuldeisers. Ook al is het niet uitgesloten dat er een zekere overlapping kan zijn tussen die twee doelen die een bepaalde procedure nastreeft, het hoofddoel van een procedure die de voortzetting van de activiteit van de onderneming beoogt, blijft in elk geval het behoud van de betrokken onderneming.

49. In casu blijkt uit de verwijzingsbeslissing dat een **pre-pack** zoals die welke in het hoofdgeding aan de orde is, tot in de kleinste details de overdracht van de onderneming beoogt voor te bereiden om na de faillietverklaring een snelle doorstart mogelijk te maken van de levensvatbare onderdelen van de onderneming, teneinde op die manier de onderbreking te vermijden die het gevolg zou zijn van de plotselinge stopzetting van de activiteiten van die onderneming op de datum van de faillietverklaring, zodat de waarde van de onderneming en de werkgelegenheid behouden blijven.

ESTRO PERIKELEN

50. Onder deze omstandigheden en onder voorbehoud van verificatie door de verwijzende rechter, moet worden vastgesteld dat een dergelijke transactie uiteindelijk niet de liquidatie van de onderneming beoogt, zodat het economische en sociale doel daarvan noch kan verklaren noch kan rechtvaardigen dat bij een volledige of gedeeltelijke overgang van de betrokken onderneming, haar werknemers worden beroofd van de rechten die richtlijn 2001/23 hun toekent (zie naar analogie arrest van 7 december 1995, Spano e.a., C-472/93, EU:C:1995:421, punten 28 en 30).

51. Gezien de vaststelling in punt 48 van dit arrest, kan de omstandigheid dat **de pre-pack tevens gericht kan zijn op een zo hoog mogelijke uitbetaling aan de schuldeisers, niet tot gevolg hebben dat deze hierdoor een procedure wordt die is ingeleid met het oog op de liquidatie van het vermogen van de vervreemder in** de zin van artikel 5, lid 1, van richtlijn 2001/23.

Vraag: is pre-pack gericht op voortzetting onderneming of liquidatie ondernemer of onderneming?

ESTRO PERIKELEN

53. Wat in de derde plaats de voorwaarde betreft dat de in artikel 5, lid 1, van richtlijn 2001/23 bedoelde procedure onder toezicht van een overheidsinstantie moet staan, zij opgemerkt dat de fase van de pre-pack zoals die welke in het hoofdgeding aan de orde is, die voorafgaat aan de faillietverklaring, geen enkele grondslag in de betrokken nationale wettelijke regeling heeft.

54. Die transactie wordt in zoverre dus niet uitgevoerd onder toezicht van de rechtbank, maar, zoals uit het dossier bij het Hof blijkt, door de leiding van de onderneming, die de onderhandelingen voert en de besluiten neemt die de verkoop van de failliete onderneming voorbereiden.

55. Ofschoon de beoogd curator en de beoogd rechter-commissaris op verzoek van de failliete onderneming door de rechtbank worden aangesteld, beschikken zij formeel immers over geen enkele bevoegdheid. Zij staan derhalve niet onder toezicht van een overheidsinstantie.

Er komt geen uitspraak meer van de NL rechter die de pre-judiciële vragen had gesteld, partijen hebben geschikt.

PREPACK PRINCEN TRANSMISSION

Rechtbank Limburg 26 september 2018, JOR 2019/316

20 maart 2015: stille bewindvoerder aangesteld

27 maart 2015 indicatief bod overname

30 maart 2015 faillissement

31 maart 2015 ontslag werknemers

1 april 2015 overname vanuit faillissement

“3.18. Dat er sprake was van een situatie waarin PGV was opgehouden te betalen, maakt echter nog niet dat de kantonrechter van oordeel is dat het faillissement van PGV tot doel had liquidatie van het vermogen teneinde een zo hoog mogelijke uitbetaling aan de gemeenschappelijke schuldeisers te bewerkstelligen. Uit het faillissementsverslag d.d. 6 oktober 2015 blijkt dat PGV deel uitmaakte van het netwerk van TransMission B.V. Dit netwerk bedient een groot aantal landelijke klanten. Een faillissement van PGV – dat als distributiecentrum van het netwerk diende – zou tot gevolg hebben dat PGV zou stilvallen met aanzienlijke schade aan het TransMission netwerk als gevolg. PGV, maar zeker TransMission B.V. had er dank ook alle belang bij dat PGV na faillissement direct zou doorstarten. Uit hetzelfde faillissementsverslag blijkt ook duidelijk dat de heer[X], directeur van [vennootschap van de heer X] B.V. (zijnde de moedervenootschap van de failliete PGV) vanaf het moment dat de stillebewindvoering inging – 20 maart 2015 – te kennen gaf zelf een doorstart van de onderneming te willen beproeven. Tot slot wordt in het faillissementsverslag beschreven dat gedurende de periode van stille insolventie onder toezicht van de beoogd curator gesprekken hebben plaatsgevonden met de potentiële overnamekandidaten met het uiteindelijke doel een doorstart na faillissement te realiseren.”

PREPACK PRINCEN TRANSMISSION

Rechtbank Limburg 26 september 2018, JOR 2019/316

“3.19. Ter realisatie van de wens om een doorstart te realiseren is op 27 maart 2015 een indicatief bod uitgebracht door drie dochterondernemingen van [vennootschap van de heer X], namelijk de toen nog zijnde Materieel 6005 B.V., M&V HR B.V. en TLW B.V. Dit wijst er sterk op dat er binnen het concern van [vennootschap van de heer X] B.V. niet de intentie bestond om het vermogen van PGV te liquideren. Bovendien bevreemdt het de kantonrechter in hoge mate dat er binnen de dochtermaatschappijen van het concern [vennootschap van de heer X] B.V. enerzijds kennelijk wél de financiële middelen bestond om na faillissement een doorstart te realiseren terwijl er anderzijds niet voor is gekozen om de benodigde financiële impuls te geven teneinde PGV in haar hoedanigheid van distributiecentrum te behouden.

3.20. Het bovenstaande in ogenschouw nemende is de kantonrechter dan ook van oordeel dat de faillissementsprocedure is ingeleid met het oog op doorstart van PGV en niet (louter) gericht was op de liquidatie van het vermogen van PGV. Dit betekent dus dat de beschermingsregels van artikel 3 en 4 van de Richtlijn2001/23/EG—in nationale wetgeving verankerd in artikel 7:662 BW e.v. – voor werknemers ingeval van een overgang van onderneming hun werking behouden.

HEIPIOEG PERIKELEN

E2 Economie

Vooropgezet faillissement is prima, vindt de rechter

Vonnis Rechter keurt pre-pack Heiploeg goed, in politiek relevante zaak.

Door onze redacteur
Tori van der Heijden

AMSTERDAM. In een fitsfaillissement gelden geen andere spelregels dan in een 'gewoon' faillissement. Das ook als een doorstart vooraf belemmerd is voorbereid en naadloos aansluit op faillissement, verliezen alle werknemers hun baan. En als het doorgezet bedrijf ze weer in dienst neemt, mogen hun arbeidsvoorwaarden er best anders uitzien dan voorheen.

Dat heeft de rechter gisteren geoordeeld in een rechtszaak die van groot belang is voor de toekomst van deze relatief nieuwe faillissementsvorm, de 'pre-pack', kort voor pre-packings' doof. Dit type faillissement, overgenomen uit het Verenigd Koninkrijk, heeft in Nederland nog geen wettelijke basis. Dit najaar behandelt de Tweede Kamer het wetsvoorstel dat voor die basis zou zorgen.

De vakbonden verzetten zich tegen de pre-pack. FNV en CNV Vakmensen stonden even rechtszaak aan tegen garnalenpellet Heiploeg. Het bedrijf uit het Groninger Zoutkamp ging begin vorig jaar failliet en maakte nog diezelfde nacht een doorstart. Van de 300 werknemers van Heiploeg verloor er 90 hun baan. De rest lood aan de slag bij het nieuwe, doorgezet Heiploeg, maar wel tegen minder gunstige arbeidsvoorwaarden.

Niet echt failliet

Op deze manier is een faillissement gewoon een gecombineerde reorganisatie, vinden de vakbonden. Een deel van het personeel wordt immers gelooft en het overgebleven deel is slachtoffer.

Volgens de bonden had Heiploeg zijn mensen niet mogen ontslaan of slechtere voorwaarden mogen geven. Heiploeg ging namelijk niet 'echt' failliet, betoogden ze tegen de rechter – de hele pre-packoperatie was van begin af aan gericht op 'continuïteit' van het bedrijf. Niet op 'liquidatie'.

Al voor faillissement was de deal die Heiploeg zou reddend immers helemaal uitgesloten. Dan moesten ook de regels van een 'gewone' overname gelden, vinden de bonden. De regels die zouden gel-

den buiten faillissement. Dat zou betekenen dat de nieuwe eigenaar van Heiploeg alle werknemers in dienst had moeten nemen, met de geldende arbeidsvoorwaarden.

De rechter heeft echter anders geoordeeld. Pre-pack of niet, een faillissement is een faillissement – dus gelden ook dezelfde spelregels.

Het doet er niet toe of een doorstart van tevoren al dan niet belemmerd is voorbereid, vindt de rechter. Het moment van 'change of control' bepaalt of werknemers na de overname in dienst moeten blijven. Dat moment lag in het geval van Heiploeg 'na de faillissementsdatum', schrijft de rechter.

FNV en CNV Vakmensen zijn 'ernstige teleurgesteld', zegt een woordvoerder van FNV. De bonden gaan in hoger beroep. Daarnaast hebben ze nog een vergelijkbare rechtszaak lopen tegen kinderopvangbedrijf Smallesteep, dat Foto overnam in het fitsfaillissement vorig jaar. Toen verloren duizend mensen hun baan.

Rechtbanken verdeeld

De pre-pack is omstreden. Door de stille voorbereiding levert zo faillissement meer geld op voor schuldeisers en houdt meer mensen hun baan, zegt de rechter. Tegengestander menen dat de pre-pack juist eenzijdig kan worden misbruikt om van schulden en werknemers af te komen.

Advocaten en zelfs rechtbanken zijn verdeeld. De Nederlandse Oude van Advocaten oordeelde negatief over de pre-pack, de vereniging van insolventadvocaten insolud positief. Acht Nederlandse rechtbanken wekten al wel met de pre-pack, de overige drie doen dat niet. De rechtbank Overijssel die gisteren uitspraak deed in de zaak tegen Heiploeg, is overigens één van die die.

De najaar streeft de Tweede Kamer over de pre-pack. Het wetsvoorstel van gisteren is een ondersteuning van het wetsvoorstel dat er na ligt, zegt een woordvoerder van het ministerie van Justitie. Een tegenvaller voor de vakbonden – zij hoopen dat hun zaak tegen Heiploeg de politieke weerstand tegen de pre-pack juist zou vergroten.

Bedrijf mag direct door na faillissement

Rechter keurt het goed dat garnalenpelletbedrijf Heiploeg binnen een dag een doorstart maakte.

Van onze verslaggever
Gerard Reijn

AMSTERDAM Er is niks mis met het fitsfaillissement van garnalenpelletbedrijf Heiploeg, begin 2014. Volgens de rechtbank in Almelo is er geen sprake van dat bij dat faillissement misbruik is gemaakt van de faillissementswet om een goedloper reorganisatie door te voeren. De vakbonden gaan in beroep tegen de eerste rechterlijke uitspraak over een fitsfaillissement.

Heiploeg in Zoutkamp ging failliet doordat het al jaren verlies leed en in 2013 nog eens een boete kreeg opgelegd van de Europese Commissie van 27 miljoen euro. De banken weigerden het bedrijf verder te financieren. Daarop vroeg Heiploeg om een pre-packprocedure, ofwel een fitsfaillissement. Daarbij wordt een beoogd curator aangewezen die de weekenlang de tijd krijgt in stille fit faillissement en een doorstart voor te bereiden.

Op 29 januari 2014 werd het faillissement uitgesproken, en op 1 uur in de zelfde nacht tekenden de curatoren voor een doorstart. Het bedrijf werd overgenomen door Parlevliet & Van der Plas, visierijconcern in Katwijk. Van de 300 werknemers mochten er 210 blijven, zij het tegen lager loon. Negentig werden ontslagen.

De vakbonden FNV en CNV besloten de doorstart aan te vechten. Zij stelden dat de overname door Parlevliet & Van

der Plas moet worden gezien als een gewone bedrijfsovername. Dat betekent dat alle werknemers in dienst blijven met de zelfde arbeidsvoorwaarden. De koper zou alle 300 werknemers tegen de oude arbeidsvoorwaarden moeten betalen. De geïstreefde nabestelling zou Parlevliet & Van der Plas nu al naar schatting 4 miljoen euro kosten.

Juridisch gaat het geschil om de vraag of een fitsfaillissement wel kan worden gezien als een gewoon faillissement. Volgens de rechtbank wel. Het bedrijf is zonder twijfel rechtsgeldig failliet gegaan. En dat het al geheel is overgegaan in andere handen doet er volgens de rechtbank niet toe.

Niet wettelijk geregeld

Volgens de bonden is de hele fitsprocedure gericht op het voorzetten van de onderneming. Dan moet ook met de werknemers op die manier worden omgesprongen, zegt advocaat Anton Broos van de FNV. 'Dat is zo geregeld in een richtlijn van de Europese Unie. Die is de vraag of de manier waarop Nederland die richtlijn in zijn wetgeving heeft verwerkt, wel juist is. Daarom hadden we ook aan de kantonrechter gevraagd om die vraag voor de te leggen aan het Europese Hof van Justitie, maar dat heeft de rechter niet gedaan. In hoger beroep gaan we dat opnieuw vragen.'

Volgens Broos is de FNV niet tegen pre-pack bij faillissement. 'Maar dan



Een medewerker van Heiploeg vult een peltmachine in de fabriek in Lauwersoog.

Foto Karel Zwanveld

moet het wel op een andere manier. Als een bedrijf zo doorstart, moet het wel worden aangemerkt als een gewone bedrijfsovername. Dat gebeurt ook in landen om ons heen na een faillissement. Als de koper dan van mensen af wil, moet hij daarna nog reorganiseren.'

De vakbonden procederen ook nog tegen een ander fitsfaillissement: dat

van kinderopvangconcern Estru, dat in juli vorig jaar doorflitste als Smallsteps.

De pre-packprocedure is in Nederland niet wettelijk geregeld. De meeste rechtbanken (faillissementen vallen onder de verantwoordelijkheid van rechtbanken) passen hem wel toe, maar sommige (zoals die van Almelo, die de uitspraak over Heiploeg deed)

doen dat niet. Juridisch is de leemte opgevuld door de 'stille curator' in het pre-pack niet officieel te benoemen, dat gebeurt pas als het faillissement is uitgesproken. Bij de Tweede Kamer ligt inmiddels een wetsontwerp voor het pre-pack. Maar ook die wet zal aan het verschil van inzicht over de rechtsposities van werknemers, niets veranderen, zegt advocaat Broos.

HEIPLOEG PERIKELEN

Rb Overijssel 28 juli 2015 ECLI:NL:RBOVE:2015:3589, JOR 2015/283

"Ook gaat het, anders dan door de bonden is betoogd, niet om vereiste 'liquidatie van de onderneming', maar om 'liquidatie van de vervreemder', te weten de (natuurlijke of) rechtspersoon waarvan de onderneming, de economische entiteit, boedelbestanddeel is. Gesteld noch gebleken is dat daar geen sprake van is geweest. Dat de overgang 'going concern' heeft plaatsgevonden en reeds voor faillissement was voorbereid, staat aan toepasselijkheid van artikel 5 van de Richtlijn en/of artikel 7: 666 BW niet in de weg.

.....
Hoezeer de bonden terecht wijzen op:
het ontbreken van een wettelijke regeling ter zake van de pre-pack, de bezwaren die kleven aan en de risico's op misbruik dan wel oneigenlijk gebruik van het faillissementsrecht bij een prepack, staan die bezwaren aan toepasselijkheid van artikel 7:666 BW in dit geval niet in de weg.

.....
Tot slot dient de vraag beantwoord te worden of het tijdstip van de overgang voor de faillissementsdatum heeft gelegen, weshalve er op het moment van de overgang (nog) geen sprake was van een faillissement en om die reden de uitzondering van artikel 7:666 BW niet van toepassing is.

Gelet op hetgeen hiervoor is overwogen is artikel 7:666 BW van toepassing op de in geding zijnde overgang van de ondernemingen en staat dat aan toepasselijkheid van artikel 7: 663 e.v. BW in de weg. De vorderingen van de bonden zullen worden afgewezen.
De bonden zullen als de in het ongelijk gestelde partijen in de kosten worden veroordeeld."

HEIPLOEG PERIKELEN

Hof 17 juli 2018, JOR 2018/265

“2.11. Naar het oordeel van het hof moet uit de hiervoor omschreven omstandigheden worden opgemaakt dat, anders dan de bonden aanvoeren, de faillissementsprocedure wel degelijk is ingeleid met het oog op de liquidatie van het vermogen van Heiploeg-oud. Dat reeds voorafgaand aan het faillissement contacten zijn opgenomen met geïnteresseerde partijen over een verkoop als going concern en daarover vervolgens met één partij onderhandelingen zijn gevoerd (zie 3.7 van het tussenarrest) doet daaraan niet af. Bij dit alles wordt mede in aanmerking genomen dat het noodzakelijk was dat werd voorkomen dat het productieproces meer dan één dag werd onderbroken. Naar het hof begrijpt zou, als deze onderbreking langer zou zijn, de medewerking van de banken niet langer zijn gewaarborgd, met als waarschijnlijk gevolg dat de verkoop als going concern niet zou doorgaan en de opbrengst van de activa en derhalve ook een voor de schuldeisers beschikbaar bedrag aanzienlijk lager zou zijn. Aan de onder b. bedoelde voorwaarde is dan ook voldaan.

2.12. Ten aanzien van de onder c. bedoelde voorwaarde wordt overwogen dat juist is dat de beoogde curatoren (en ook de beoogde rechter-commissaris) in de periode voor het uitspreken van het faillissement formeel over geen enkele bevoegdheid beschikten. Dat veranderde op 28 januari 2014, toen het faillissement was uitgesproken. Op dat moment was er, zoals blijkt uit de hiervoor reeds aangehaalde verklaring van de curatoren en de faillissementsverslagen, nog geen overeenstemming over de verkoop van de activa. Er is verder onderhandeld en pas in de nacht van 28 op 29 januari 2014 is uiteindelijk overeenstemming bereikt. Op dat moment waren de curatoren als enigen bevoegd om namens Heiploeg-oud op te treden. Zij hadden bovendien voor het sluiten van de overeenkomst met Parlevliet en Van der Plas B.V. de toestemming nodig van de inmiddels ook benoemde rechter-commissaris. Deze heeft die toestemming ook verleend. Dit betekent naar het oordeel van het hof dat de overeenkomst is gesloten onder toezicht van een bevoegde overheidsinstantie als bedoeld in artikel 5 lid 1 van de richtlijn. Ook aan voorwaarde c. is derhalve voldaan.



HEIPLOEG PERIKELEN

Conclusie OM 1 november 2019

Concludeert tot vernietiging arrest

EN DE GEWONE DOORSTART DAN?

BOGRA: Rb Noord-Holland 12 oktober 2017, ELCI:NL:RBNHO:2017:8423,JOR 2017/338

Mei 2017 Bogra B.V. en Rouwservices Nederland B.V. in financiële problemen

22 jun 2017 stille bewindvoering van Bogra en RSN (zelfde dag Estro HvJ):

“a) Onderneming 1 en Onderneming 2 kampen thans met ernstige financiële problemen en onderzoeken in dat kader verschillende mogelijke oplossingen om deze te verhelpen;

b) Onderneming 1 en Onderneming 2 menen, althans niet zonder meer in staat te zijn een oplossing te kunnen realiseren die mogelijk het beste resultaat voor de crediteuren oplevert, zonder deze vooraf met een stille bewindvoerder af te kunnen stemmen;

c) Om deze reden hebben Onderneming 1 en Onderneming 2 bij brief van 21 juni 2017 de Rechtbank Noord-Holland, locatie Haarlem, verzocht aan te geven wie zij tot curator en rechtercommissaris zou benoemen indien Onderneming 1 en Onderneming 2 hun faillissement eventueel in de toekomst zouden moeten aanvragen. (...);

d) De Rechtbank Noord-Holland, locatie Haarlem heeft bij brief van 21 juni 2017 onder bepaalde voorwaarden toegezegd dat, in geval van een eventuele aanvraag tot faillietverklaring, zij de Stille Bewindvoerder tot curator en mr. K. van Dijk tot rechter-commissaris (de “Rechter-Commissaris”) zal benoemen; (...).”

29 juni 2017 opzegging krediet door ABN AMRO aan Bogra

EN DE GEWONE DOORSTART DAN? BOGRA

Rb Noord-Holland 12 oktober 2017, ELCI:NL:RBNHO:2017:8423

22 juni 2017 tot en met 26 juni 2017 hebben er in het kader van besprekingen over een eventuele overname van Bogra verschillende contacten plaatsgevonden tussen Bogra en de Belgische investeringsmaatschappij Funico N.V. ("Funico"). Funico is met name actief in de uitvaartbranche in België en Frankrijk. Funico heeft in deze periode de fabriek van Bogra bezocht en er zijn aan Funico verschillende bedrijfsgegevens van Bogra verstrekt.

28 juni 2017: surseance van betaling Bogra

30 juni 2017 faillissement Bogra

Tussen 30 juni 2017 en 19 juli 2017: continuering van onderneming Bogra

Op 18 juli 2017 deal tussen curator Bogra en Funico over overname door Funico van activiteiten, per 19 juli 2017

37 van de 59 werknemers zijn door Bogra nieuw (Bogra Uitvaartdiensten) in dienst genomen, rest niet.

EN DE GEWONE DOORSTART DAN?

5.7. Gelet op het voorgaande kan de kantonrechter artikel 7:666 lid 1, onderdeel a, BW richtlijnconform uitleggen, dat wil zeggen met inachtneming van de *Smallsteps*-uitspraak. Dat betekent dat artikel 7:666 lid 1, onderdeel a, BW zo moet worden gelezen dat de artikelen 7:662 tot en met 7:665 BW **niet van toepassing zijn op de overgang van een onderneming indien de werkgever in staat van faillissement is verklaard en de onderneming tot de boedel behoort, tenzij** zich een situatie voordoet als bedoeld in de *Smallsteps*-uitspraak, in welk geval die artikelen wél toepassing vinden.

5.8. Naar het oordeel van de kantonrechter is de reikwijdte van de *Smallsteps*-uitspraak beperkt tot het geval zoals weergegeven in die uitspraak, waarin de overgang van een onderneming plaatsvindt na een faillietverklaring in de context van een vóór de faillietverklaring voorbereide en onmiddellijk daarna uitgevoerde *pre-pack*. Die uitspraak ziet blijkens de overwegingen daarvan en het antwoord op de prejudiciële vragen immers specifiek op een *pre-pack*, en met name **niet op de Nederlandse faillissementsprocedure in zijn algemeenheid**. Daarbij wordt blijkens de uitspraak met een *pre-pack* bedoeld op de praktijk waarin vóór het faillissement een door een rechtbank aangestelde 'beoogd curator' de mogelijkheden onderzoekt van een eventuele voortzetting van de activiteiten van de onderneming door een derde en zich voorbereidt op handelingen die onmiddellijk na de faillietverklaring moeten worden verricht teneinde die voortzetting te verwezenlijken. Die specifieke praktijk van de *pre-pack* wordt door het HvJEU in zijn geheel aangemerkt als een op zichzelf staande faillissementsprocedure in de zin van artikel 5 lid 1 van richtlijn 2001/23/EG (r.o. 45-46).

EN DE GEWONE DOORSTART DAN?

5.9. Uit de *Smallsteps*-uitspraak volgt verder dat het HvJEU daarbij voor ogen heeft gehad een **pre-pack die tot in de kleinste details de overdracht van de onderneming beoogt voor te bereiden om na de faillietverklaring een snelle doorstart mogelijk te maken van de levensvatbare onderdelen van de onderneming**. Volgens het HvJEU beoogt een dergelijke procedure uiteindelijk niet de liquidatie van de onderneming, maar vooral voortzetting van de activiteit van de betrokken onderneming (r.o. 49-50).

5.10. Daarnaast heeft het HvJEU van belang geacht dat een *pre-pack* geen wettelijke grondslag heeft en een transactie in dat kader niet wordt uitgevoerd onder toezicht van de rechtbank, maar door de leiding van de onderneming, die de onderhandelingen voert en de besluiten neemt die de verkoop van de failliete onderneming voorbereiden. Daarbij heeft het HvJEU gewicht toegekend aan het feit dat **de curator zeer snel na de inleiding van het faillissement de rechter-commissaris om toestemming vraagt voor de overdracht van de onderneming en de rechter-commissaris in feite al vóór de faillietverklaring moet hebben aangegeven daartegen geen bezwaar te hebben**. Volgens het HvJEU kan deze handelwijze elk eventueel toezicht van een bevoegde overheidsinstantie op de faillissementsprocedure grotendeels uithollen, zodat deze niet kan voldoen aan de voorwaarde van toezicht door een dergelijke instantie, zoals vereist volgens artikel 5 lid 1 van richtlijn 2001/23/EG (r.o. 53-57).

EN DE GEWONE DOORSTART DAN?

5.11. In dit geval is niet komen vast te staan dat vóór de faillietverklaring sprake is geweest van een *pre-pack* die tot in de kleinste details de overdracht van de onderneming beoogde voor te bereiden. Gebleken is dat [verzoekers] de beschikking hebben over veel stukken en informatie betreffende de periode vóór en na de faillietverklaring van Bogra en de contacten met Funico over een eventuele overname. **Nergens blijkt echter uit dat Bogra, of De Wit namens Bogra, met Funico vóór de faillietverklaring afspraken heeft gemaakt over de overname en de overdracht van de onderneming, laat staan afspraken over een overname die tot in de kleinste details de overdracht beoogde voor te bereiden.** Uit de in dat kader door [verzoekers] genoemde omstandigheden, waaronder met name het feit dat eind juni 2017 door Bogra bedrijfsinformatie aan Funico is verstrekt en dat Funico samen met [bestuurder 1] op 26 juni 2017 een bezoek heeft gebracht aan Dela, volgt dat ook niet.

5.12. **Evenmin is sprake geweest van een onmiddellijk na de faillietverklaring uitgevoerde *pre-pack*. Immers, Bogra Uitvaartkisten en Funico hebben de onderneming van Bogra op 18 juli 2017 overgenomen en dus ongeveer drie weken na het faillissement van 30 juni 2017.** Blijkens eerdergenoemd faillissementsverslag van 15 augustus 2017 heeft de curator de tussenliggende periode gebruikt voor het voeren van onderhandelingen met verschillende partijen, die er uiteindelijk toe hebben geleid dat de curator overeenstemming over een overname en een doorstart heeft bereikt met Funico. De stelling van [verzoekers] dat de curator met deze onderhandelingen alleen maar een ‘rookgordijn’ heeft opgeworpen om te ‘verdoezelen’ dat in werkelijkheid al vóór het faillissement sprake was van overeenstemming met Funico, kan niet worden gevolgd. Die stelling vindt geen steun in het faillissementsverslag en evenmin in de overige stukken. De omstandigheid dat derden, te weten Van Wijk Uitvaartkisten en Hesselmans International, hebben opgemerkt het onfatsoenlijk en onjuist te vinden dat de curator niet heeft gereageerd op hun (nadere) aanbod, is onvoldoende om het faillissementsverslag voor onjuist te houden. De verklaring op de zitting van [bestuurder 3] (hierna: [bestuurder 3]), bestuurder van Funico, die gemotiveerd en gedetailleerd heeft toegelicht dat nog tot in de nacht van 18 juli 2017 met de curator over de voorwaarden voor de activatransactie is onderhandeld, bevestigt temeer dat sprake is geweest van “*een lang en intensief onderhandelingstraject*”, zoals opgemerkt in het faillissementsverslag

EN DE GEWONE DOORSTART DAN?

5.13. Uit het faillissementsverslag volgt verder dat de verkoop op 18 juli 2017 van (een deel van) de activa van Bogra aan Funico en Bogra Uitvaartkisten heeft plaatsgevonden onder toezicht van de rechter-commissaris, nu blijkt dat verslag met de rechter-commissaris daarover overleg is gevoerd en door deze toestemming is verleend voor de transactie. Er zijn geen aanwijzingen dat de rechter-commissaris vóór de faillietverklaring op de hoogte is gesteld van enige eerdere (voorgenomen) transactie.

5.14. De conclusie van het voorgaande is dat in dit geval **geen sprake is geweest van een *pre-pack* zoals bedoeld in de *Smallsteps-uitspraak***. Er is immers niet gebleken van een *pre-pack* die vóór het faillissement tot in de kleinste details de overdracht van de onderneming beoogde voor te bereiden, er heeft niet direct na het faillissement, maar pas na ongeveer drie weken een overname van de onderneming plaatsgevonden, en de activatransactie is geschied onder toezicht van de rechter-commissaris. [verzoekers] kunnen daarom niet worden gevolgd in hun standpunt dat zij door overgang van onderneming van rechtswege in dienst zijn getreden bij Bogra Uitvaartkisten. Een richtlijnconforme uitleg van artikel 7:666 lid 1, onderdeel a, BW brengt mee dat de artikelen 7:662 tot en met 7:665 BW niet van toepassing zijn op de overgang van de onderneming, nu Bogra in staat van faillissement is verklaard en de onderneming tot de boedel behoort.

EN DE GEWONE DOORSTART DAN?

Hof Amsterdam 10 juli 2018, JOR 2018/216: bekrachtiging van oordeel Rechtbank

“In Smallsteps overweegt het Hof van Justitie EU dat het doel van de faillissements- of soortgelijke procedure niet altijd duidelijk is en dat een dergelijke procedure ook twee doelen kan dienen, te weten continuering van de onderneming en liquidatie van het vermogen van de vervreemder. Deze doelen staan niet altijd lijnrecht tegenover elkaar en kunnen elkaar overlappen. In de onderhavige kwestie kan niet uit de feiten worden afgeleid dat het hoofddoel van het faillissement was de continuïteit van de onderneming. De enkele mededeling van [Y] en [Z] aan de managers van Bogra en RSN dat continuïteit voorop staat is daarvoor onvoldoende, de overige omstandigheden in aanmerking genomen. Het hof acht in dit verband van belang dat zowel de belastingdienst als de bank het vertrouwen in Bogra hadden opgezegd en dat de mededeling van [Y] en [Z] werd gedaan op 24 juni 2017, nog vóór de surseance van betaling op 28 juni 2017.”

EN DE GEWONE DOORSTART DAN? TUUNTE



Tuunte-filiaal in Enschede. Foto: Aurelia Geurts

Bond naar rechter om faillissement van modeketen

Jochem van Staalduin
Amsterdam

Vakbond CNV stapt naar de rechter om het ontslag van meer dan honderd oud medewerkers van modeketen Tuunte aan te vechten.

In totaal raakten 200 medewerkers hun baan kwijt toen de vooraf in Overijssel en Gelderland actieve keten in augustus failliet ging. Vier weken na het faillissement maakte het bedrijf een doorstart met iets meer dan de helft van de voorige zaken.

CNV wil dat de rechter bevoordert de aandelhouders die modeketen met voorbeelden in trade failliet hebben toegestaan. Het een ingetrokken faillissement zouden de aandelhouders hebben voortzetten, dat of het personeel ook langer met daagse pensioen, schuld, verzekering, op de manier laten eigenaars hun andere vestiging open bewaart. Niet gaan om het personeel te lozen. Niet zelden heeft de nieuwe eigenaar al een faillissement afgepakt gemaakt met de voormalige eigenaars en direct een doorstart te kunnen maken. Samen met de oude eigenaar, het bedrijf en het faillissement gewoos voort.

Voord bij Tuunte in september bleek dat een van de oude aandelhouders ook aandeelhouder is van het doorgestarte bedrijf. In eerste instantie probeerden de nieuwe eigenaars van Tuunte hun identiteit geborgen te houden, maar die lekte toch uit. Ook aandeelhouder Irene Boontje is mode-eigenaar van het nieuwe Tuunte, samen met de investeerders en alere jula blode.

De vakbond vertelt Tuunte boerenden dat de medikeren nu de doorstart vooral goedkope kashieren in dienst staan, hoornik spreke dat tegen van de hondertwintig medewerkers van het huidige Tuunte is een lvari aflooming van de

filiaallicentierren waarna nu voor een een goedkoop alternatief voor een roevagant. Vanaf 2018 wordt de constructie juridisch gebodigd. Onder meer ingewerker Marijn Bekkers en gemelepebedrijf Hoopboog gingen luustma

ing failliet. Ingevoerd zijn filiaallicentierren in principe niet toegestaan, is juist voor de Europese lid van Tuunte dat het filiaallicentierren van kinderopvangorganisatie (voeltrap) de legal was, omdat het eerst gebrukt en personeel te verhuizen, als de doorstart van het failliete bedrijf is voorgekoekt, overnemen, vond het Europees Hof de licentiaal concepten zijn de rechter niet vorige maand gaf een Nederlandse rechtse wet zijn zogenoemde zogenoemd van het filiaallicentierren bij grafsentimulter kage.

Bij Tuunte duikt het gebrek aan transparantie volgens vakbondleiderbestuurder Roos Rahimi op en een voorgekoekte ope-

Doorstart was volgens CNV voorgekoekte operatie

ratie. "Normaal mogen we voorlichting geven op hetgeen wat er nu is en op de hoogte van gesprekken met gemeentelijke kapers. Daarnaast is het een ervaring dat het vaak iets zegt als een oude aandeelhouder een niet speelt bij een doorstart."

Vader vindt ze het verdedigt dat het personeel rond het faillissement en pa-pieren van werkgever verbande. Iere wa-ren de werknemers in dienst bij de af-zonderlijke verdedigt, later bij me-derbedrijf. Tuunte zou daarmee de in-druk willen verdedigt dat het personeel in één slag op straat gere wet, terwijl een aantal verdedigt zijn niet met heel had kunnen behouden, denkt Rahimi.

Volgens mede-eigenaar Boontje is ker-gere sprake van een voortverderd faillit-ment. Dit is een nieuwe onderneming met nieuwe aandeelhouders. Bij de start, hadden we nu het kunnen in dienst en iedereen los zelfbetreft. De nieuwe aandeelhouders kwamen pas met een doorstartplan nadat het faillissement een feit was, zegt hij.

CNV Vakmensen naar rechter voor ontslagen medewerkers Tuunte

20 november 2017 Vakbond CNV Vakmensen stapt vandaag naar de rechtbank in Zutphen om het ontslag van ruim honderd medewerkers van de doorgestarte modeketen Tuunte aan te vechten. Volgens CNV Vakmensen is doelbewust op een faillissement aangestuurd om zo van langdurige vaste contracten af te komen. "Honderdacht ex-medewerkers van Tuunte hebben zich afgelopen weken bij ons gemeld, het gaat vooral om medewerkers die zich jaren voor de zaak hebben ingezet", vertelt Roos Rahimi, bestuurder van CNV Vakmensen. "Deze medewerkers hebben zich na het faillissement de benen uit het lijf gelopen om de winkels open te houden en de doorstart mogelijk te maken. Toen die doorstart een feit was, zijn ze aan de kant gezet."

<https://www.cnvvakmensen.nl/wie-we-zijn/nieuws/faillissement-misbruikt-om-personeel-modeketen-tuunte-te-dumpen>

EN DE GEWONE DOORSTART DAN?

Overgenomen door oorspronkelijke eigenaar

Tuunte, met een hoofdkantoor in Winterswijk, is overgenomen door onder anderen de oorspronkelijke eigenaar, René Rootinck. Van de 44 winkels, gevestigd in grote en kleinere plaatsen in Gelderland en Overijssel, zijn er 23 overgebleven. 35 van de 260 werknemers hielden hun baan, onder wie vooral tijdelijke, goedkopere krachten, aldus de vakbond. Er werken nu 120 mensen.

„Bij Tuunte heeft ook de mede-aandeelhouder het bedrijf in feite teruggekocht. Waarom heeft hij niet gereorganiseerd?“, vraagt Rahimi zich af. Rootinck zelf zegt dat de keten „te ziek“ was.

'Flits-faillissement'

Zowel curator Vincent Jongerius als Rootinck stelt dat bij Tuunte geen sprake is van een 'prepack'; pas na de faillissementsaanvraag is over de mogelijkheid van een doorstart gesproken. „Ik vraag mij af of de feiten die de vakbond naar voren brengt, wel juist zijn“, reageert de curator.

Van de vier biedingen die na het bankroet zijn gedaan, was die van Roose bv samen met investeerder Zoef de beste, volgens Jongerius. Daarbij zou „een substantieel“ deel van de winkels open blijven. In Roose bv participeren Rootinck en de broers Segeren van Jola Mode.

<https://www.nrc.nl/nieuws/2017/11/21/dit-faillissement-voelt-als-opzet-14145487-a1582056>

EN DE GEWONE DOORSTART DAN?

“4.8. Vooropgesteld wordt dat van een zogenaamde “pre-pack” situatie als in het arrest FNV/Smallsteps (Hof van Justitie 22 juni 2017, («JOR» 2017/217, m.nt. Verburg; red.)) in dit geval geen sprake is, zoals ook de werknemers lijken te hebben erkend.

De kantonrechter overweegt dat de betrokken bestuurders van Tuunte Fashion er uiteraard van op de hoogte waren dat een faillissement van Tuunte Fashion zou (kunnen) volgen, nadat (onder meer) op 22 juni 2017 de aan haar verstrekte financiering was opgezegd. Even evident is, dat deze zelfde bestuurders al voor het uitspreken van het faillissement zijn nagegaan of het voor hen zakelijk gezien interessant was om delen van de onderneming, over te dragen aan (een) derde(n) of zelf, al dan niet via nieuw op te richten vennootschappen, te verkrijgen. Uit niets blijkt dat het door de werknemers gestelde “vooropgezette plan” meer behelsde dan het bezien welke delen van de onderneming uit de boedel zouden kunnen worden overgenomen en mogelijk welke prijs hiervoor zou worden geboden. Deze enkele omstandigheid dwingt niet tot de conclusie dat niet is voldaan aan de vereisten voor toepasselijkheid van artikel 7:666 BW (artikel 5 Richtlijn 2001/23/EG).

Kortom, het bepaalde in artikel 7:666 BW is hier wel van toepassing.”

WET OVERGANG ONDERNEMING IN FAILLISSEMENT

- Ook in het geval van faillissement zal bij een overgang van onderneming het voltallige personeel van rechtswege 'overgaan', in beginsel met behoud van de bestaande arbeidsvoorwaarden (in overleg met vakbonden aanpassing arbeidsvoorwaarden)
- Indien de curator arbeidsovereenkomsten heeft opgezegd: verkrijger krijgt de verplichting arbeidsovereenkomsten aan te bieden
- Uitzondering: bedrijfseconomische redenen, dan ook nog selectie volgens inspiegelingsbeginsel
- RC die toestemming geeft voor verkoop onderneming toetst ook of voldaan is aan regels met betrekking tot overgang werknemers
- Werknemer die geen baan aangeboden heeft gekregen kan op grond van art. 666b lid 5 kantonrechter vragen verkrijger te veroordelen aanbod te doen tot sluiten arbeidsovereenkomst
- Consultatie is geweest: kritisch
- Hernieuwd stakeholdersoverleg
- https://www.internetconsultatie.nl/overgang_van_onderneming_in_faillissement

VLUCHT NAAR HET BUITENLAND

GO WEST: UK SCHEME OF ARRANGEMENT ROUTE (I)

Secured Creditors: in Nederland not bound by (pre) insolvency proceedings

Other countries yes, also secured creditors, compare

Scheme of Arrangement route:

UK law governed loan agreement including choice of jurisdiction UK Courts: Scheme of Arrangement is used to restructure against Minority of secured lenders, even if debtor is registered in different jurisdiction.

UK SCHEME OF ARRANGEMENT ROUTE (II)

Confirmed in **Rodenstock Decision**

- Court Decision itself: May 6, [2011] EWHC 1104 (Ch), Case No: 2135 of 2011
<http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2011/1104.html>
- Client briefing Clifford Chance:
<http://inform.cliffordchance.com/ve/ZZ84VV65e31y63ius/VT=0/stype=dload/OID=1156162531211>
- Zie ook: H.L.E. Verhagen en J.J. Kuipers, de erkenning van een Engelse scheme of arrangement door de Nederlandse rechter, in Overeenkomsten en Insolventie (2012), deel 72, Serie Onderneming en Recht, pag. 335 e.v.
- European Debt Restructuring Handbook (2013), p. 187 e.f. Florian Burder, Wolfgang Nardi, Leo Plank en Freddie Powles

UK SCHEME OF ARRANGEMENT ROUTE

Company Law Proceeding:

Companies Act 2006, part 26 (ss 895 – 901)

- Eenvoudige meerderheid vertegenwoordigend 75% van de relevante klasse van crediteuren
- Geen Insolventieprocedure in de zin van de Europese Insolventie Verordening maar wel erkend via Chapter 15 in US
- Text Companies Act 2006
- <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>

UK SCHEME OF ARRANGEMENT ROUTE

Elementen:

- UK Law governed loan documentation;
- Jurisdiction Clause UK;
- Majority Senior Creditors in UK;
- Pursuant to German law, decision of UK judge would according to two experts be acknowledged due to the fact that question whether or not secures debt was amended, is to be decided pursuant to German Law; and
- Company can be foreign (neither Comi nor Establishment in UK);

UK SCHEME OF ARRANGEMENT ROUTE SHIFTING COMI

Op 3 December 3, 2013 sanctioneerde een Engelse rechter een scheme of arrangement met betrekking to een Nederlandse B.V.:
Re **Magyar** Telecom B.V. [2013] EWHC 3800 (Ch).

Scheme werd geaccepteerd alhoewel het ging over NY law governed bonds en rechten ten opzichte van derden waren
aangepast COMI of Dutch legal entity was moved to UK

De Scheme werd op 13 December 11, 2013 door New York Bankruptcy Court erkend op basis van Chapter 15 van de US
Bankruptcy Code.

Zie JOR 2014/181 en en <http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2013/3800.html>

http://www.srz.com/Popularity_of_UK_Scheme_of_Arrangements_to_Restructure_Foreign_Companies_Continues/(Authors:

Declercq and Van de Graaf)

UK SCHEME OF ARRANGEMENT ROUTE: CHANGING LAW AND JURISDICTION

Op 14 April 2014 sanctioneerde de Engelse rechter schemes of arrangement van de APCOA Group, including several foreign companies within that Group.

“The decision is the latest in a line of cases which illustrate the willingness of the English Court to accept jurisdiction over foreign companies. For the first time jurisdiction was established on the basis of a Facilities Agreement whose **governing law and jurisdiction clauses had been changed to English law and the English courts by majority lender consent.**”

Source: Client Briefing Clifford Chance April 15, 2014

<http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2014/1867.html>

<http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2014/3849.html>

UK SCHEME OF ARRANGEMENT ROUTE: CHANGING LAW AND JURISDICTION

“To summarize my views on the jurisdictional issues, I have concluded that the combination of the fact that: (a) the facilities agreement is now (albeit pursuant to a change of law clause) governed by English law, (b) subject to one small issue, the creditors have selected the English court as having exclusive jurisdiction, and (c) the court has been provided with independent experts' opinions confirming that the courts in the jurisdiction where the creditors would have otherwise been likely to seek enforcement would indeed be likely to recognise the effectiveness of the orders if made, is sufficient to warrant the exercise of jurisdiction and the expectation that such exercise will be effective, given (of course) that I am otherwise satisfied that the schemes are fair and the relevant requirements of English law have been satisfied. ”

HONOURABLE MR JUSTICE HILDYARD IN THE MATTER OF APCOA PARKING HOLDINGS GmbH AND OTHERS AND IN THE MATTER OF THE COMPANIES ACT 2006

<http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Ch/2014/1867.html>

UK SCHEME OF ARRANGEMENT ROUTE: CONCLUSION

77 We find that in the development of case law, the English courts have taken a chameleonesque approach when establishing the required sufficient connection with the English jurisdiction, in order to sanction schemes. It seems that even in situations where there seems to be no relevant connection with the United Kingdom at the outset, the courts will go a long way in finding (aided by counsel) a connection with the United Kingdom that suffices to accept jurisdiction. In doing so, the courts have been pushing the envelope.

The Uneasy Case for Schemes of Arrangement under English Law in relation to non-UK Companies in Financial Distress: Pushing the Envelope? Lucas Kortmann en Michael Veder, available at: https://www.ntu.ac.uk/nls/document_uploads/174827.pdf



GO FURTHER WEST: USING US CHAPTER 11

US Chapter 11 has extraterritorial effect as a matter of US law

Breach even outside US of court order is considered contempt of court

Thus: any creditor with commercial interest in US most likely accepts court order, even though there is no official recognition of US court order in its country

Sample: Almatix case (2010), Disclosure Statement Chapter XI Proceedings, p. 59:

- “A significant percentage of the Financial Lenders have connections in the United States. This connection provides some measure of assurance that these parties will not take actions in violation of the Bankruptcy Code and, if they do, that the Bankruptcy Court has an adequate remedy.”
- See also: European Debt Restructuring Handboek (2013), p. 153 e.f. Almatix Case by Kon Asimacopoulos, Justin Bickle and Adam Paul

GO FURTHER WEST: USING US CHAPTER 11

Rechter in VS redt Europees bedrijf

Aluminiumproducent Almatris kan schulden saneren dankzij Amerikaanse 'Chapter 11 procedure'

Jan Fred van Wijnen
Amsterdam

De Nederlandse-Duitse aluminiumproducent Almatris is opgekrabbeld uit een surseance. Het bedrijf heeft een schuldenlast van ruim \$ 1 mrd kunnen terugbrengen tot \$ 565 mln.

De belangrijkste schuldeisers, waaronder Oaktree Capital Management uit Los Angeles, zijn volledig afbetaald. Bij schuldeisers met een achtergestelde positie wordt een deel van de schuld omgezet in aandelen.

Bijzonder aan de regeling is dat hij is getroffen voor een Amerikaanse rechtbank, hoewel de belangrijkste vennootschappen van Almatris in Duitsland en Nederland zitten.

Volgens advocaat Ruud Hermans van De Brauw Blackstone Westbroek, een van de kantoren die optraden voor Almatris, is deze regeling uniek voor een Europees bedrijf.

'Normaal zou het bedrijf surseance van betaling moeten aanvragen in het land waar de hoofdschuldenaar zit', zegt Hermans. 'Maar door de complexe schuldstructuur van Almatris waren de belangrijkste schuldenaren dochters in verschillende landen. Dat maakte het onmogelijk om met één Europese insolventieregeling de groep te herstructureren.'

Almatris kan alle schuldeisers in New York krijgen voor een akkoord, doordat het kon voldoen aan de voorwaarden voor een zogeheten 'Chapter 11'-procedure. Dat

Surseance Ook mogelijk in VS

- Europees bedrijf kan een surseance in VS overwegen, als de juridische beperkingen in Europa te groot zijn
- Zo'n beperking is dat er te veel landen bij het overleg met schuldeisers zijn betrokken
- Een bedrijf moet wel in staat zijn de hoge kosten voor advocaten te betalen
- Voorwaarde voor toegang tot Amerikaanse regeling ('Chapter 11') is mogelijk als het bedrijf een vermogen van minimaal \$1 in VS heeft

is de Amerikaanse regeling voor schuldsaneringen, die het bedrijf meer vrijheid biedt dan een surseance. Zo kunnen leveranciers worden verplicht om door te gaan met leveringen, mogen rechtszaken worden opgeschort en kan het bedrijf worden gereorganiseerd.

De belangrijkste voorwaarde is dat het bedrijf een 'vermogensbestanddeel' in de VS kan aantonen. Dat is opgelost, aldus de Nederlandse bestuursvoorzitter Remco de Jong, door het openen van een bankrekening waarop 'enkele tienduizenden dollars' werden gestort. Ook heeft Almatris nog een fabriek in de VS.

De Chapter 11-regeling is wel kostbaar. Dat komt vooral door de grote aantallen advocaten die voor alle schuldeisers optreden. Top-

man De Jong wil niet vertellen hoe hoog de rekening exact is geworden, maar wel dat het 'ongeveer evenveel is als de rentelasten van € 40 à 50 mln'.

Faillissementsadvocaat Louis Deterink, bekend als curator van onder meer Vie d'Or, Folkler, DAF en Vercolme, kent geen andere voorbeelden van Europese bedrijven die een Chapter 11-procedure hebben geprobeerd. Zelf liet hij een schuldsanering van UPC en Versatel in 2002 deels via de Amerikaanse rechter lopen, en deels via een Nederlandse procedure. Dit kostte volgens Deterink ook rondom de € 40 mln.

De problemen met Almatris zijn terug te voeren op de overname in 2007 door een private-equity-fonds. Dat zadelde de aluminium-

producent op met een schuld van ruim \$ 1 mrd.

Begin 2009 werd duidelijk dat Almatris de rente op zijn schulden niet meer kon opbrengen. Daarop bracht het bestuur de schuldeisers rond de tafel om over een herstructurering te praten. Maar al snel bleek dat de belangen van deze ongeveer honderd crediteuren te ver uiteenliepen. Partijen met achtergestelde leningen vreesden hun geld te verliezen.

In april stond Almatris zelfs voor de Ondernemingskamer in Amsterdam, omdat de aandeelhouder, het Dubaise fonds DIC, geen vertrouwen had in een Chapter 11-procedure. De Nederlandse rechter oordeelde dat de VS in dit geval toch de beste mogelijkheden boden voor een schuldsanering.

DIRECTIVE (EU) 2019/1023 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND
OF THE COUNCIL OF 20 JUNE 2019 ON PREVENTIVE
RESTRUCTURING FRAMEWORKS, ON DISCHARGE OF DEBT AND
DISQUALIFICATIONS, AND ON MEASURES TO INCREASE THE
EFFICIENCY OF PROCEDURES CONCERNING RESTRUCTURING,

INSOLVENCY AND DISCHARGE OF DEBT, AND AMENDING
DIRECTIVE (EU) 2017/1132 (2019 DIRECTIVE ON RESTRUCTURING
AND INSOLVENCY)

HISTORY OF PRE-INSOLVENCY IN EUROPE

2011: European Parliament adopts resolution on insolvency proceedings

2014: recommendation re new approach of insolvency and bankruptcy

2015 and 2016: evaluation

2016 (22 November 2016): draft proposal 2016/0359 (COD)

available at: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52016PC0723>

2019: 2019 Directive on restructuring and insolvency adopted, will entered into force on 16 July 2019. EU Member States have until **17 July 2021** to transpose the rules except for those related to the use of electronic means of communication in article 28.

Text: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L1023&from=EN>

AIMS

Enterprises in each member state should have access to a preventive restructuring framework which enables them to avoid insolvency and to continue operating.

Insolvent or over-indebted entrepreneurs (Natural persons) should benefit from a full discharge of debt within a reasonable period of time.

The efficiency of procedures involving restructuring, insolvency and the discharge of debt should be improved

OVERVIEW CONTENT

101 Whereas (earlier draft only) Whereas

Title I: General provisions, including:

Article 1: Subject and scope matter

Article 2: Definitions

Article 3: Early warning and access to information

Title 2: Preventive restructuring frameworks

Chapter 1: Availability of preventive restructuring frameworks

Chapter 2: Facilitating negotiations on preventive restructuring plans

Chapter 3: Restructuring plans

Chapter 4: Protection for new financing, interim financing and other restructuring related transactions

Chapter 5 Duties of directors

OVERVIEW CONTENT

Title 3: Second chance for entrepreneurs

In short: discharge after three years unless

Title 4: Measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and second chance

In short: training of judicial and administrative authorities and practitioners

Title 5: Monitoring of restructuring, insolvency and discharge proceedings

In short: data collection

Title 6: Final provisions

Please note: member states need to implement in legislation

OBJECTIVES

“The objective of this Directive is to contribute to the proper functioning of the internal market and remove obstacles to the exercise of fundamental freedoms, such as the free movement of capital and freedom of establishment, which result from differences between national laws and procedures concerning preventive restructuring, insolvency, discharge of debt, and disqualifications.

Without affecting workers' fundamental rights and freedoms, this Directive aims to remove such obstacles by ensuring that: viable enterprises and entrepreneurs that are in financial difficulties have access to effective national preventive restructuring frameworks which enable them to continue operating; honest insolvent or over-indebted entrepreneurs can benefit from a full discharge of debt after a reasonable period of time, thereby allowing them a second chance; and that the effectiveness of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt is improved, in particular with a view to shortening their length.

whereas 1

“There is therefore a need to go beyond matters of judicial cooperation and to establish substantive minimum standards for preventive restructuring procedures as well as for procedures leading to a discharge of debt for entrepreneurs.”

whereas 12

OBJECTIVES

“It is necessary to lower the costs of restructuring for both debtors and creditors. Therefore, the differences between Member States which hamper the early restructuring of viable debtors in financial difficulties and the possibility of a discharge of debt for honest entrepreneurs should be reduced. Reducing such differences should bring greater transparency, legal certainty and predictability across the Union. It should maximise the returns to all types of creditors and investors and encourage cross-border investment. Greater coherence of restructuring and insolvency procedures should also facilitate the restructuring of groups of companies irrespective of where the members of the group are located in the Union.”

whereas 15

“Removing the barriers to effective preventive restructuring of viable debtors in financial difficulties contributes to minimising job losses and losses of value for creditors in the supply chain, preserves know-how and skills and hence benefits the wider economy. Facilitating a discharge of debt for entrepreneurs would help to avoid their exclusion from the labour market and enable them to restart entrepreneurial activities, drawing lessons from past experience. Moreover, reducing the length of restructuring procedures would result in higher recovery rates for creditors as the passing of time would normally only result in a further loss of value of the debtor or the debtor's business.”

whereas 16

CONTINUE BUSINESS

“Restructuring should enable debtors in financial difficulties to continue business, in whole or in part, by changing the composition, conditions or structure of assets and liabilities or of their capital structure, including by sales of assets or parts of the business or, where so provided under national law, the business as a whole — as well as by carrying out operational changes.

Unless otherwise specifically provided for by national law, operational changes, such as the termination or amendment of contracts or the sale or other disposal of assets, should comply with the general requirements that are provided for under national law for such measures, in particular civil law and labour law rules. Any debt-to-equity swaps should also comply with safeguards provided for by national law.

Preventive restructuring frameworks should, above all, enable debtors to restructure effectively at an early stage and to avoid insolvency, thus limiting the unnecessary liquidation of viable enterprises. Those frameworks should help to prevent job losses and the loss of know-how and skills, and maximise the total value to creditors — in comparison to what they would receive in the event of the liquidation of the enterprise's assets or in the event of the next-best-alternative scenario in the absence of a plan — as well as to owners and the economy as a whole.

whereas 2



VRAAG & ANTWOORD



Pieter Christiaan van Prooijen
Hermes Advisory
E: info@hermes-advisory.com
www.hermes-advisory.com

Johan Jol
Legal Houdini Academy
E: info@legalthoudini.nl
www.legalthoudini.nl