

Inleiding financiering, zekerheden en insolventierecht

**“The law is a sort of hocus-pocus science,
that smiles in your face while it picks your pocket;
and the glorious uncertainty of it
is of mair use to the professors than the justice of it.”**

Charles Macklin (1759)

“Once you stop learning, you start dying.”

Albert Einstein (1879 – 1955)

Johan Jol, Legal Houdini

Januari 2011

**Legal Houdini
Academy**

Understanding
Legal Hocus Pocus

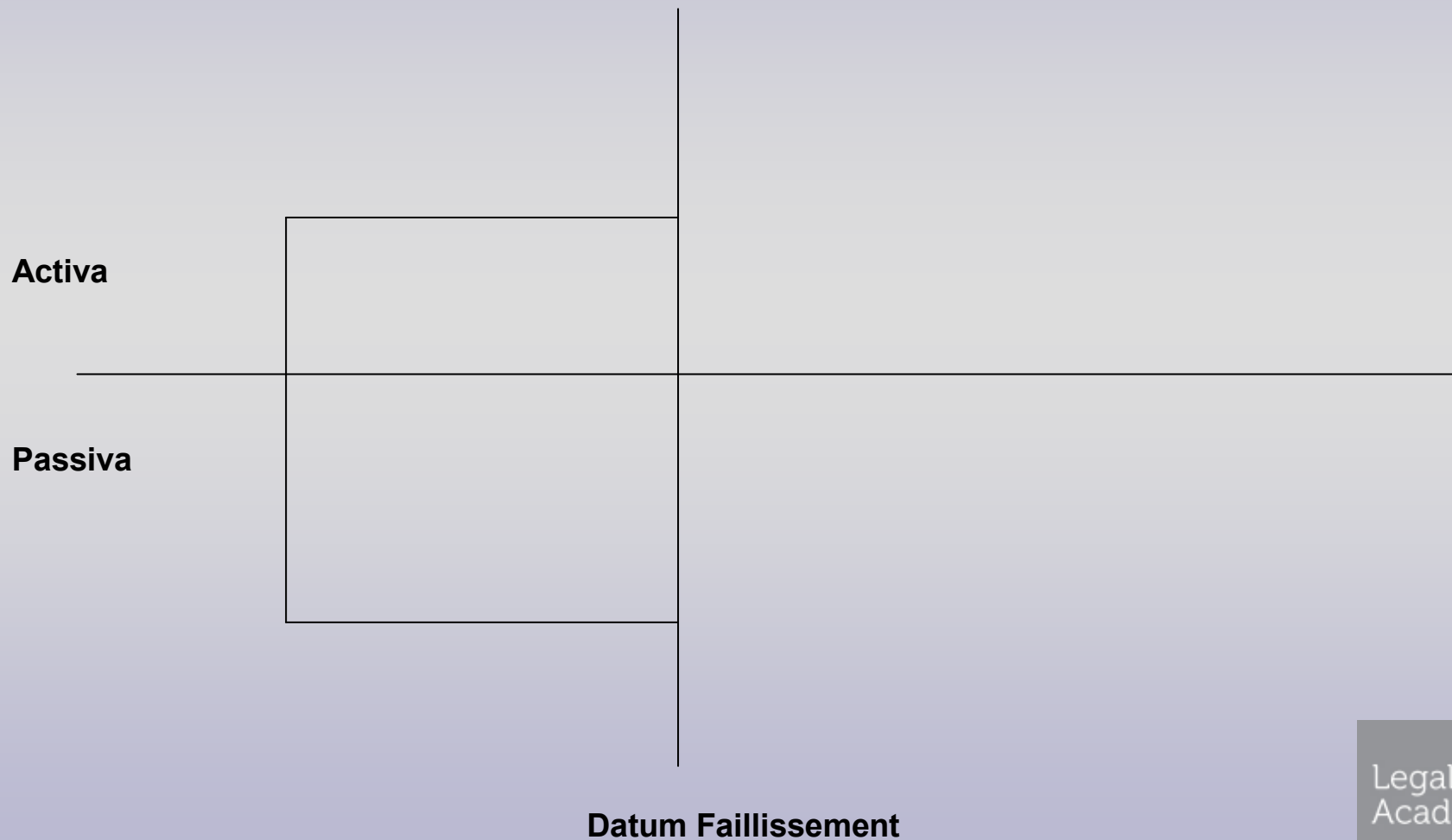
Programma Dag 1

- Faillissement en de crediteuren
- Verhaalsmogelijkheden, Subordination
- Tot zekerheid waarvan
- Vaste-, Krediet- en Bankhypotheek
- Subrogatie en Regres

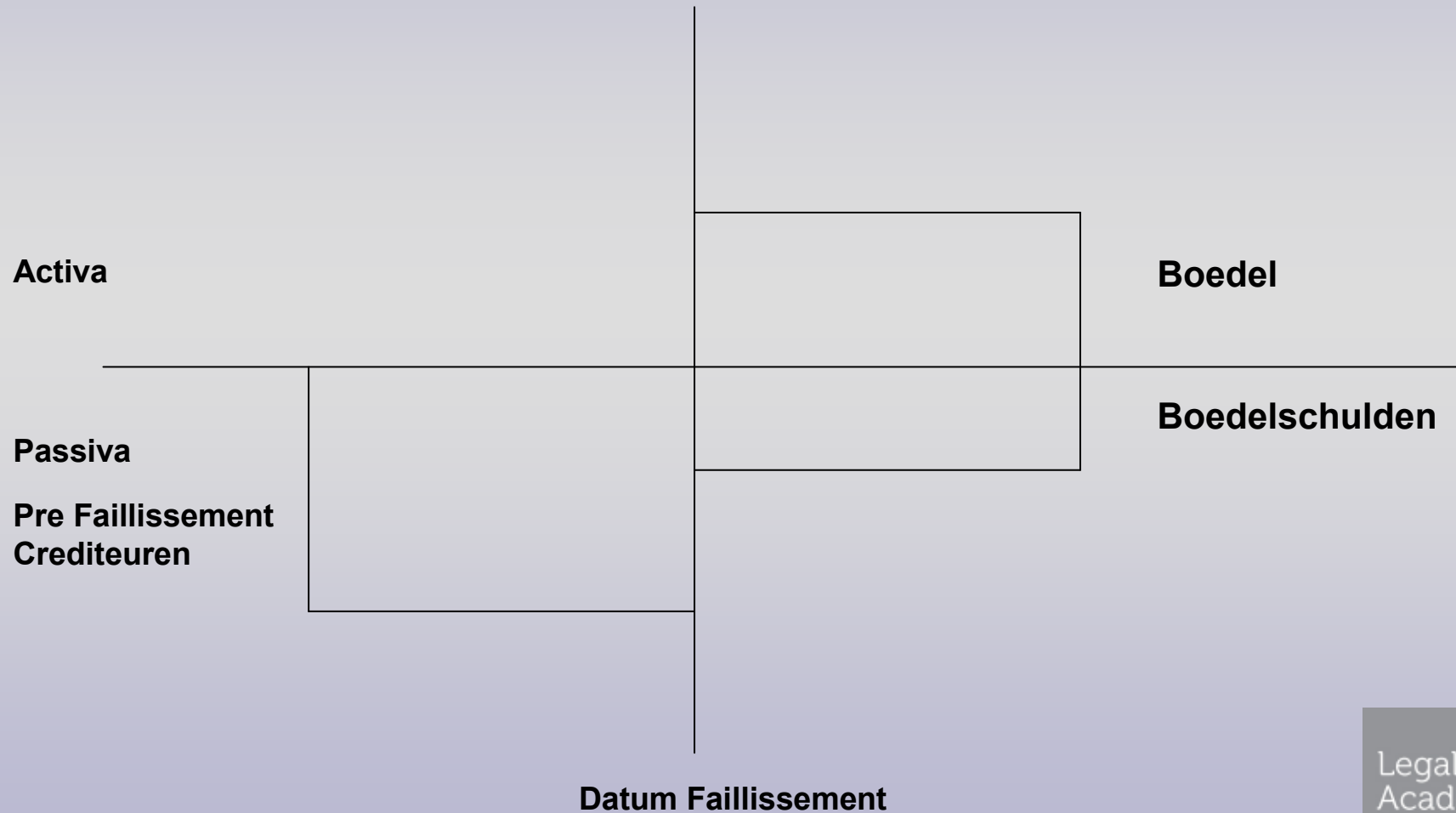
Programma Dag 2

- Problemen bij uitwinning
- Andere zekerheidsgerechtigde
- Gesyndiceerde leningen
- Security Trustee en herstructurerings (SAS en het vervolg)
- Gevolgen overdracht / overgang vorderingen
- Securitatie
- Mogelijk andere onderwerpen:
 - Pandrecht op aandelen
 - Pauliana / Verrekening
 - Executie zekerheden
 - Internationaal Faillissementsrecht

Faillissement en crediteuren



Faillissement en crediteuren



Faillissement en crediteuren

■ Post Faillissement

■ Boedel crediteuren

- Ontstaat eerst door of na het uitspreken van het faillissement/surveillance van betaling/schuldsanering
- Ontstaat hetzij uit de wet hetzij door toedoen curator / bewindvoerder
- Salaris curator/bewindvoerder, loon en huur na datum surveillance / faillissement (uit wet); door curator gesloten overeenkomst (toedoen curator);

■ Pre Faillissement:

- Preferente crediteuren
- Concurrente crediteuren
- Achtergestelde crediteuren

Verhaalsmogelijkheden

- **Full recourse:**
- Debiteur staat voor verplichtingen in met zijn hele vermogen tenzij uit de wet of uit overeenkomst iets anders voortvloeit (art. 3:276 BW)

- **Pari passu:**
- Iedere crediteur heeft bij executie dezelfde rechten ten opzichte van de debiteur tenzij uit de wet of overeenkomst anders voortvloeit (art. 3: 277 BW)

Beperkingen

- **Limited recourse:**
- Contractuele afspraak tussen crediteur en debiteur dat crediteur zich slechts kan verhalen op deel vermogen debiteur

- **Subordination:**
- Contractuele afspraak tussen crediteur en debiteur op basis waarvan crediteur er mee instemt dat zijn vordering op debiteur wordt achtergesteld bij andere vorderingen op de debiteur, vb. HR 18 oktober 2002, JOR 2002, 234 (uitleg achterstelling volgens Haviltex criterium) (werking ten opzichte van derden)

Subordination, vormen

■ Secured Subordination

- Oudste zekerheidsrecht gaat voor, tenzij:
 - Voorwisseling rang zekerheidsrecht, zie voor hypotheek, art. 3:262 BW, bij pandrecht: meest veilig opnieuw verpanden (maar zie Vermunt en Faber in Bancaire Zekerheid, p. 161 e.v.: kan wel volgens hen);
 - Obligatoir werkende andere afspraak is mogelijk (Inter creditor met zekerheidsrechten)
- Zekerheidsrecht zelfde rang: Obligatoire afspraak mogelijk, de waterval
- Voor en/of nadelen van dezelfde rang met contractuele afspraak of twee zekerheidsrechten?

■ Unsecured Subordination (art. 3:277 lid 2 BW)

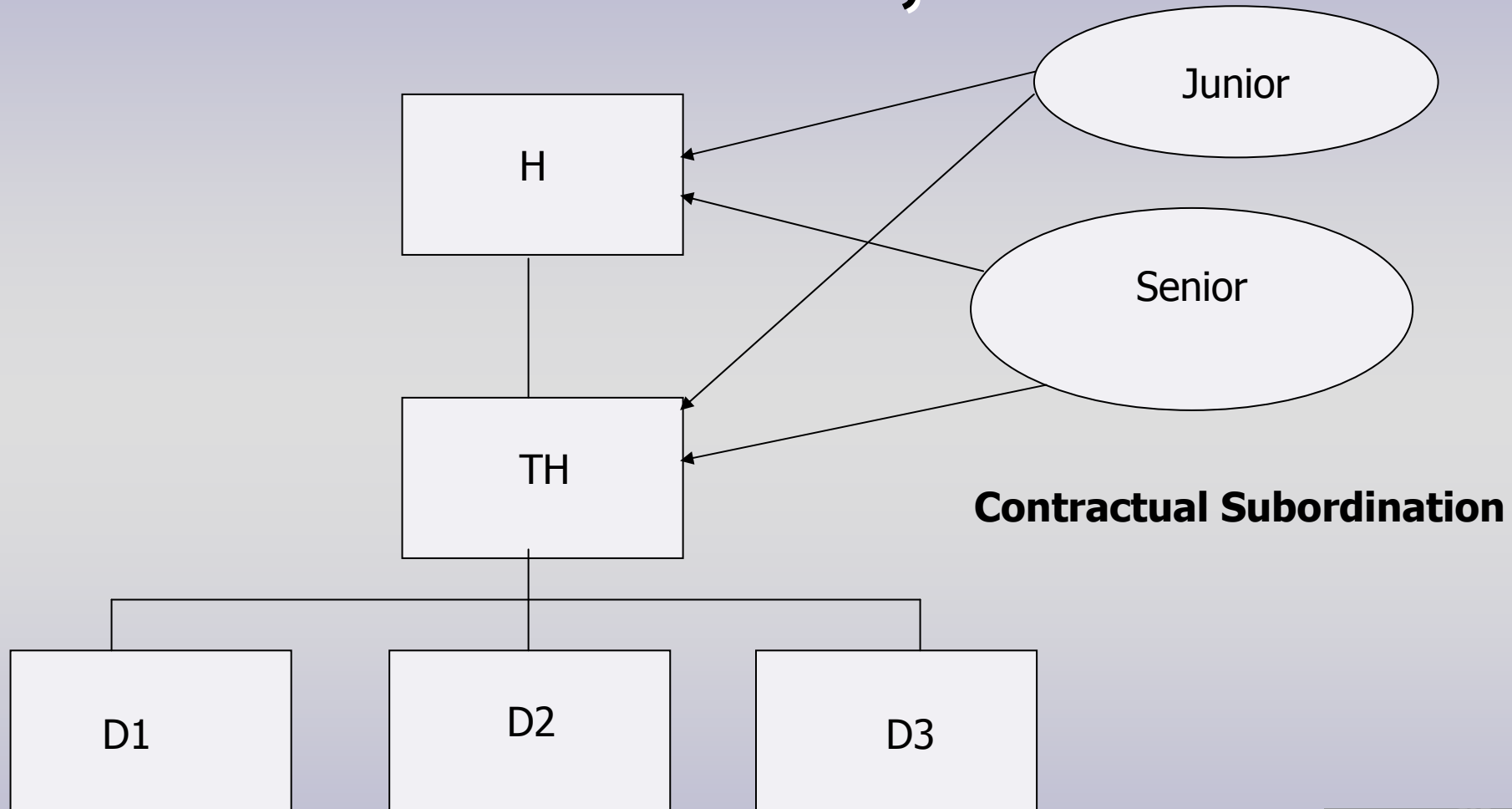
■ Indeling **Eigenlijke** versus **Oneigenlijke** achterstelling

- Spinath in Achtergestelde vorderingen, 2005

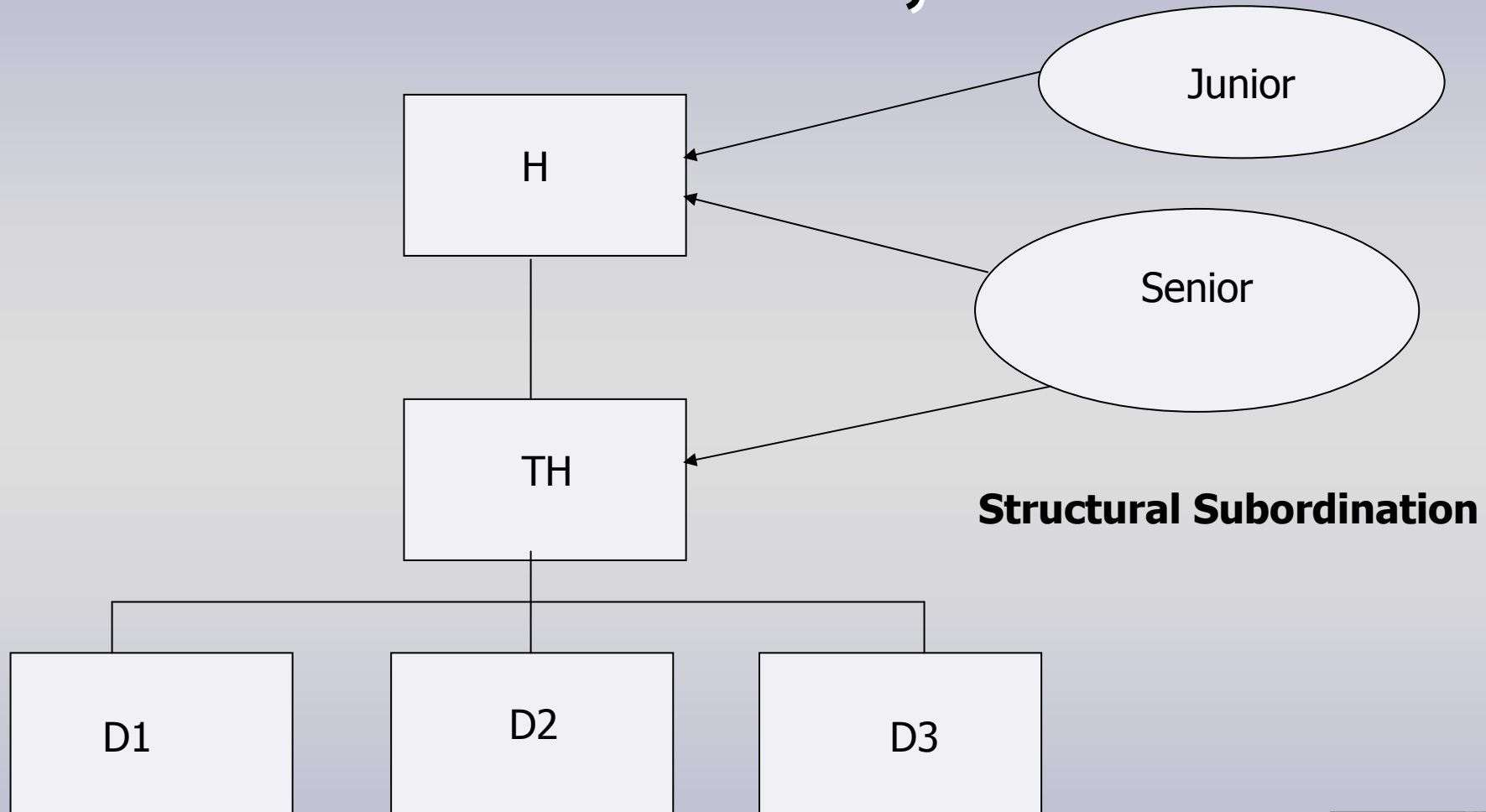
■ Wat te denken van zekerheden voor achtergestelde vorderingen?

- N.D. Pannevis in FIP 2010, 2
- Idee: uitsluitend en Junior Creditor Stil verpanden aan Senior Creditor

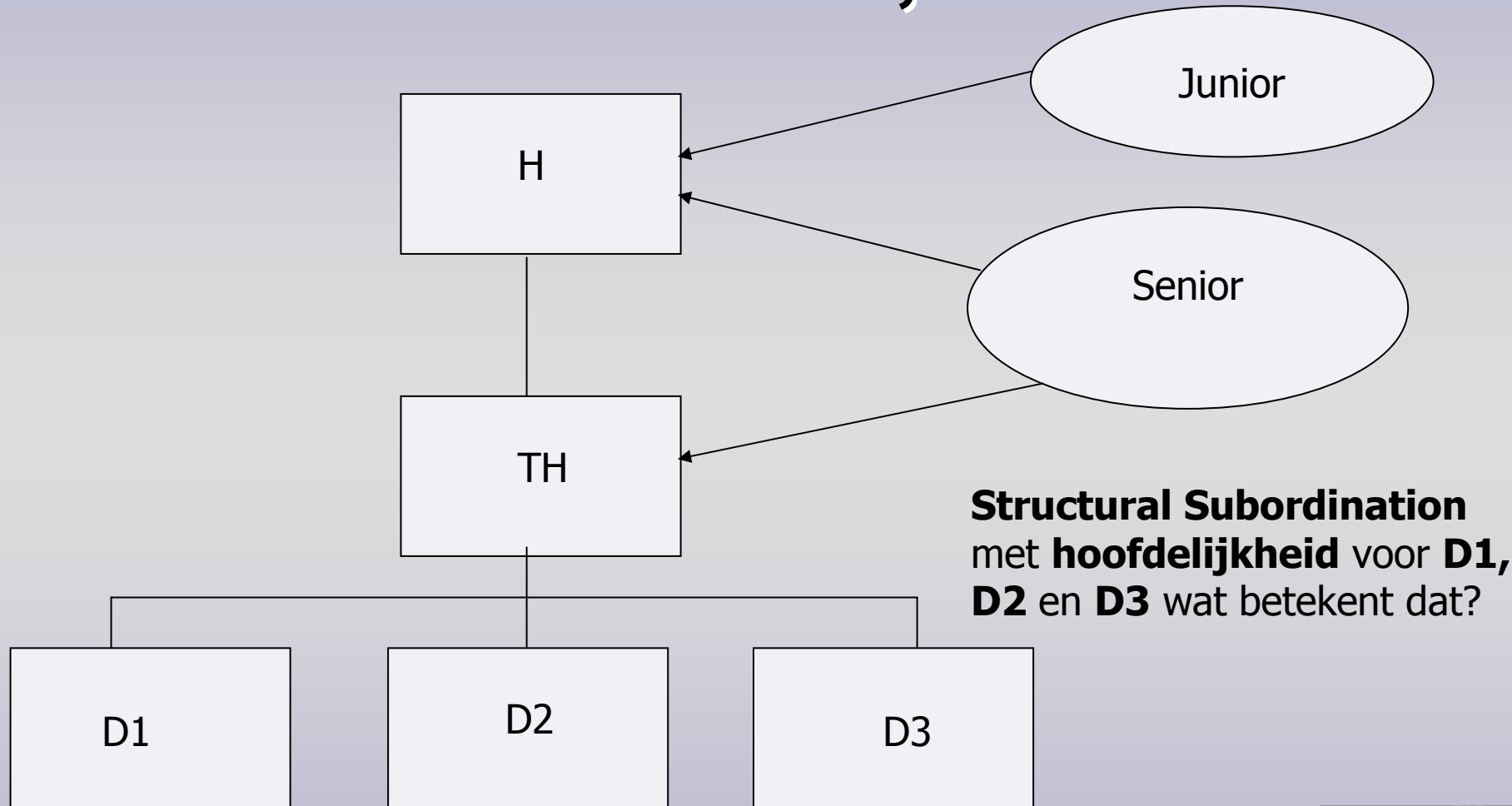
Subordination, vormen



Subordination, vormen

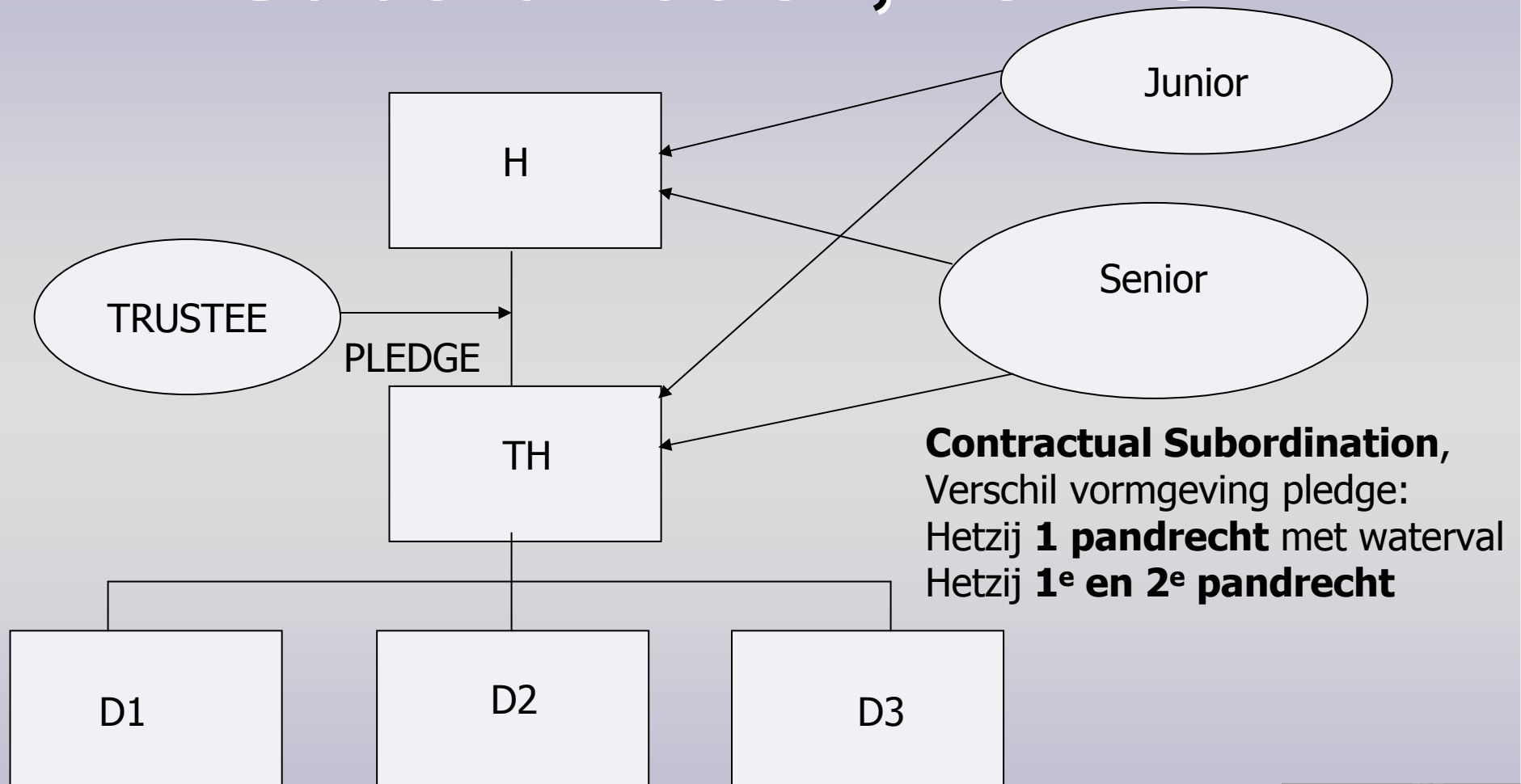


Subordination, vormen



Structural Subordination
met **hoofdelijkheid** voor **D1**,
D2 en **D3** wat betekent dat?

Subordination, vormen



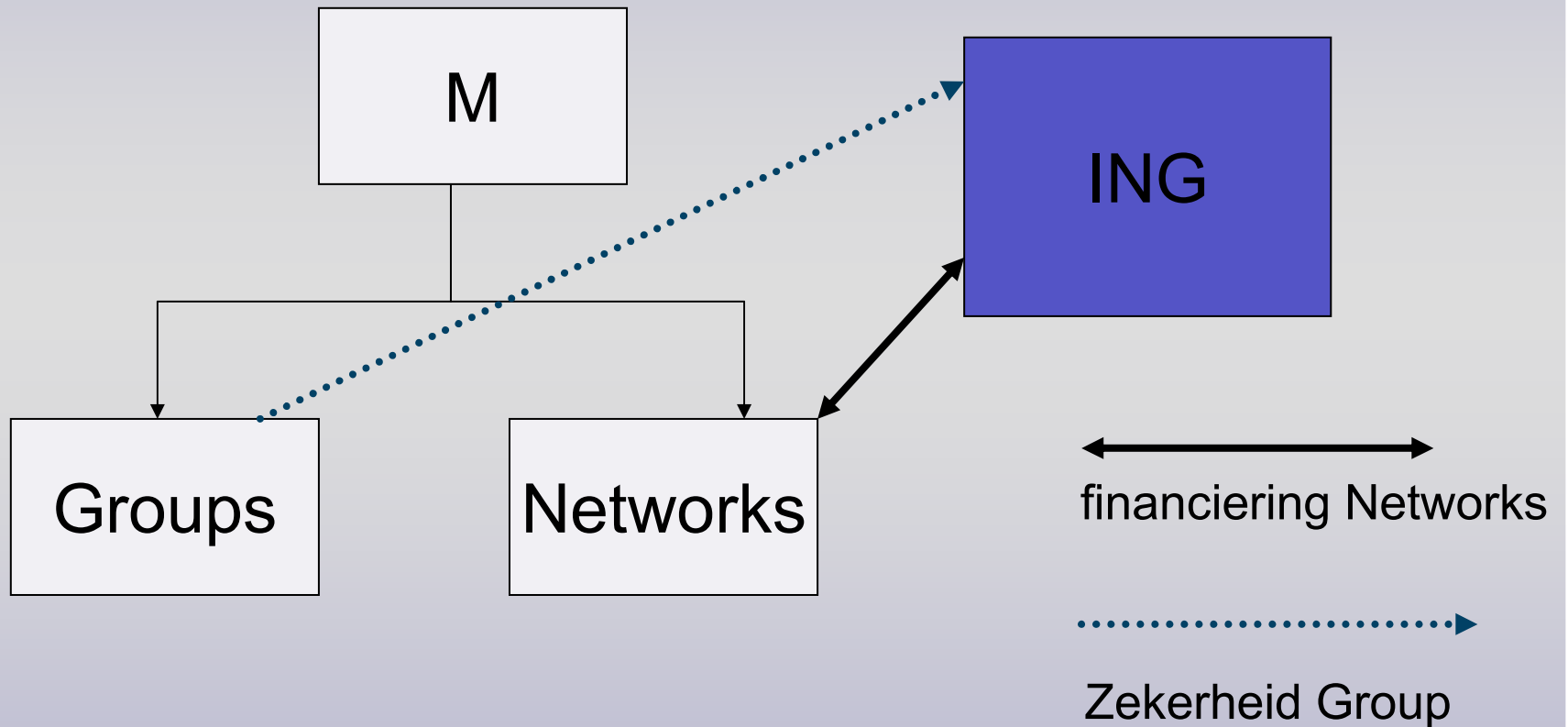
Doel zekerheidsrechten

- Verbetering positie van crediteur indien debiteur zijn verplichtingen niet nakomt
- Zowel buiten als in faillissement debiteur
- Op activa van debiteur of op (activa van) een derde
- Voor zover het zakelijke zekerheden betreft: met de bedoeling om met voorrang boven andere crediteuren betaald te worden

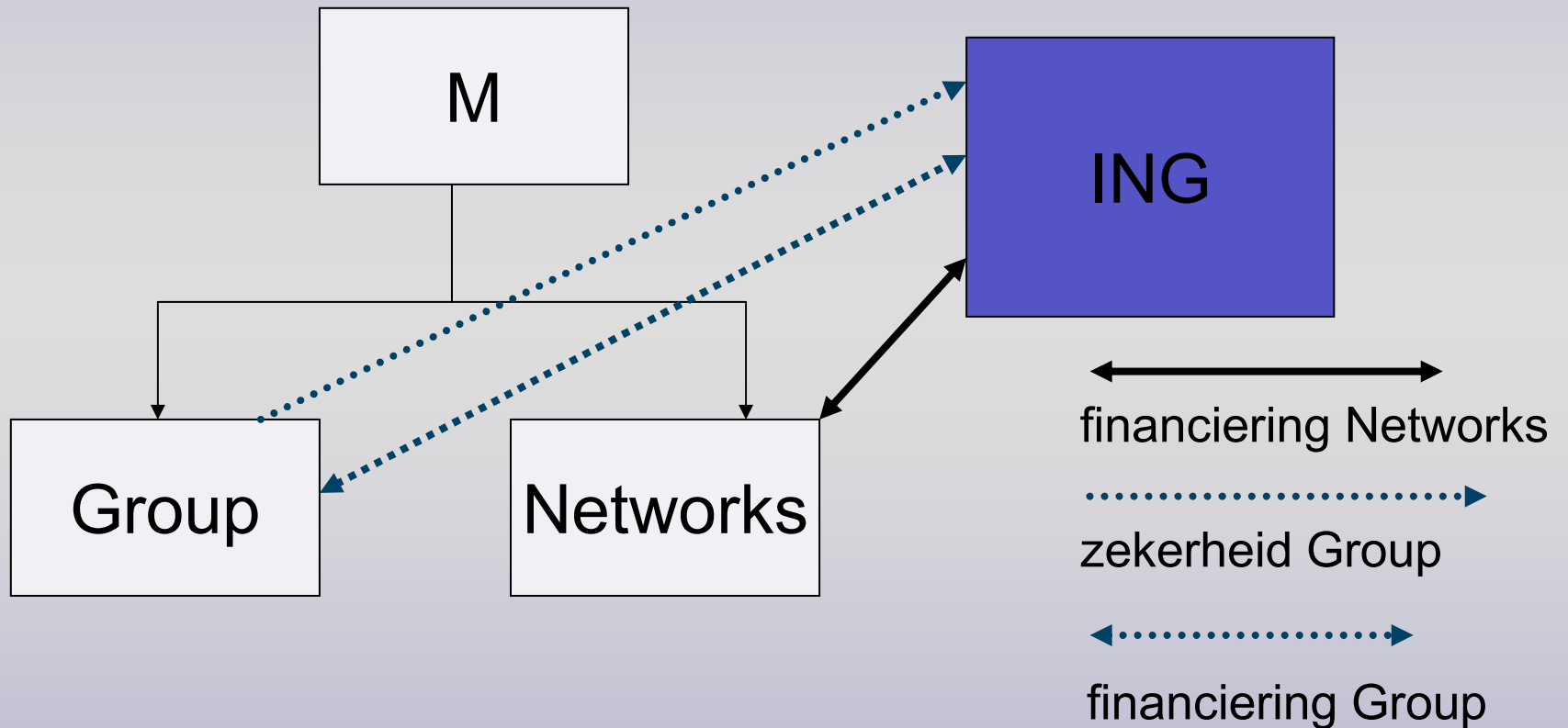
Tot zekerheid waarvan

- Uitsluitend tot zekerheid voor de vordering tot voldoening van een **geldsom** (art. 3:227 lid 1 BW)
- Zowel voor een bestaande vordering of een toekomstige vordering, vordering moet bepaalbaar zijn (art. 3:231 BW)
- Uitleg gaat met behulp van Haviltex criterium: HR 20 september 2002, NJ 2002, 610 (ING / Muller q.q.) (kort gezegd: hetgeen partijen over en weer hebben verklaard en redelijkerwijs hebben mogen afleiden uit hun verklaringen)

ING/Muller q.q. (I)



ING/Muller q.q. (II)



ING/Muller q.q. (III)

- dekt dat ook krediet verleend door ING aan Group?;
- in casu: ja want Networks was hoofdelijk aansprakelijk voor schulden Group en Group had zekerheid gegeven voor schulden Networks (Hoge Raad, Rov 4.5.1 en 4.5.2)
- financiering van een tweetal zustervennootschappen Group en Networks. De vorderingen tot zekerheid waarvan het pandrecht was gevestigd werden aldus omschreven (Conclusie AG Langemeijer onder 1.1.4):

“tot meerdere zekerheid voor de betaling of de teruggave van al hetgeen de besloten vennootschap (..) Networks (...) aan de bank nu of te eniger tijd schuldig mocht zijn of worden uit welke hoofde dan ook”.

Leveringsverplichting?

- economische overdracht van een goed, met uitgestelde levering
- probleem: economische eigendom is uitsluitend een concurrente vordering in het faillissement van de failliet
- dus secureren met pand- en/of hypotheekrecht
- indirect, want tot zekerheid voor de verplichting tot nakoming van een leveringsverplichting wordt een boetebepaling opgenomen, tot zekerheid voor de betaling van de boete wordt het pandrecht en/of hypotheekrecht gevestigd; voorts ook ter securering van de schade die ontstaat door het niet leveren, schade is wel geldvordering
 - Zie Noot Faber bij JOR 1998/31 en Rongen in Vertegenwoordiging en Tussenpersonen: de trustee bij obligatieleningen in het bijzonder de security trustee

Tot zekerheid waarvan, voorbeelden

- Vaste hypotheek
- Krediethypotheek
- Bankhypotheek

Vaste hypotheek

strekt tot zekerheid voor vaste bestaande vordering:

“De schuldenaar verklaart tot meerdere zekerheid voor de betaling van een bedrag, groot Euro 100.000 aan de schuldeiser een recht van eerste hypotheek te verlenen”

Krediethypotheek

strekt tot zekerheid voor (toekomstige) vorderingen uit hoofde bestaande rechtsverhouding:

“De schuldenaar verklaart tot meerdere zekerheid voor de betaling van al hetgeen de schuldeiser te vorderen heeft of mocht hebben uit hoofde van het tussen schuldeiser en schuldenaar bestaande rekening-courant krediet, groot Euro 100.000 aan de schuldeiser een recht van eerste hypotheek te verlenen”

Bankhypotheek

strekt tot zekerheid voor (toekomstige) vorderingen uit bestaande en toekomstige rechtsverhoudingen:

“De schuldenaar verklaart tot meerdere zekerheid voor de betaling van al hetgeen de schuldeiser nu of te eniger tijd van schuldenaar te vorderen heeft of mocht hebben uit hoofde van door schuldeiser verstrekte of te verstrekken geldleningen, al dan niet in rekening courant, *of uit welke andere hoofde dan ook*, aan schuldeiser een recht van eerste hypotheek te verlenen”

Rechtsgeldig?

- HR 30 januari 1953, NJ 1965, 578 Doyer en Kalff / Bouman, ja, voor eigendomsoverdracht tot zekerheid
- Parl. Gesch. NBW: handhaving van bestaande leer
- HR 6 juni 2000, NJ 2000, 534 Nedship / Oderkerk q.q. voor bevestiging naar aanleiding van vraag over bankhypotheek op binnenschepen:

“Aldus wordt ook voor zover het binnenschepen betreft recht gedaan aan de betekenis van de (krediet en) bankhypotheek als onmisbaar financieringsinstrument.”

Omvang zekerheidsrecht

- Zekerheidsrecht ontstaat op moment van vestiging, ook al betreft het een toekomstige vordering tot zekerheid waarvan het gevestigd wordt, vgl. HR 16 juni 2000, NJ 2000, 733 Derksen / Rabobank bevestiging van arrest MB/Rotterdamse Bank (25 februari 1955, NJ 1955, 711)
- Dus: zowel ten tijde van de vestiging van zekerheidsrecht bestaande als alle toekomstige vorderingen vallen eronder

Gevolgen beslag ten laste van

- HR 25 februari 1955, NJ 1955, 711 MD / Rotterdamse Bank: krediethypotheek kan worden tegengeworpen aan een na de datum van inschrijving van de hypotheek gelegd maritaal beslag, ook indien de vordering eerst ontstaat na de datum van het beslag;
- ook voor bankhypotheek?
- Grenzen: onrechtmatige daad en actio pauliana (in en buiten faillissement) en beperking tot vorderingen die ontstaan op basis van ten tijde van beslaglegging reeds bestaande rechtsverhoudingen: Asser 3-VI*. Zekerheidsrechten, nr. 51

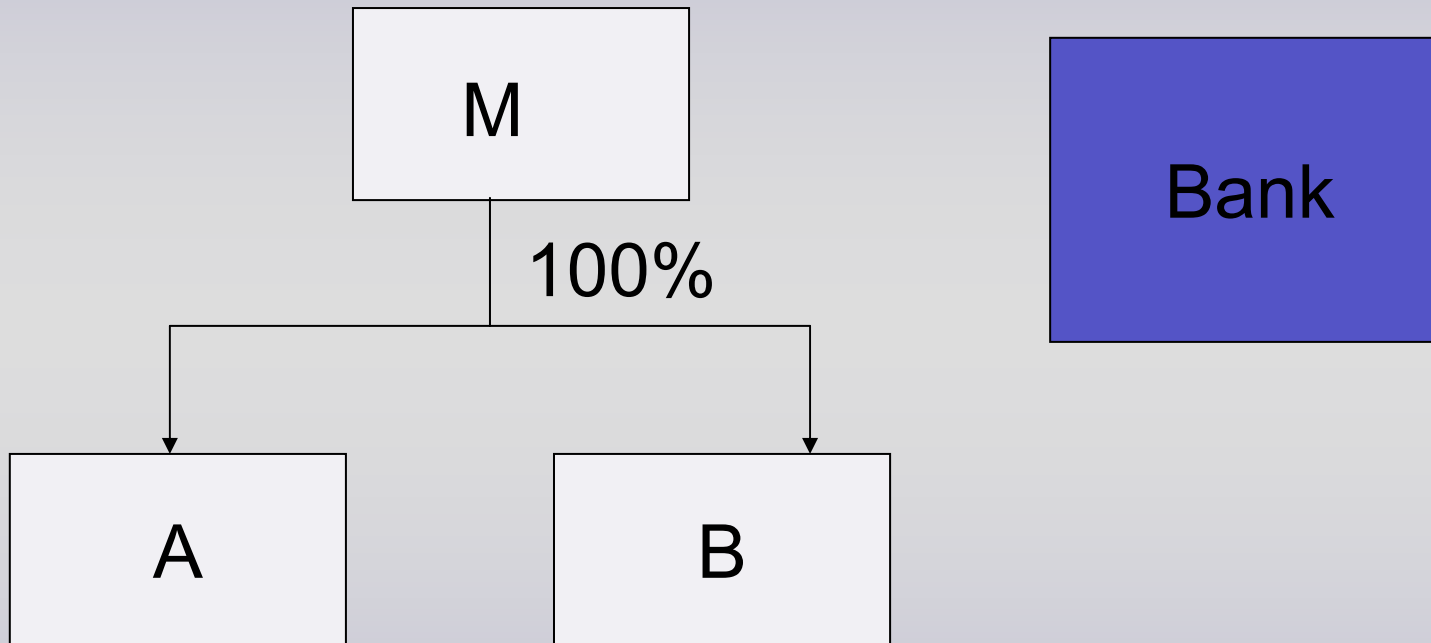
Gevolgen faillissement

- HR 4 november 1994, NJ 1995, 627: NCM/Knottenbelt
- Een zekerheidsgerechtigde nam tijdens het faillissement concurrente vorderingen over van een leverancier, wilde deze vervolgens onder de bankhypotheek verhalen. De Hoge Raad oordeelde dat de zekerheidsgerechtigde uitsluitend verhaal kan uitoefenen voor bij de aanvang van de aan het faillissement voorafgaande surseance van betaling, in het vermogen van de zekerheidsgerechtigde aanwezige vorderingen.
- Na faillissementsdatum onstane vorderingen kunnen uitsluitend worden verhaald op de zekerheden indien deze voortvloeien uit een ten tijde van het faillissement reeds met failliet bestaande rechtsverhouding

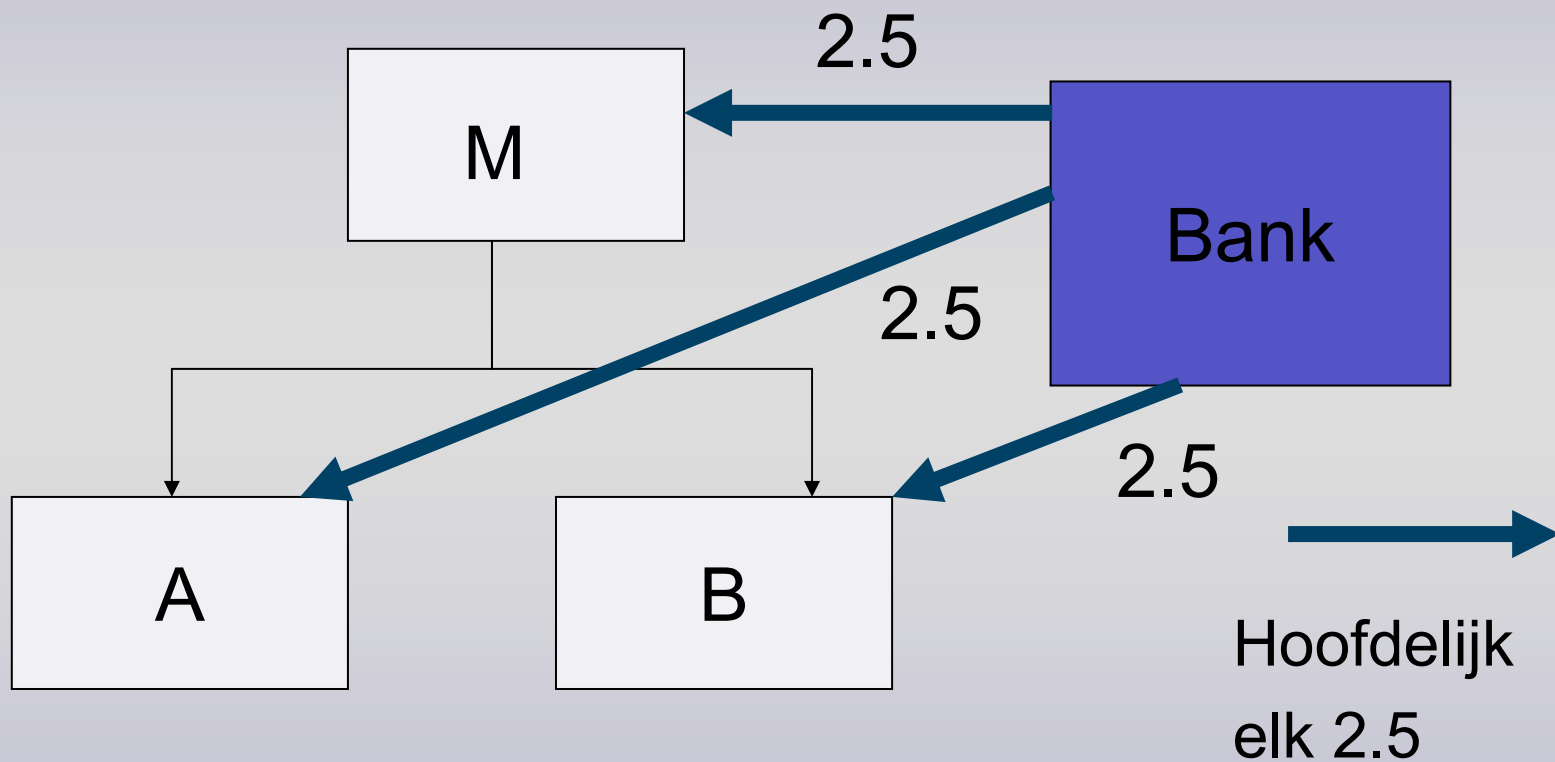
Regres en Subrogatie

- **Regres:** eigen vordering
 - hoofdelijke medeschuldenaren: art. 6:10 BW
 - borgtocht: art. 7:850 lid 3 BW
- **Subrogatie:** in vordering van ander
 - hoofdelijke medeschuldenaren: art. 6:12 BW
 - gevallen art. 6:150 BW
- **Waarom eigenlijk Regres naast Subrogatie**
 - Soms verweermiddelen tegen gesubrogeerde vordering, dan beter regres
 - Subrogatie wel zekerheden

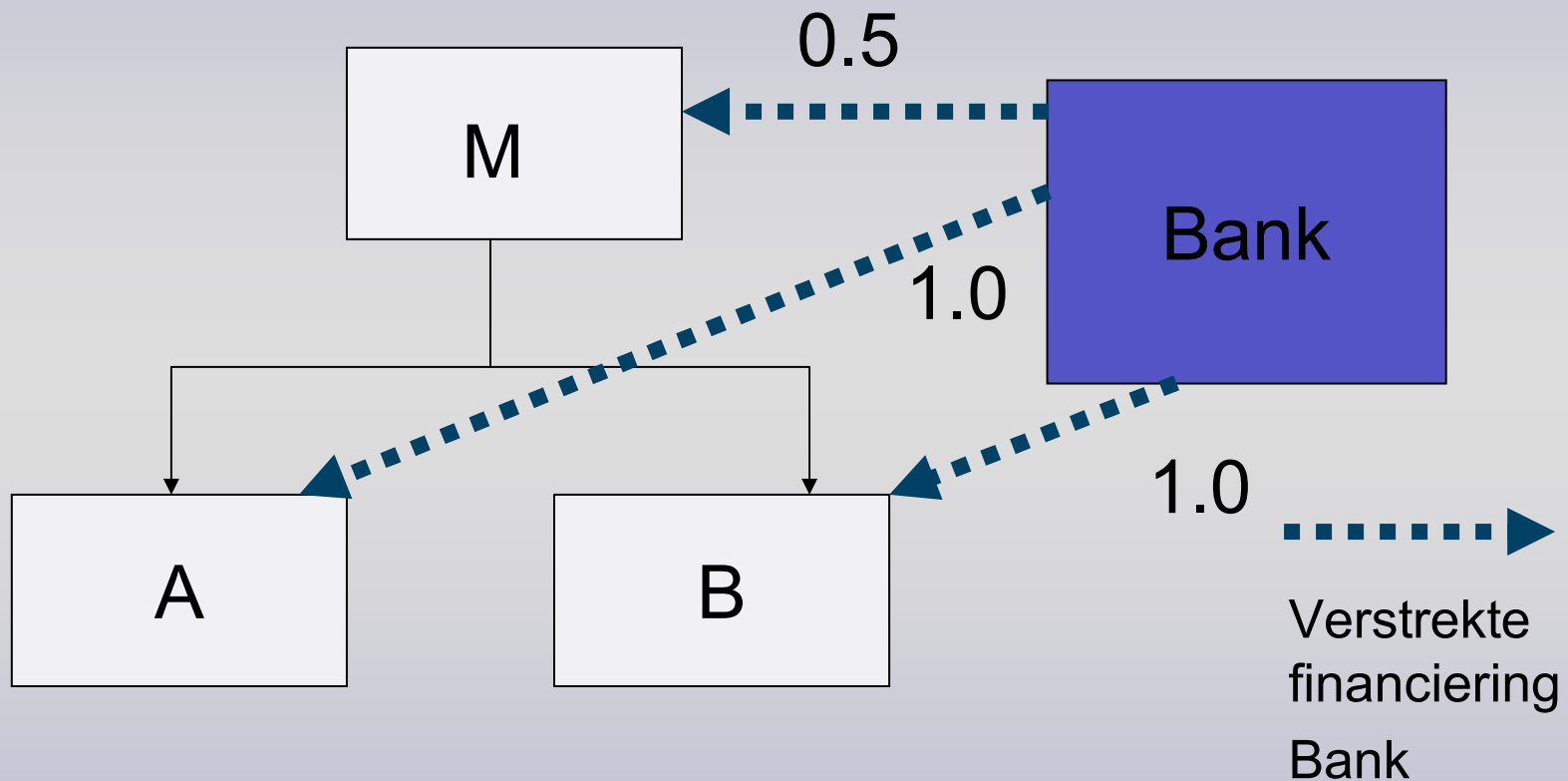
Voorbeeld regres / subrogatie (I)



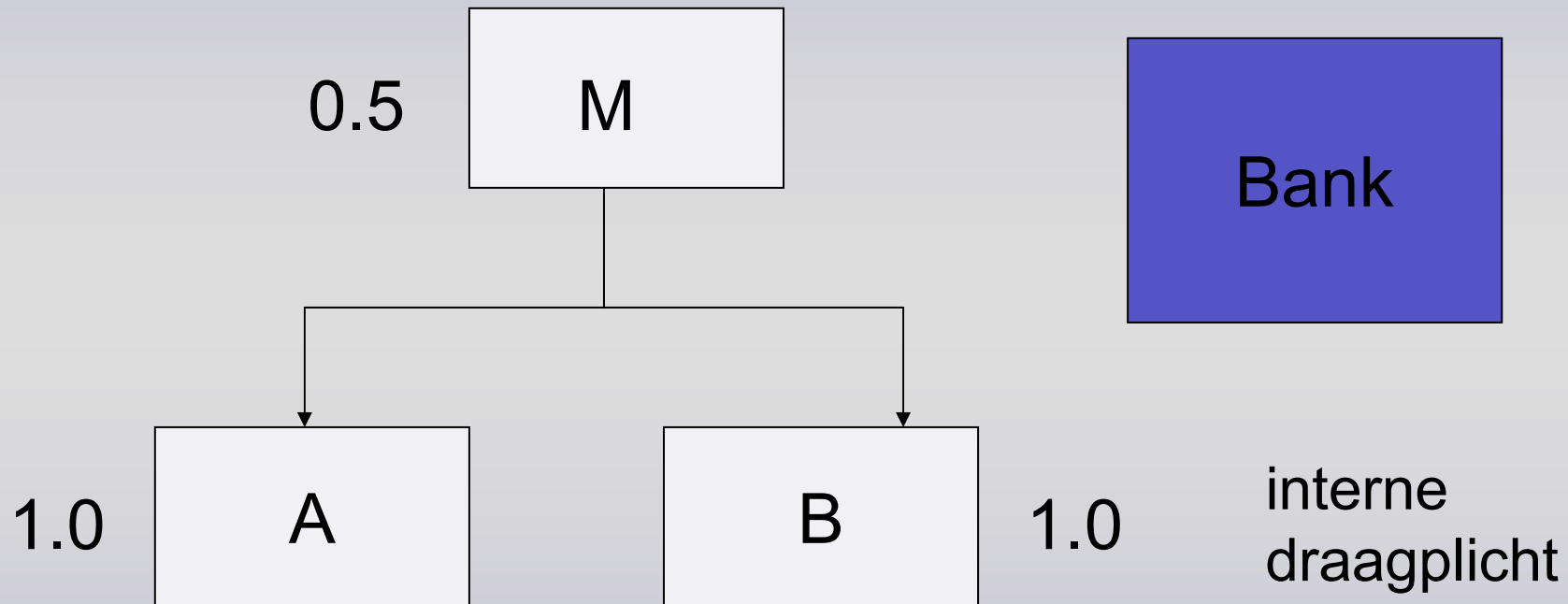
Voorbeeld regres / subrogatie (II)



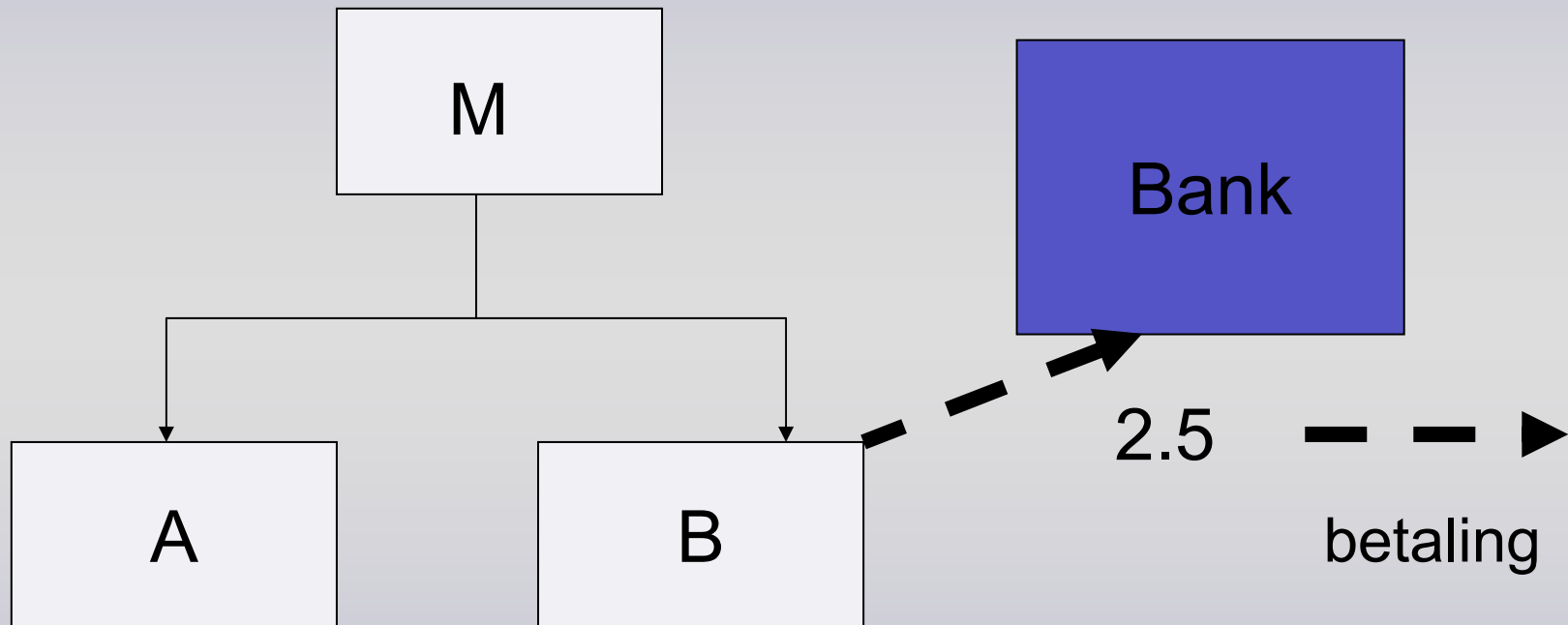
Voorbeeld regres / subrogatie (III)



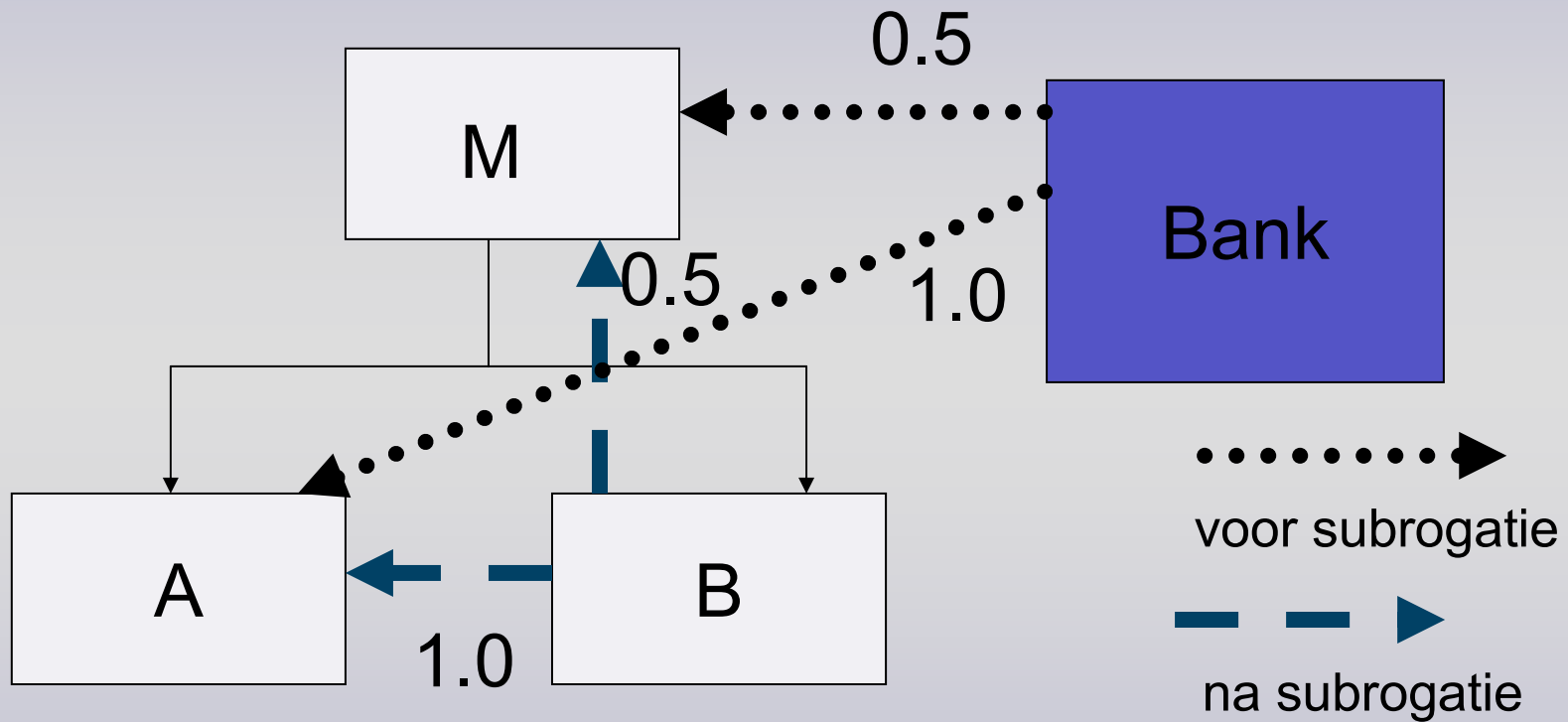
Voorbeeld regres / subrogatie (IV)



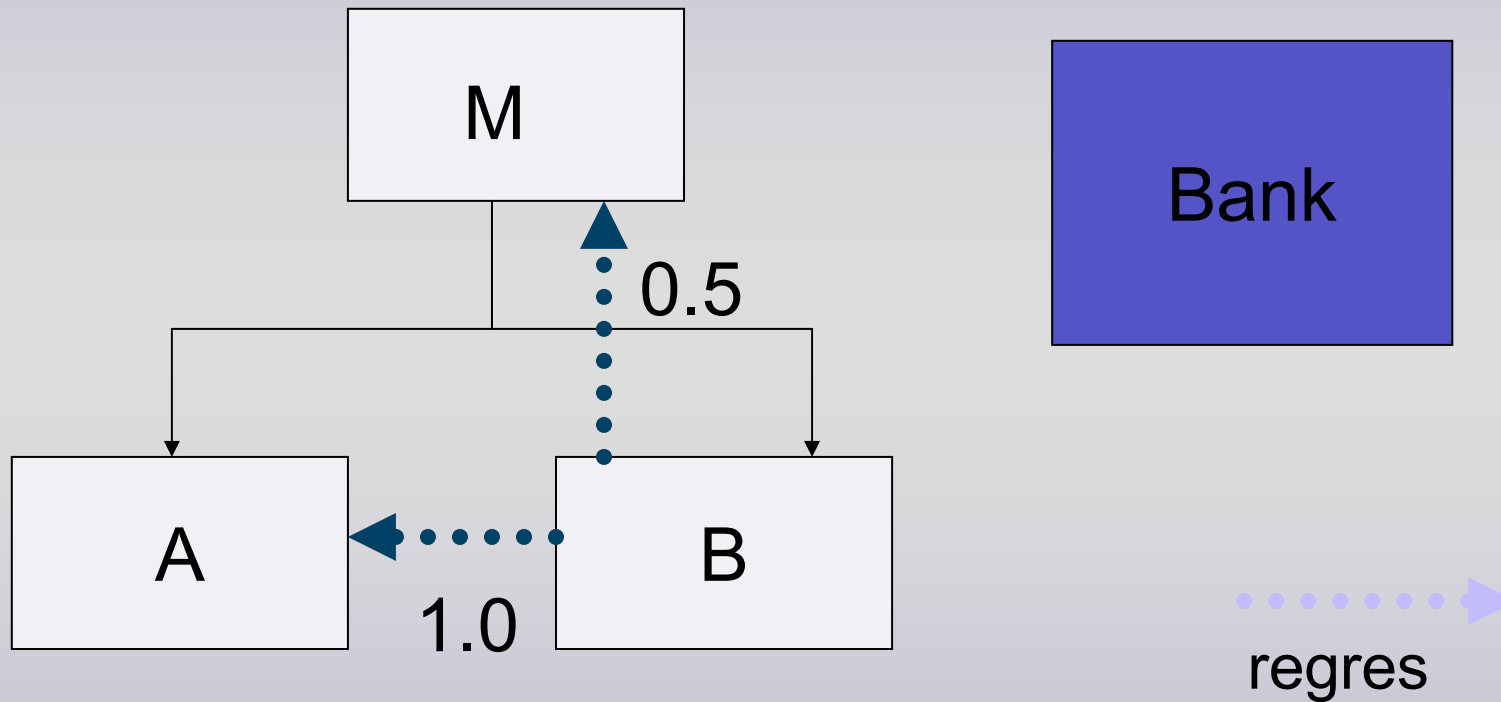
Voorbeeld regres / subrogatie (V)



Voorbeeld regres / subrogatie (VI)



Voorbeeld regres / subrogatie (VII)



Problemen bij uitwinning (I)

- HR 18 april 2003, JOR 2003, 160: Interne draagplicht
- Moment van aangaan van de schuld is in beginsel beslissend: als in een concern verhouding bij hoofdelijke aansprakelijke vennootschappen geen andere afspraak wordt gemaakt, is draagplicht in beginsel gelijk
- Degene die is uitgewonnen wordt gesubrogeerd en heeft regres

Problemen bij uitwinning (II)

- maar: wat als voor koper aandelen van dochter die hoofdelijk aansprakelijk was
- Probleem: aandeel in de schuld vaak niet geregeld

Problemen bij uitwinning (III)

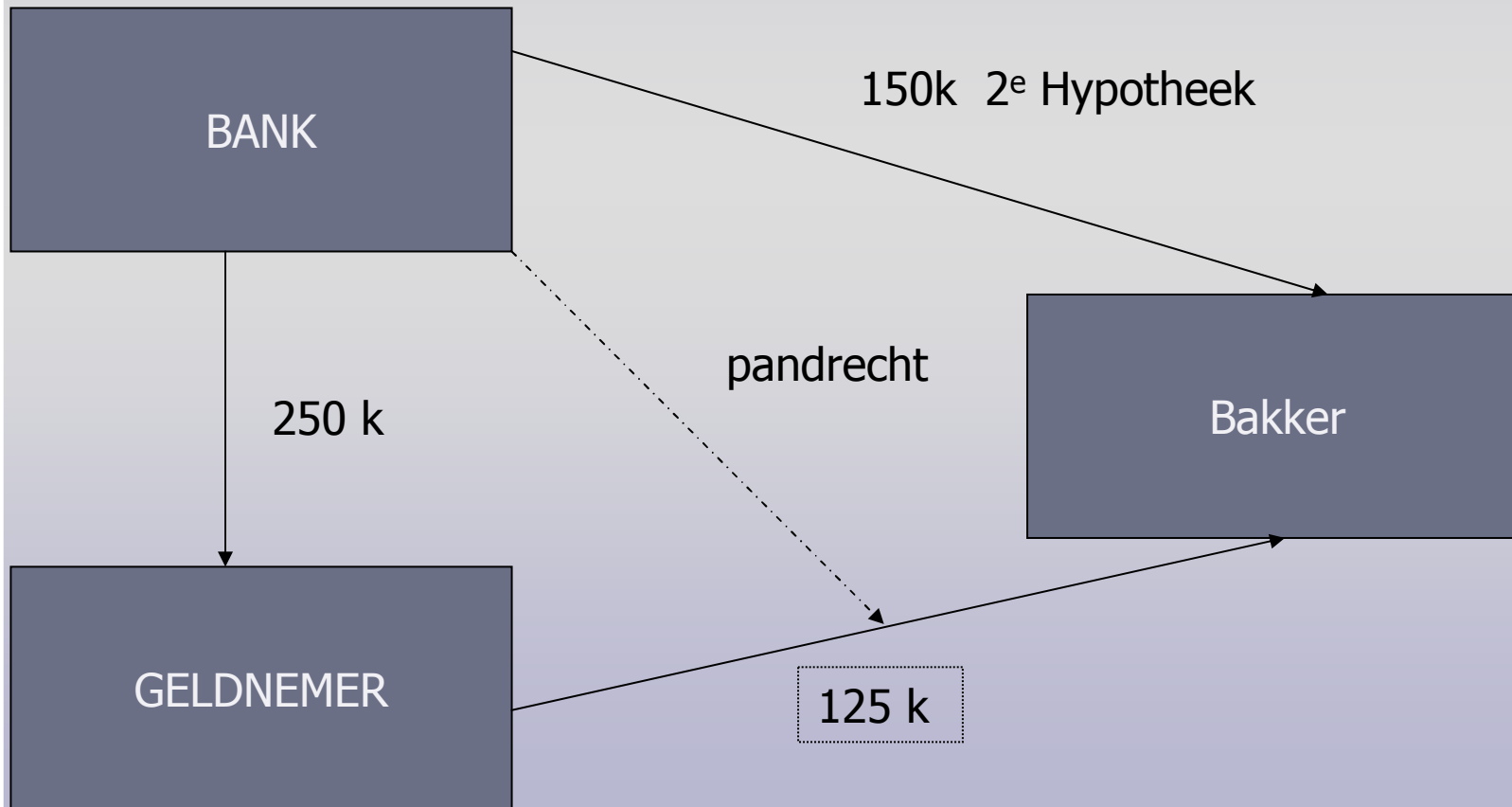
- Creation of pledge over rights to recourse and retention of pledge on rights subrogated
- As security for the payment obligations of each Obligor under the Finance Documents (i) each Guarantor agrees to create and hereby creates in advance in favour of the Security Agent a disclosed right of pledge (*openbaar pandrecht*) on the rights such Guarantor may have to recourse against any Obligor and (ii) each Finance Party shall retain an undisclosed right of pledge on all of its rights to which the Guarantor may be subrogated. By signing this Agreement the Obligors acknowledge and confirm (if applicable in accordance with Article 1690 of the Belgian Civil Code) to have received notification of the creation of the rights of pledge created pursuant to this Clause 1.1. The Security Agent hereby accepts the rights of pledge created pursuant to this Clause 1.1 and may, on behalf of each Guarantor, waive or cancel by notice in writing these rights of pledge.
- Subordination of rights to recourse and rights subrogated
- If and to the extent that the rights of pledge purported to be created and retained pursuant to Clause 1.1 have not been created or retained or if these rights of pledge have been waived or cancelled, the rights Guarantors may have to recourse against any Obligor and the rights of the Finance Parties to which Guarantors may be subrogated shall be subordinated to the payment obligations of the Obligors under the Finance Documents.
- Waiver of subrogated Security
- Each Guarantor hereby waives all rights of Security attached to the rights of the Finance Parties to which such Guarantor may be subrogated until all (present and future) monetary payment obligations of all Obligors under the Finance Documents have irrevocably been paid in full.
- Waiver of rights to recourse and rights subrogated
- If and to the extent that the rights of pledge purported to be created and retained pursuant to Clause 1.1 have not been created or retained, each Guarantor hereby waives, under the condition precedent that an Obligor is sold to a third party, the rights it may have to recourse against such Obligor and the rights of the Finance Parties to which it may be subrogated in respect of that Obligor.

Problemen bij uitwinning (IV)

- Maar: kun je bij subrogatie wel afspreken dat deze wordt opgeschort en dat deze afhankelijk is van bepaalde voorwaarden
- Of: moet je subrogatie helemaal uitsluiten en kan dat?
- De leer Van Hees versus de leer Blom

ING / Bakker

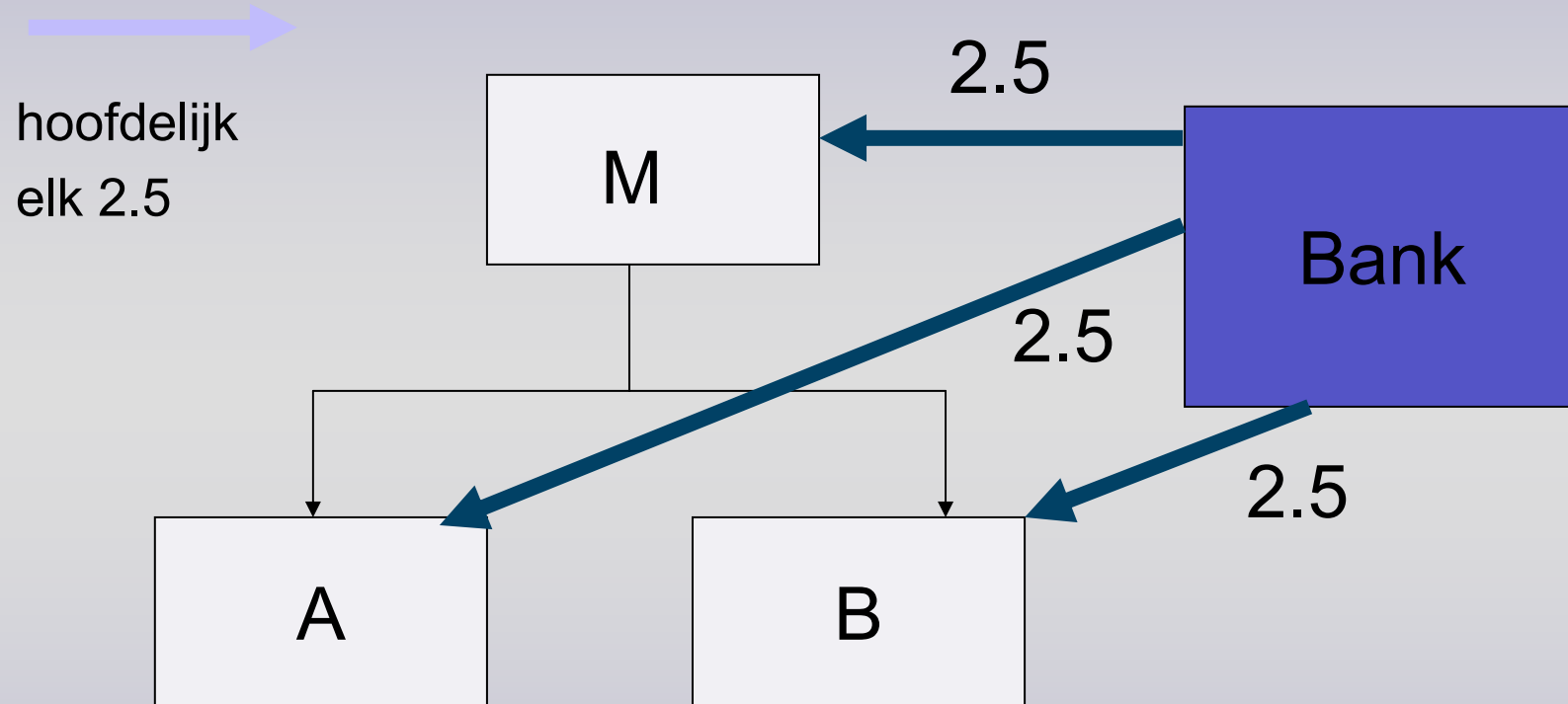
- HR 14 november 2003, JOR 2004, 58



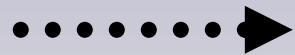
Problemen bij uitwinning (IV)

- HR 14 november 2003, JOR 2004, 58: ING heeft hoofdelijke aansprakelijkheid bedongen van groepsmaatschappij en is tevens pandhouder van vordering op die groepsmaatschappij, spreekt eerst groepsmaatschappij aan onder hoofdelijkheid
- Oplossing: zorgen dat regresvordering niet voortvloeit uit dezelfde rechtsverhouding als de verpande vordering om verrekening te voorkomen
- Voor het geval dat toch zo is: oplossing achterstelling regresvordering, maar
- Verrekenen en achterstelling: HR 18 oktober 2002, JOL 2002, 554, JOR 2002, 23, Haviltex

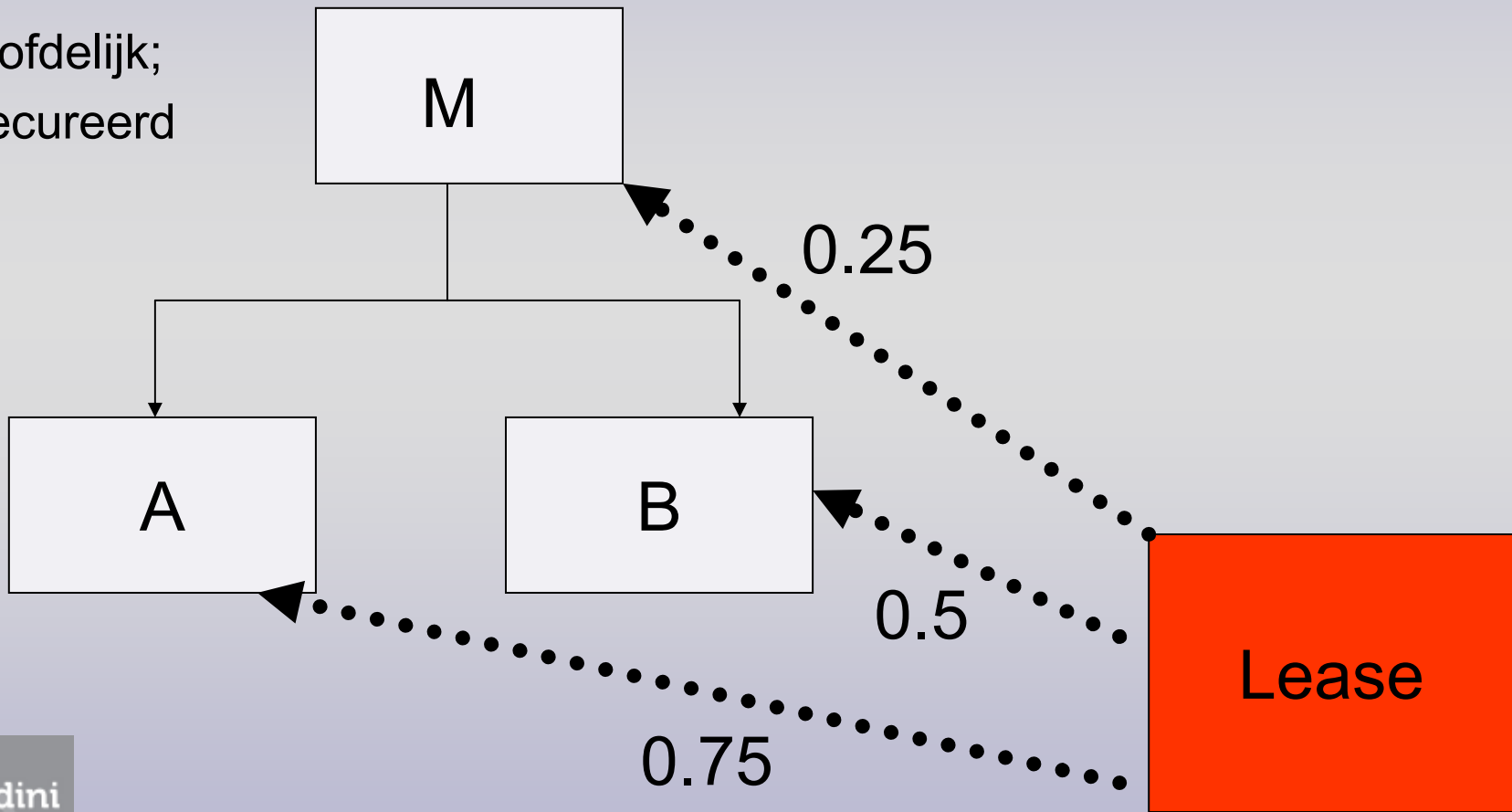
Overwaarde arrangement (I)



Overwaarde arrangement (II)



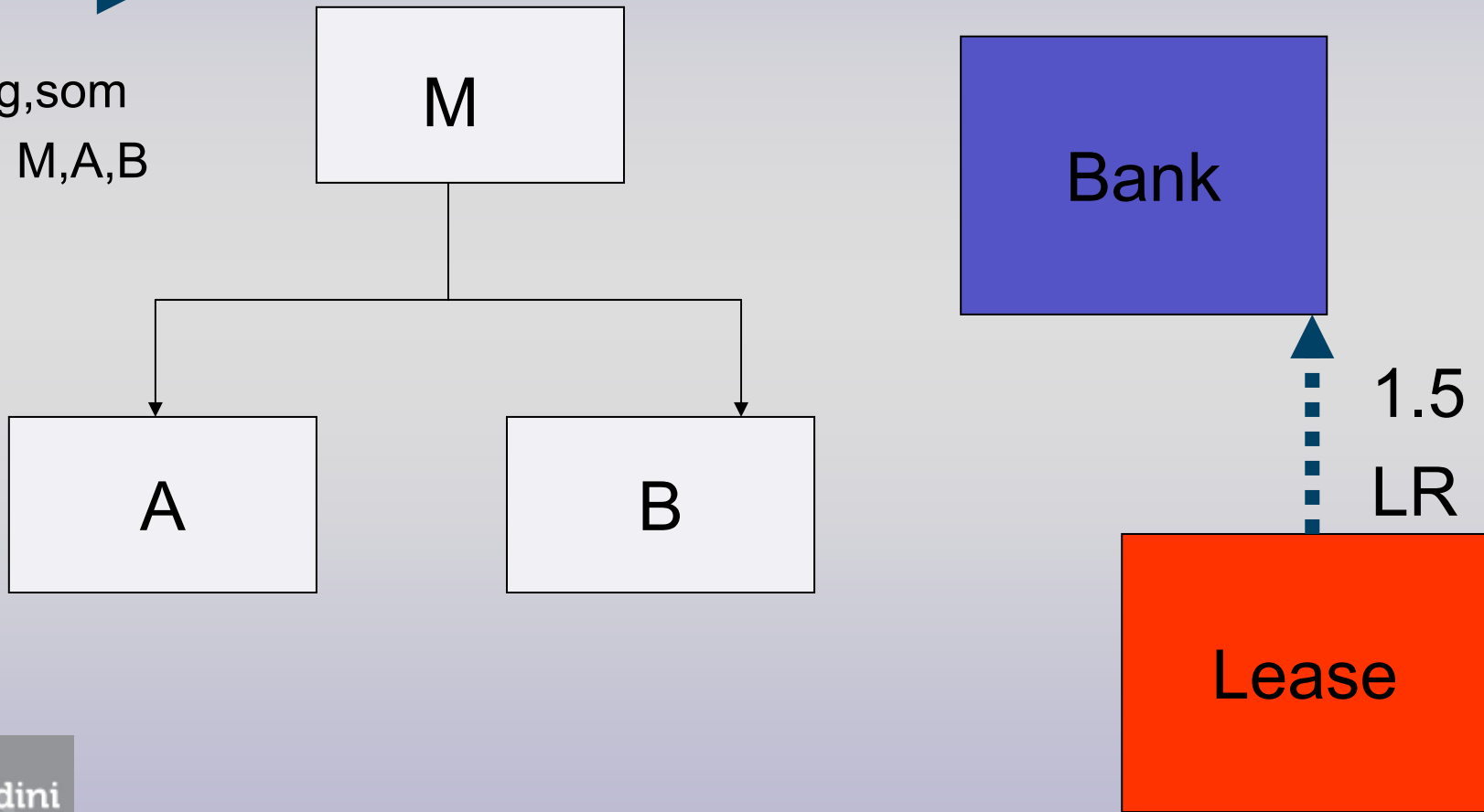
niet hoofdelijk;
ongesecureerd



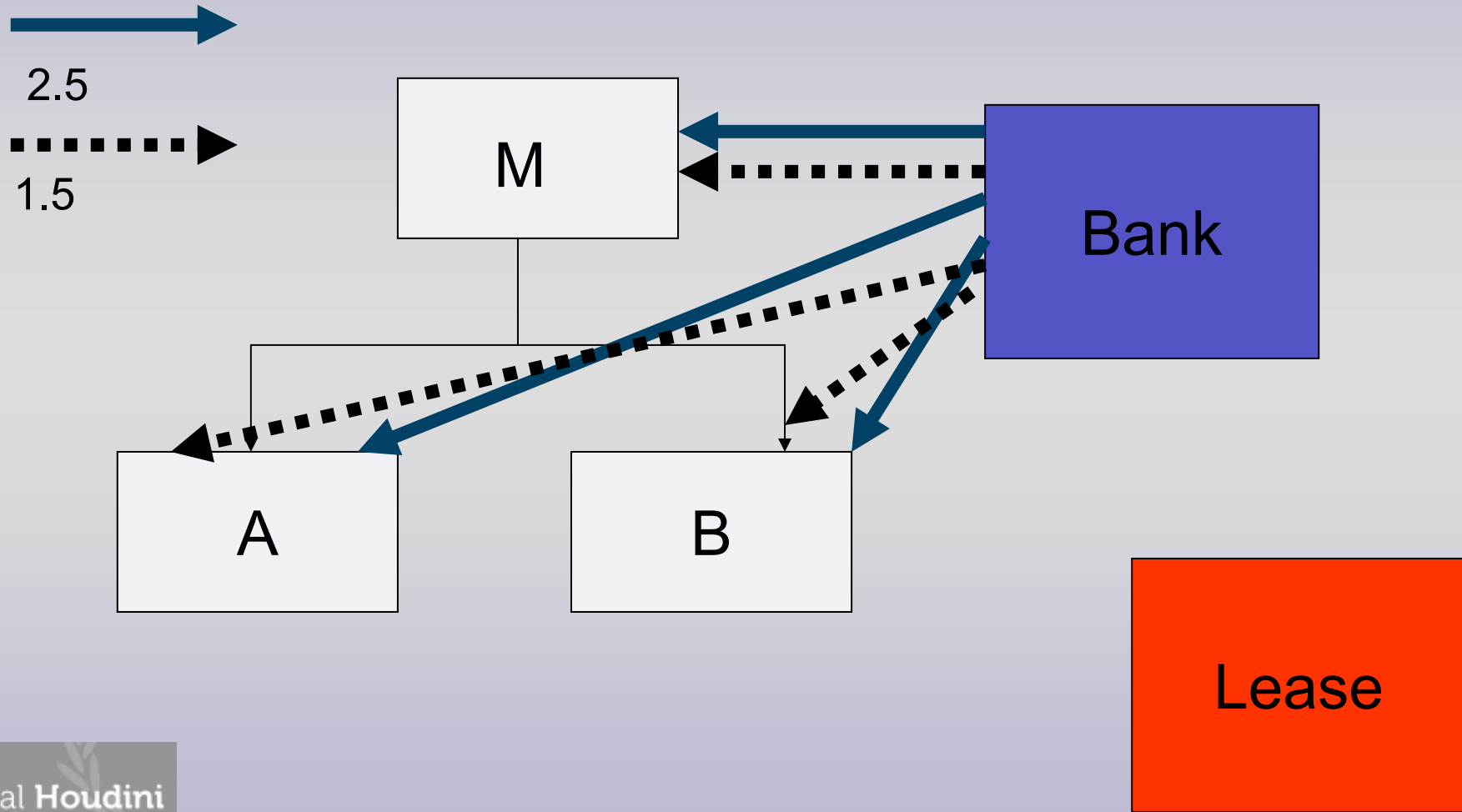
Overwaarde arrangementement (III)



borg, som
van M,A,B



Overwaarde arrangement (IV)



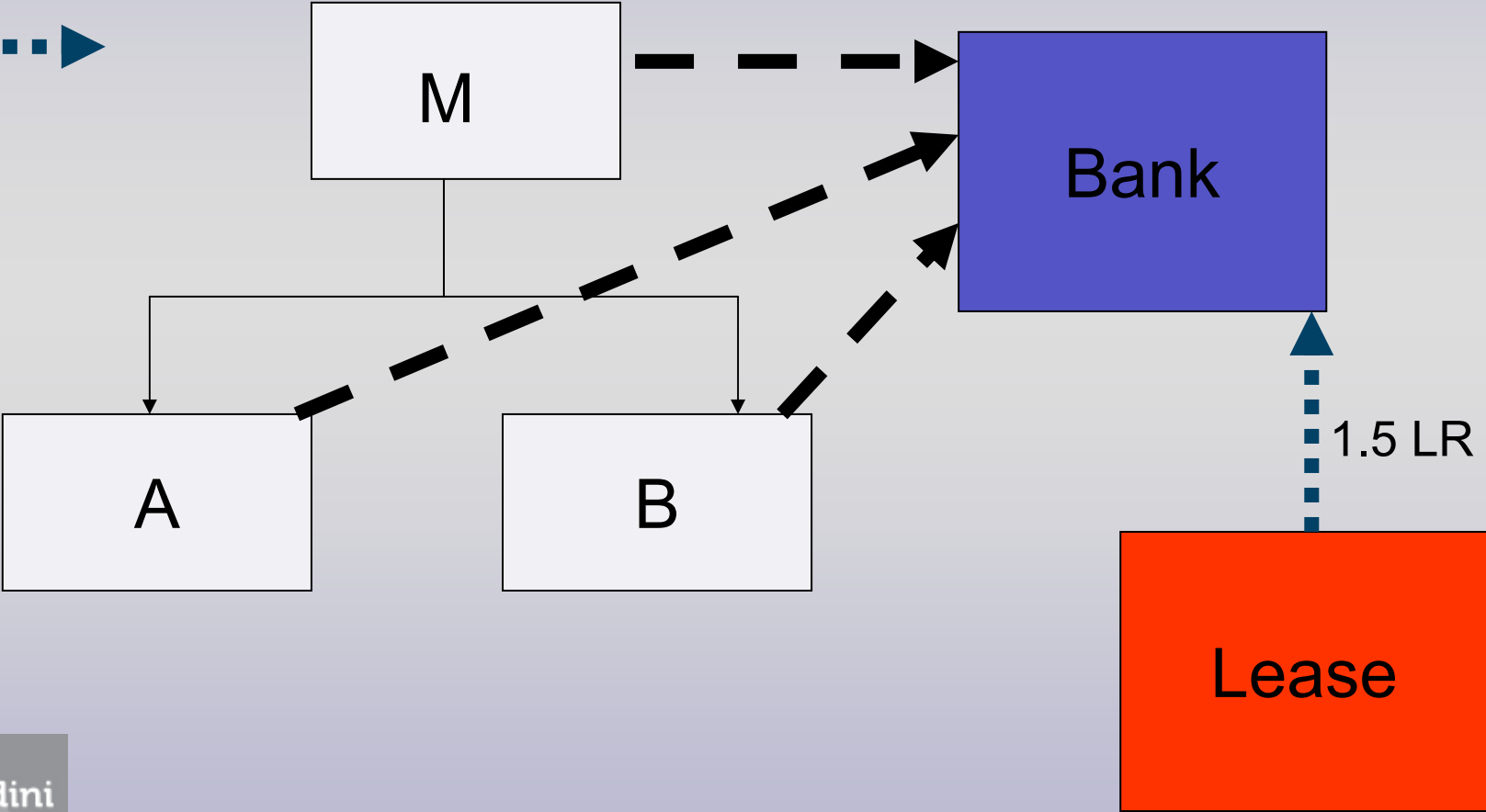
Overwaarde arrangement (V)

- gevolgen zogenaamde Overwaarde-arrangementen:
 - Rb Den Bosch 11 januari 2001, JOR 2001, 73, vernietigd door Hof Den Bosch 19 november 2002, JOR 2003, 45
 - Hof Adam 4 januari 2001, JOR 2001, 72
 - HR 9 juli 2004, NJ 2004, 618 NMB Heller
- Vraag: werkt dat wel na faillissement van M/A/B?
- Praktische oplossing: M/A/B moeten instemmen met borgstelling Bank aan Lease

Overwaarde arrangement (VI)

— — — — —▶
instemming

.....▶
borg



Overwaarde arrangement (VII)

2nd pledge versus overwaarde-arrangement:

- 2nd pledge zekerheden opnieuw vestigen
- Pas op: zekerheidsrechten/beslag tussen moment waarop zekerheid 1 en zekerheid 2 wordt gevestigd

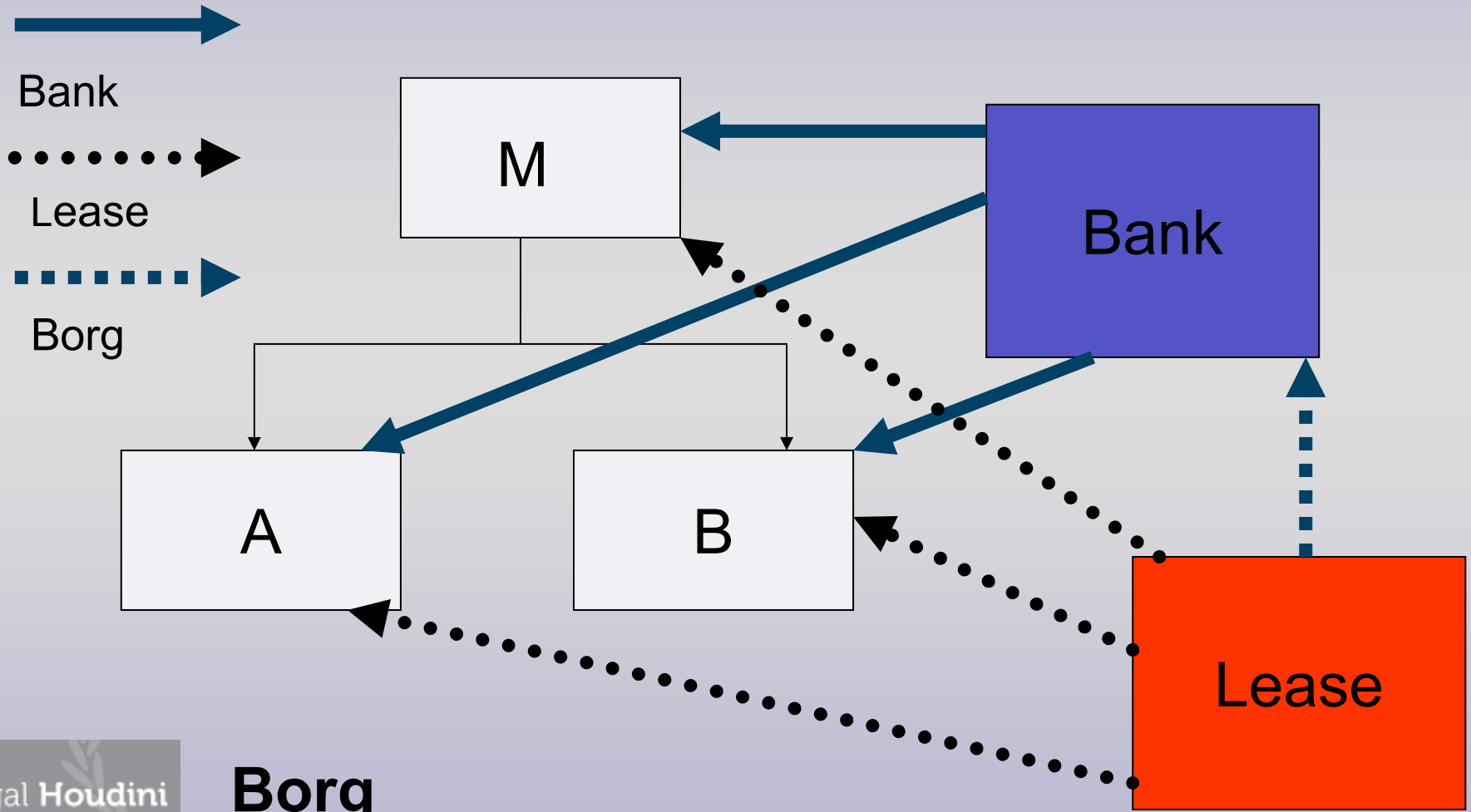
Andere zekerheidsgerechtigde (i)

- tot voor kort: scheiding onmogelijk, niet in de wet voorzien:
 - Van Mierlo, Polak, Verstrekking van zekerheden aan internationale syndicaten, 1998, p. 34
 - Meesters, Vertrouwd met de Trust, p. 400
- sommige recente schrijvers, geen probleem:
 - Rongen, Verhagen en Kortmann WPNR 6459 en 6460; en
 - W. Snijders in bundel Onderneming en 10 jaar Nieuw Burgerlijk Recht (mijn held)
 - Ook Van den Heuvel in WPNR 6812

Andere zekerheidsgerechtigde (ii)

- Praktijk: constructies om zekerheidsdrager toch crediteur te laten zijn:
 - borgtocht
 - actieve hoofdelijkheid
 - parallel debt
- vgl. voor fraai overzicht: Rongen, Verhagen en Kortmann WPNR 6459 en 6460 en (natuurlijk!) Thiele, Collectieve zekerheidsarrangementen; onzekere zekerheid, KNB 2009 en al eerder in proefschrift

Andere zekerheidsgerechtigde (iii)



Borg

Andere zekerheidsgerechtigde (iv)

- syndicaat met drie leden:
 - Bank (agent) 40%
 - Member 1 35%
 - Member 2 25%
- stel financiering is 100, hoofdelijke aansprakelijkheid M, A en B

Andere zekerheidsgerechtigde

(v)



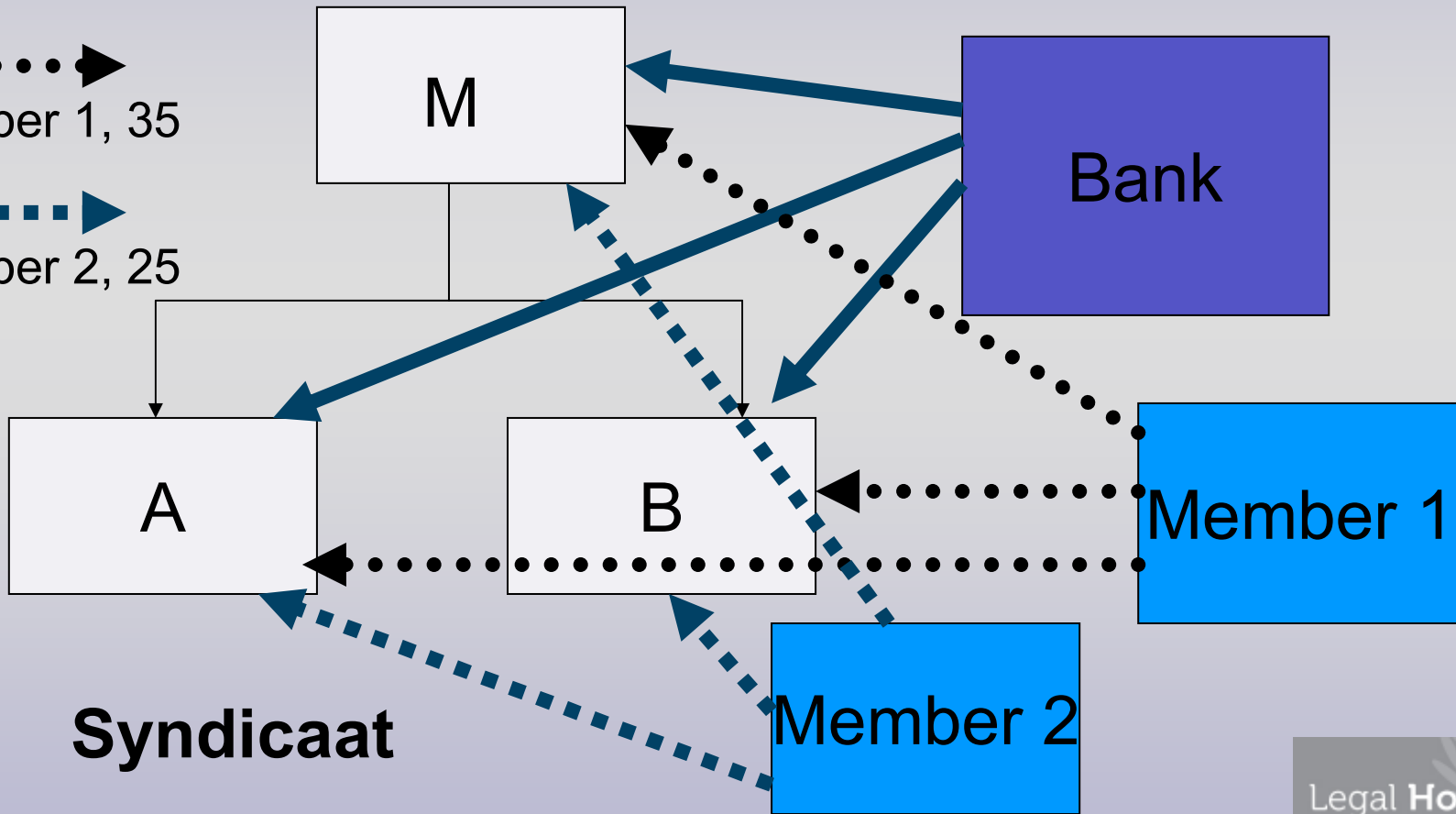
Bank, 40



Member 1, 35



Member 2, 25

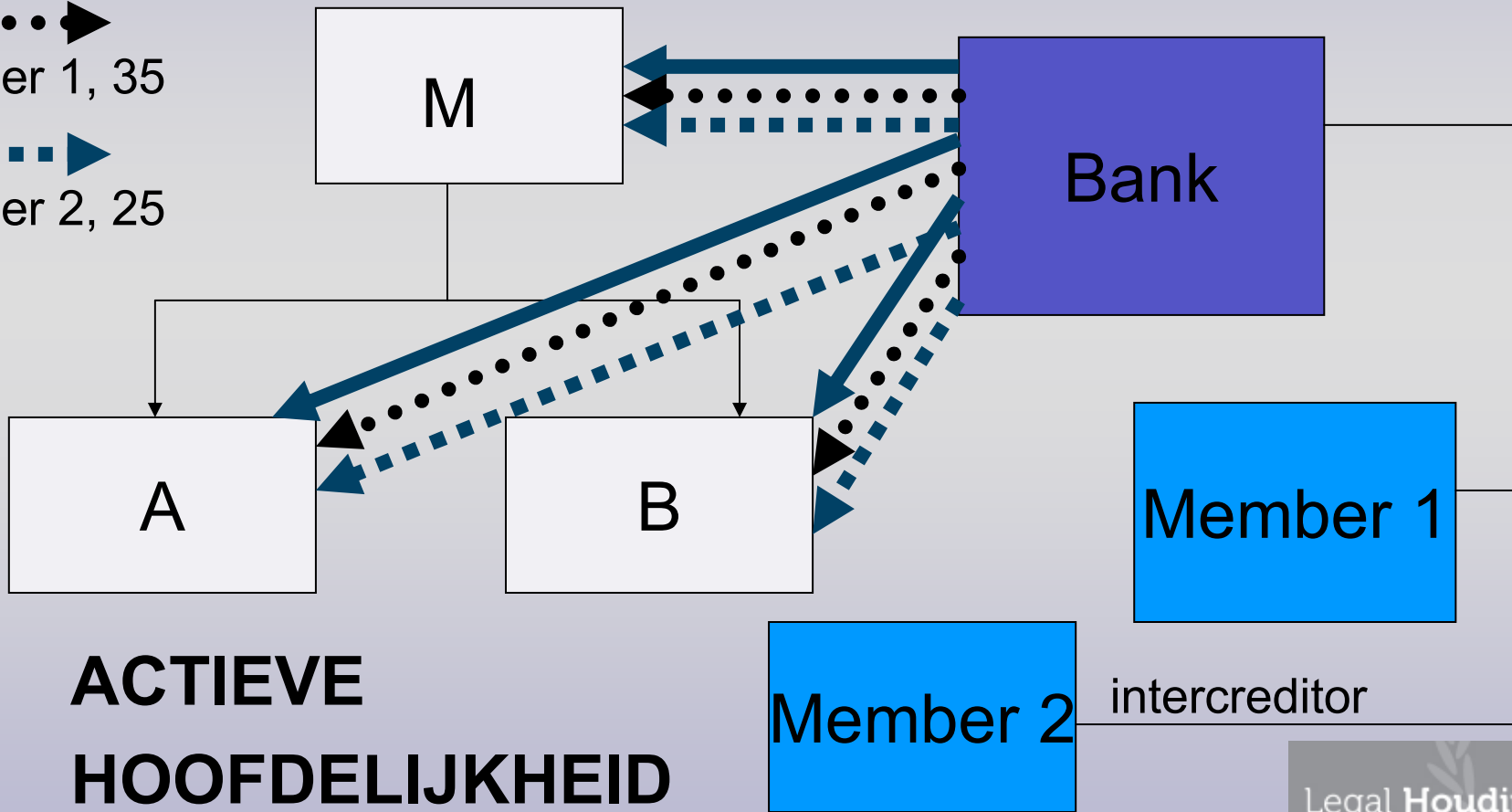


Andere zekerheidsgerechtigde (vi)

—————▶
Bank, 40

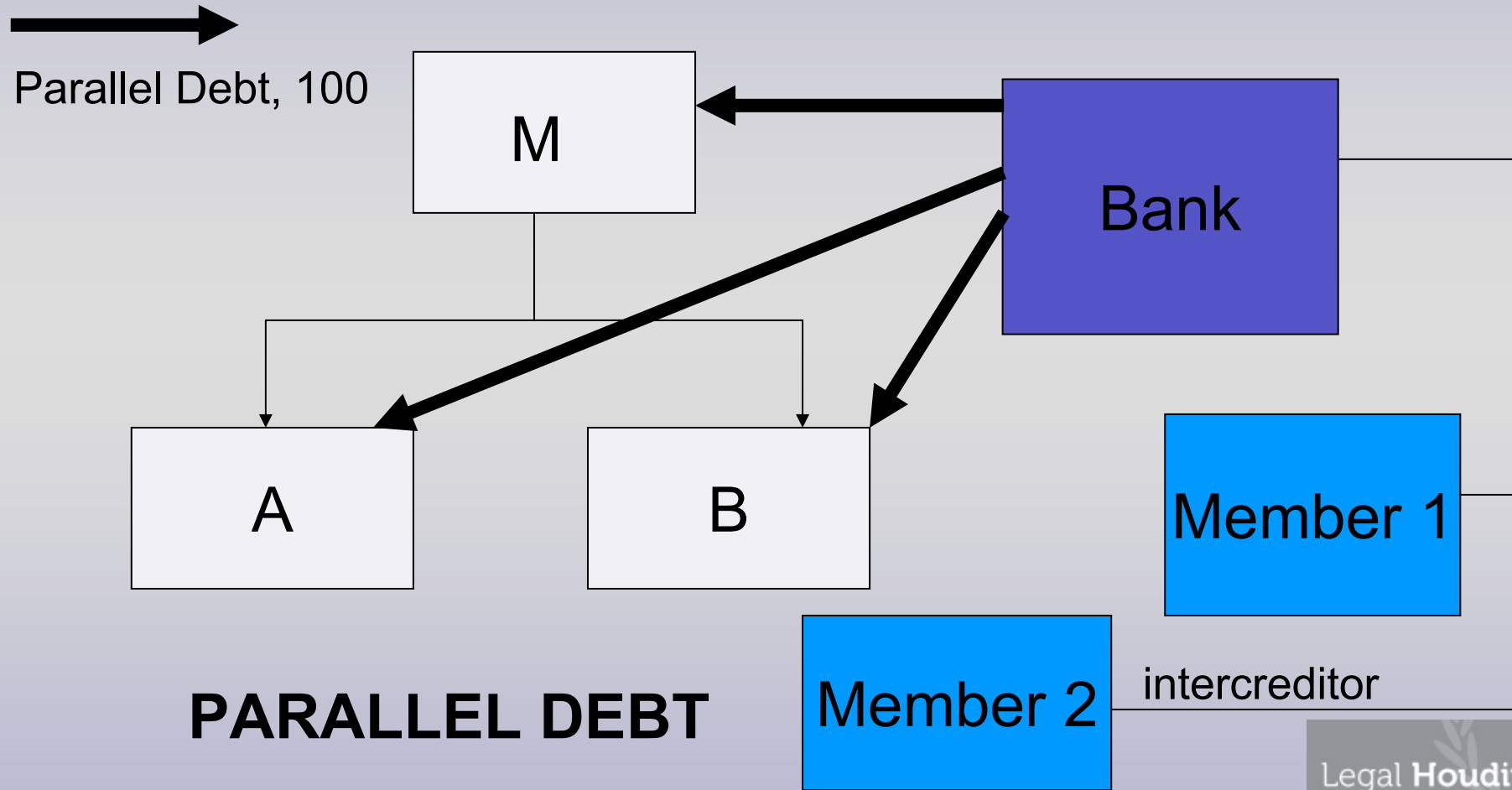
.....▶
Member 1, 35

- - - - -▶
Member 2, 25



**ACTIEVE
HOOFDELIJKHEID**

Andere zekerheidsgerechtigde (vii)



Gesyndiceerde leningen (i)

- Security agent, een lid syndicaat krijgt (met toepassing van parallel debt) alle zekerheden, voordelen:
 - bij in en uittreden van alle syndicaatsleden met uitzondering van de agent, geen overgang zekerheidsrechten
 - Geen problemen met betrekking tot vraag wie mag executeren
- Probleem: Faillissementsrisico Security Agent, oplossing:
 - verpanding parallel debt (maar dan weer gemeenschappelijk pandrecht bij lenders)

Gesyndiceerde leningen (ii)

- 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 contractsoverneming, (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

Gesyndiceerde leningen (iii)

- Governance issues, 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?
- “LMA Standaard”, art. 41, Majority tenzij:
 - an extension to the date of payment of any amount under the Finance Documents [(other than in relation to Clause 12 (*Mandatory Prepayment*))];
 - a reduction in the Margin or a reduction in the amount of any payment of principal, interest, fees or commission payable;
 - an increase in or an extension of any Commitment or the Total Commitments;

Gesyndiceerde leningen (iv)

- Opties om blokkerende lender dwars te liggen:
 - Snooze you loose
 - Delay and it's ok
 - Yank the bank
 - Executie (SAS case)

Gesyndiceerde leningen (v)

- **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.”

Gesyndiceerde leningen (vi)

- **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 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”

Gesyndiceerde leningen (vii)

■ 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.”

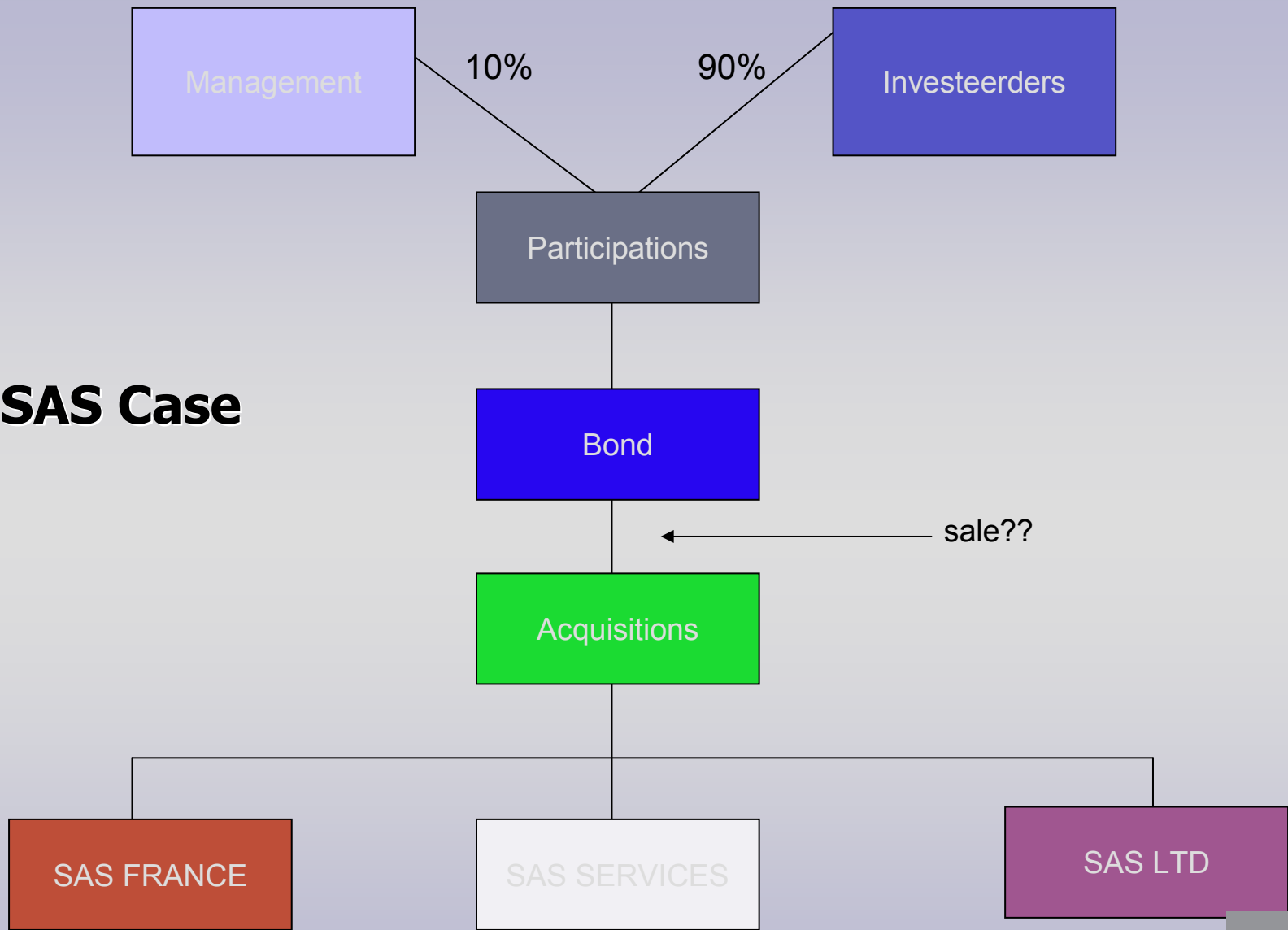
Bijzonderheden Security Agent

- Geen unanimititeit voor uitwinning nodig, maar – doorgaans – besluit meerderheid
- Individuele lender kan niet zelf executeren, maar (vaak) wel beslag leggen en faillissement aanvragen
- Bevoegdheden en verplichtingen van Security Trustee, in hoeverre rekening houden met positie andere crediteuren?

Security Agent bij herstructureringen

- Welke bevoegdheden en verplichtingen heeft de Security Agent?
- 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?
 - the Security agent's evolving role in restructurings, (2010) 8 JIBFL 460, Jo Windsor en Paul Slide

SAS Case



SAS case (ii)

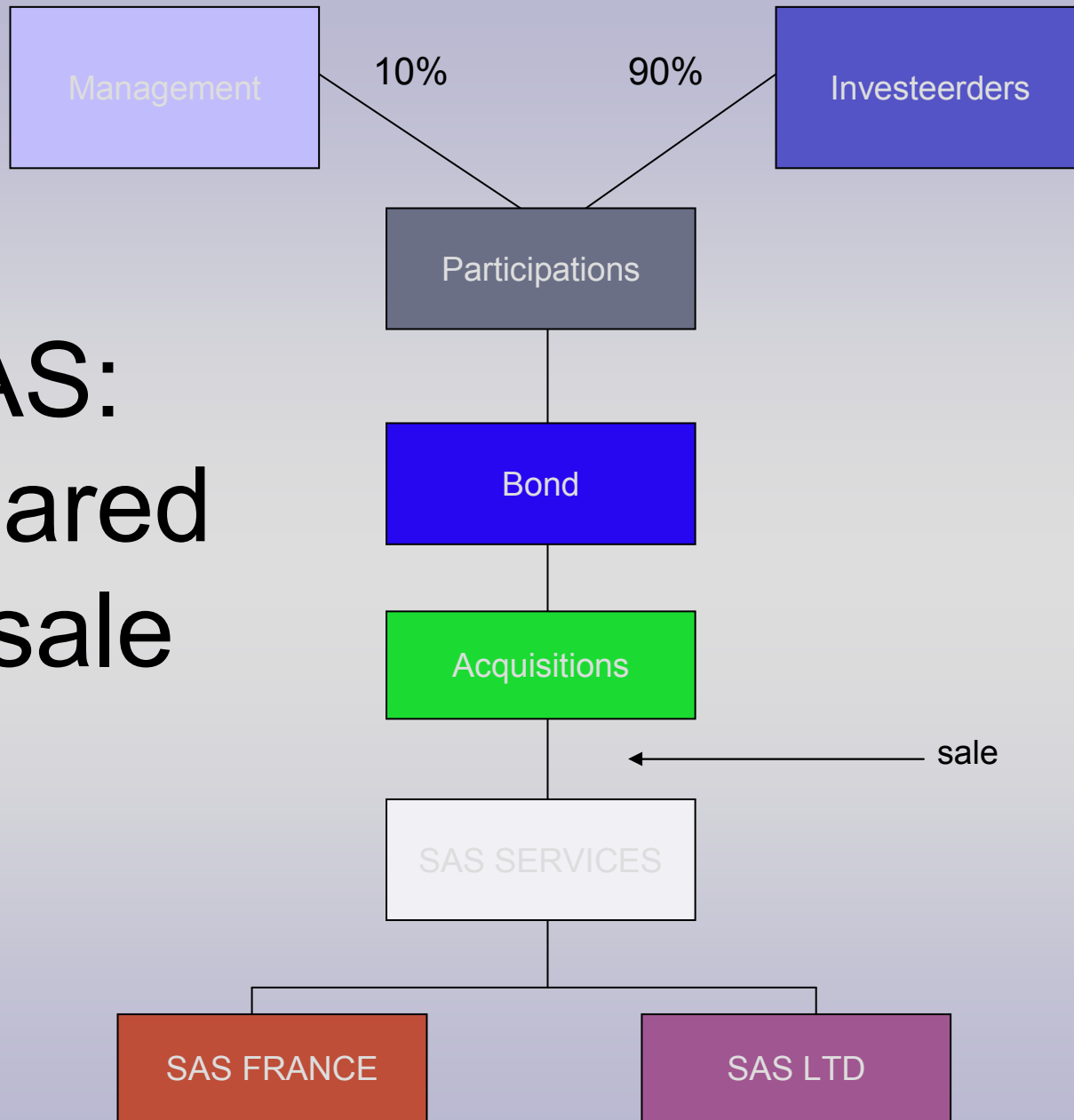
SAS financieringsstructuur met verschillende lagen schuld, Senior en Bridge (lees: Junior) Facilities

- Acquisitions, SAS Services, SAS France and SAS Ltd allemaal Guarantor onder zowel Senior Facility als ook Bridge Facility; Bond is geen Borrower en geen Obligor, others are
- Value of SAS “breaks within the Bridge”, ie de waarde van de onderneming van SAS is groter dan Sr debt maar kleiner dan de som van de Sr debt en Bridge debt
- Additional funding was noodzakelijk, alleen de Sponsor/Investor was daartoe bereid zowel gedurende de restructuring (en dus het executie risico dragend) als ook daarna
- Geen consensual deal:
 - Bridge Lenders meenden dat de waardering hoger moest zijn dan die van de Sr Lenders maar zijn niet bereid additional cash erin te stoppen
- Kunnen de Bridge lenders gedwongen worden mee te werken?

SAS case (iii)

- Executie van pandrecht op aandelen Acquisition is Majority Sr Lenders decision
- 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)
- Daarna: 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

SAS: prepared for sale



SAS case (v)

- SPA is getekend met als condition precedent: goedkeuring van de Voorzieningenrechter voor de verkoop aandelen SAS Services
- Eerste zitting: Bridge lenders en een derde bieder aanwezig
- Geen onvoorwaardelijk bod van de derde, rechter get 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 (volgens mij een Wouter J truc)

SAS case (vi)

- 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: goedkeuring van de verkoop

"(b) if the asset which is disposed of consists of all of the shares (which are held by an Obligor or European Directories (DH5) BV...) in the capital of an Obligor or any holding company of that Obligor, any release of the Obligor or holding company from all liabilities it may have to any Lender, Subordinated Creditor or other Obligor, both actual and contingent in its capacity as a guarantor or borrower (including any liability to any other Obligor by way of guarantee, contribution, subrogation or indemnity and including any guarantee or liability arising under or in respect of the Senior Finance Documents or Mezzanine Finance Documents) and a release of any Transaction Security granted by that Obligor or holding company over any of its assets under any of the Security Documents; and

(c) if the asset disposed of consists of all of the shares held by an Obligor or the Parent in the capital of an Obligor or any holding company of that Obligor and if the Security Trustee wishes to dispose of any liabilities owed by that Obligor or Holding Company, any agreement to dispose of all or any part of those liabilities on behalf of the relevant Lenders, Subordinated Creditors, Obligors and Facility Agents (with the proceeds thereof being applied as if they were the proceeds of enforcement of the Transaction Security) Provided that the Security Trustee shall take reasonable care to obtain a fair market price..."

MRS. JUSTICE PROUDMAN

(1) HHY LUXEMBOURG S.A.R.L.
(2) AMP CAPITAL INVESTORS LIMITED **Claimants**
- and -
(1) BARCLAYS BANK PLC
(2) EUROPEAN DIRECTORIES (DH6) B.V.
(3) ALCENTRA LIMITED
(4) ALLIED IRISH BANKS PLC
(5) BANK OF SCOTLAND PLC
(6) LLOYDS TSB BANK PLC
(7) THE ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC
(8) THE ROYAL BANK OF SCOTLAND N.V. **Defendants**

To my mind the defendants' interpretation of sub-clause 15.2 does not bear out what the clause actually stipulates. It seems to me plain that the reference to "Obligor or any holding company" is to the Obligor or holding company whose shares are being disposed of, not to other Obligors (whether or not their holding companies are Obligors) whose shares are not being disposed of. It is to my mind artificial to dissociate the expression "an Obligor or any holding company of that Obligor" in the first part of clause 15.2(b) from the two references to release of "the Obligor or holding company" in the second part. As a matter of grammar the two expressions mean the same thing, namely, the Obligor or the holding company whose shares are sold. The Intercreditor Agreement already has a defined term "Subsidiary" which could have been used if release of the liabilities of subsidiaries had been intended.

Court of Appeal October 22, 2010

<http://business-finance-restructuring.weil.com/wp-content/uploads/2010/11/HHY-Luxembourg-appeal.pdf>

- 22. It is no misuse of language to use the words "disposal of all of the shares in the capital of an Obligor or any holding company of that Obligor" to refer **to individual Obligors lower down the company chain and any holding company of such Obligors**. It is agreed that the holding company can be both a direct and indirect holding company, and in such circumstances DH7 is indeed the Obligor's holding company and the company the shares in which it is proposed to dispose of.

Intercreditor LMA

- Distressed disposal clause dekt expliciet ook release subsidiaries, Intercreditor LMA, versie April 2010, art. 13.2 Distressed Disposals
- Maar: Mezz komt in verzet, vgl.

“Perhaps the most contentious mezzanine lender issue of all is the ability of the security agent to release or transfer mezzanine lender claims upon enforcement without their prior consent (or a majority thereof). This has resulted in the mezzanine lenders having little bargaining power in recent restructurings. Many mezzanine lenders are pushing for their consent to be deemed automatic only where a disposal or transfer of assets (i) is made for cash and the proceeds thereof are applied in accordance with the intercreditor waterfall (to limit the ability of the sponsor and senior lenders to agree to a pre-pack arrangement and to roll the senior debt across to a newco vehicle), (ii) results in a release of all senior lender claims and (iii) is made via a public auction process or for fair market value as certified by an independent internationally recognised investment bank or through a court governed process where the court acts in the interests of the secured creditors of the borrower group as a whole.”

Duffy, Choi, Glengarry en Gibson in International Corporate Rescue 2010, issue 4, p. 242 e.v. The Intercreditor Debate: Six Months On

Overgang zekerheden

- afhankelijke rechten (art. 3:7 BW)
- nevenrechten (art. 6:142 BW)
- afhankelijke rechten volgen bij overgang van het vorderingsrecht het vorderingsrecht waaraan ze verbonden zijn (art. 3:82 BW)

Soorten zekerheidsrechten en overgang

- vaste hypotheek volgt vordering (cessie, subrogatie of algemene titel van vordering)
- krediethypotheek volgt krediet (contractsoverneming of algemene titel)
- bankhypotheek volgt bankrelatie (beëindiging bankrelatie)
- bron literatuur n.a.v. HR 16 september 1989, NJ 1989, 10 FGH / De Onderdrecht (Balkema arrest)

Praktische problemen bij overgang

- bij verkoop van vordering zonder contractsovername of zonder beëindiging bankrelatie wordt een door een krediethypotheek/bankhypotheek geseceureerde vordering een ongesecureerde vordering
- toepassingen: securitisatie, overname (deel van een) vaste lening, partiële contractsovername (of cessie gecombineerd met schuldovername) in verband met overname aandeel financiering in syndicaatslening
- noodoplossing: opnieuw zekerheden vestigen, maar medewerking debiteur vereist, maar: ieder nadeel heb zijn voordeel, expensive

Borgtochtoplossing

- Houder van bankzekerheidsrechten geeft borgtocht af aan verkrijger van de vorderingen

Probleem:

- kasrondje, borg moet eerst betalen alvorens hij zekerheden kan uitwinnen
- en: (theoretisch?) risico van faillissement zekerheidsgever

Alternatief voor oude leer?

- Balkema arrest beslissende rechtsoverweging:
- “de vraag of de omschrijving van de bestaande en toekomstige vorderingen waarvoor een hypotheek tot zekerheid zal strekken, meebrengt dat de hypotheek – in weerwil van de hoofdregel dat zij als afhankelijk recht mee overgaat met de vordering waaraan zij is verbonden – uitsluitend en dus ook in geval van cessie toekomt aan degene ten behoeve van wie zij is gevestigd, is in beginsel een *kwestie van uitleg (cursivering, jtj)* van die omschrijving, zoals zij in de hypotheekakte is opgenomen.”

Nieuwe tweedeling

- Bij vestiging van pand- of hypotheekrecht is al dan niet uitdrukkelijk bepaald dat pand- of hypotheekrecht strikt persoonlijk is en niet voor overgang vatbaar recht is;
- Als strikt persoonlijk, niet over, als dat niet is bepaald: wel overgang
- Voorbeelden in literatuur:
 - Verhagen, Rongen en Kortmann, WPNR 6459 en 6460
 - L. Timmerman Bankhypotheek en Afhankelijkheid in Onderneming en 10 jaar Nieuw Burgerlijk Recht,
 - Van Mierlo in advies aan NVB, WPNR 6773, en in bewerking van Asser Vermogensrecht 3-VI Zekerheidsrechten in 54 en 55
 - Faber en Vermunt in Serie Onderneming en Recht nr. 54: de Kredietcrisis, p. 139 e.v.;
- Anders en meer kritisch?:
 - Fluit, V&O 2009, nr. 9, p. 165 e.v.;
 - Thiele, Collectieve zekerheidsarrangementen; onzekere zekerheid, KNB 2009

Toepassing van de regel (i)

- De overdracht door levering (cessie) van een (deel van de) vordering die gedekt is door een krediethypotheek of bankhypotheek (zonder dat de bestaande kredietrelatie wordt beëindigd) heeft tot gevolg dat (een deel van) het zekerheidsrecht mee overgaat naar de verkrijger van de en wel aldus dat er een gemeenschappelijk zekerheidsrecht ontstaat.
- Dit geldt ook indien de overgang van de vordering niet plaatsvindt door middel van cessie maar door middel van subrogatie of wanneer de vordering niet onder bijzondere titel maar onder algemene titel overgaat.

Toepassing van de regel (ii)

- Wordt de kredietovereenkomst (partieel) door contractsoverneming overgedragen, dan kan de verkrijger de vorderingen die hij in de toekomst verkrijgt uit hoofde van de (partieel) overgedragen kredietovereenkomst onder de krediethypotheek verhalen.
- Bij overdracht onder algemene titel treedt bij een krediethypotheek de verkrijger in de kredietovereenkomst tot zekerheid waarvan de krediethypotheek is gevestigd (inclusief de bestaande vorderingen van de voorganger) en kan de verkrijger alle vorderingen die uit hoofde van de krediethypotheek (ook die eerst na de overgang ontstaan), verhalen onder de krediethypotheek.

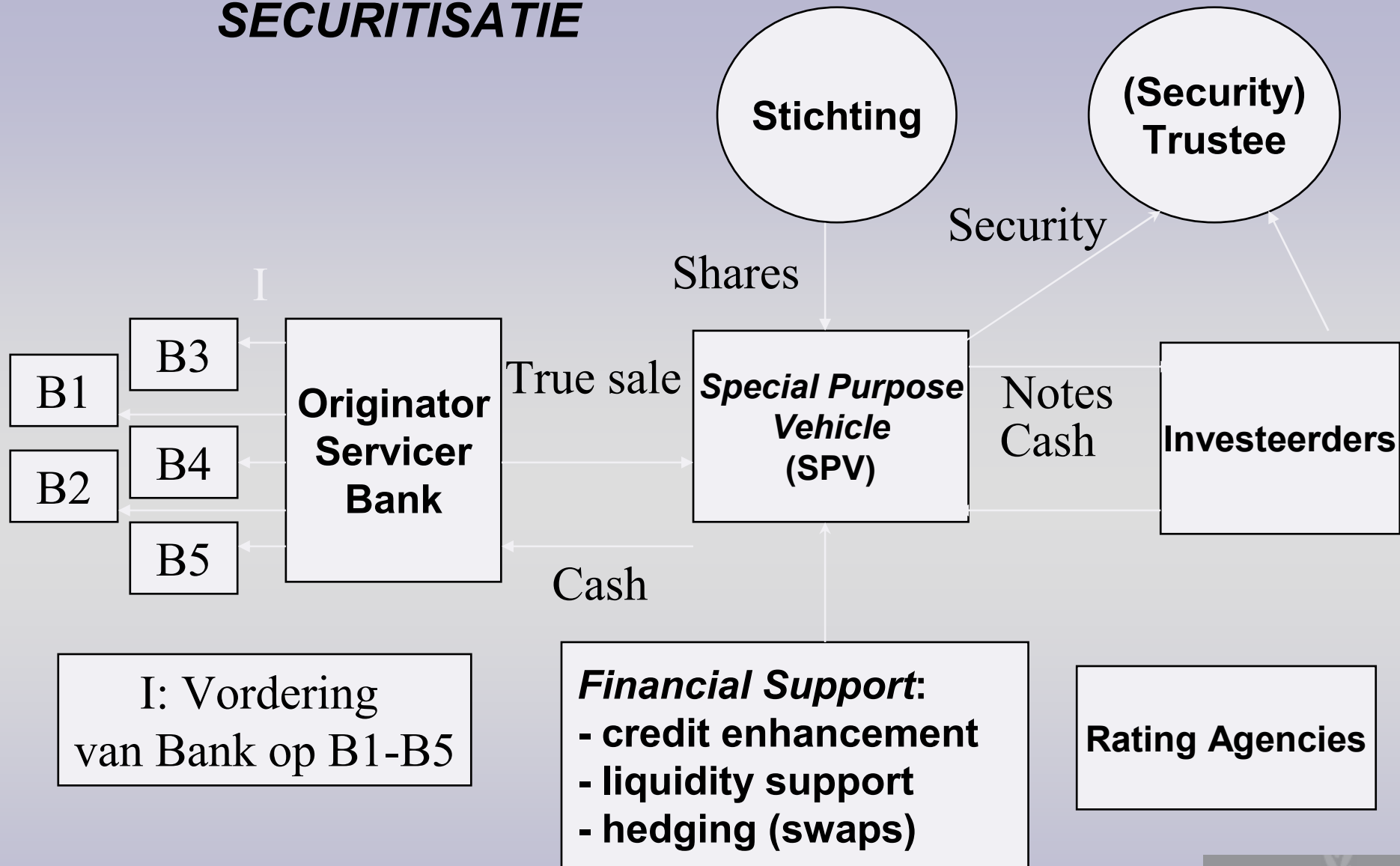
Toepassing van de regel (iii)

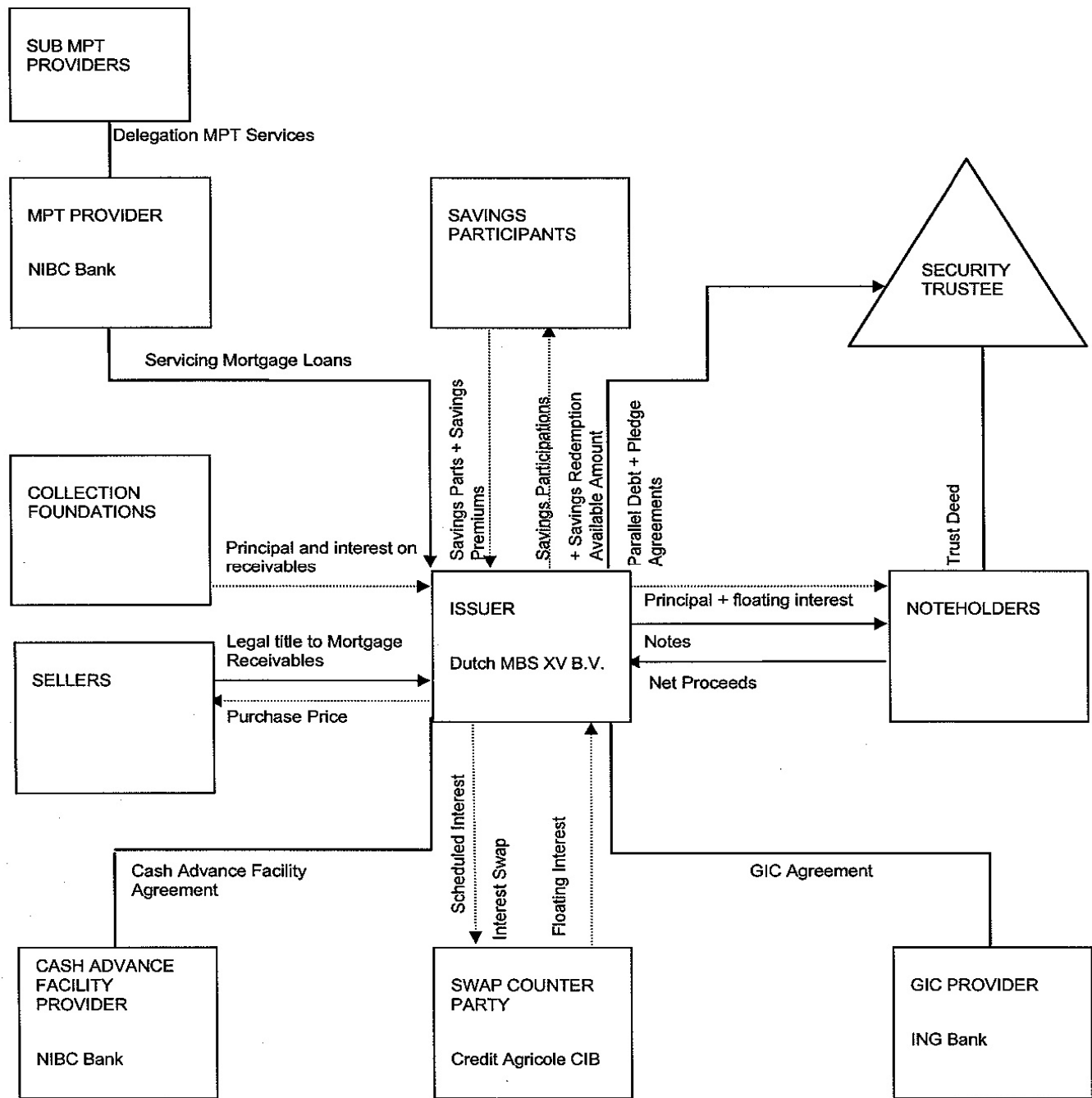
- Bij de overgang onder algemene titel van een bankhypotheek treedt de verkrijger in de rechtsverhouding van zijn voorganger die – kort gezegd – inhield dat de hypotheek strekte tot zekerheid van al hetgeen de voorganger uit welke hoofde dan ook zou verkrijgen op de hypotheekgever. Die rechtsverhouding gaat over op de verkrijger en daarmee krijgt de verkrijger tevens de mogelijkheid om de vorderingen die ontstaan uit nieuwe overeenkomsten met de hypotheekgever te verhalen onder de hypotheek

Toepassing van de regel (iv)

- Pas op: niet 100% zeker want geen uitspraak HR, overwegen om – zeker voor vorderingen uit nieuwe rechtsverhoudingen die pas ontstaan na de overgang: 2^e zekerheid er over heen vestigen
- NB: Onderscheid in ieder geval bij de overgang onder algemene titel bij **splitsing** met die bij **fusie**!
- Promoveert een concurrente vordering na de splitsing plotseling tot een door een hypotheek gedekte vordering?
 - Too good to be true!

SECURITISATIE





**Bron:
OC DMBS XV
Maart 2010**

Uitwerking securitisatie (i)

- Op closing werden gesecuritiseerde vorderingen door Seller economisch overgedragen aan een SPV (true sale)
- Effectuering van juridische overdracht werd (in verband met commerciële onwenselijkheid mededeling aan debiteur) uitgesteld
- Indien juridische overdracht niet slaagt, verbeurt Seller een boete aan SPV
- Tot zekerheid voor nakoming van de betalingsverplichting uit hoofde van die boete wordt pandrecht gevestigd op gesecuritiseerde vorderingen
- Inmiddels: juridische overdracht door stille cessie, geregistreerde akte, geen mededeling aan debiteur nodig

Uitwerking securitisatie (ii)

- Security Trustee gaf borgtocht af Noteholders, stond borg voor verplichtingen SPV (op limited recourse basis)
- SPV geeft Security Trustee zekerheden voor regresvordering terzake hetgeen Security Trustee onder Borg heeft uitbetaald
- Inmiddels: SPV erkent zich bij wege van parallel debt schuldig aan Security Trustee al hetgeen SPV schuldig is aan Noteholders en geeft zekerheid voor de parallel debt

Securitisatie en overgang zekerheid (i)

- Voorheen: afstand van deel van het pand- of hypotheekrecht
- maar: medewerking van pand- hypotheekgever vereist
 - art. 3: 98 BW, tenzij wet anders bepaalt, vindt al hetgeen voor vestiging van beperkt recht is bepaald, van overeenkomstige toepassing op afstand van beperkt recht, dus notariële akte
 - art. 3: 259 lid 2 BW, afstand pandrecht bij enkele overeenkomst

Securitisatie en overgang zekerheid (ii)

- beter: gedeeltelijke opzegging , art. 3:81 lid 2 (d) BW
- bevoegdheid moet daartoe wel zijn toegekend bij vestiging
- wat als gedeeltelijke opzegging niet is geregeld?
- nadeel opzegging: verhogingen en heropnames zijn niet meer mogelijk
- Thans: geen opzegging, maar waarschuwing in OC dat er een gemeenschap ontstaat (dus men gaat uit van overgang zekerheden!)

Vragen

- Nogmaals: Domme vragen bestaan niet, maar er zijn soms geen duidelijke antwoorden
- jtjol@legalhoudini.nl
- www.legalhoudini.nl