LOYENS & LOEFF

LAW & TAX

Goederenrecht
Ondernemingsrecht 2021/69

Rechtbank Amsterdam, 11 maart 2021, NCC 21/002 (C/13/697755)
m.nt. mr. R.R. Menasalvas Garrones & mr. K. de Bruijn[1]
ECLI:NL:RBAMS:2021:990

In deze uitspraak verleent de voorzieningenrechter van de NCC verlof voor een uitwinning van een pandrecht op aandelen in het kader van de financiële herstructurering van de Bever-groep.

GLAS/AS Adventure

1. Feiten

Het ging Bever, het uit de Nederlandse winkelstraten bekende *outdoor*-concern, financieel bezien al een aantal jaren niet voor de wind. Tegenvallende resultaten van de Bever-groep in met name het Verenigd Koninkrijk en Duitsland en de daaropvolgende uitbraak van het coronavirus leidden ertoe dat de groep uiteindelijk niet meer aan haar verplichtingen onder de financieringsdocumentatie kon voldoen.

Een oplossing werd in samenspraak met de financiers en de indirecte meerderheidsaandeelhouder van de groep, PAI Partners SAS (de "sponsor"), gevonden.

De beoogde financiële herstructurering werd vormgegeven door middel van een uitwinning van een pandrecht op de aandelen in AS Adventure B.V. (de "onderliggende vennootschap"). Dit pandrecht was door AS Adventure Holding B.V. (de "pandgever") gevestigd ten gunste van de security agent GLAS Trust Corporation (de "pandhouder") ter securering van de betalingsverplichtingen onder de financieringsdocumentatie.

Als gevolg van het versturen van een *acceleration notice* werd het volledig uitstaande bedrag onder de financieringsdocumentatie van ruim EUR 283 miljoen direct opeisbaar. Toen betaling uitbleef, heeft de pandhouder op

1 Romy Menasalvas Garrones en Kim de Bruijn zijn beiden advocaat te Amsterdam.

basis van dit betalingsverzuim de voorzieningenrechter van de NCC verzocht ex artikel 3:251 lid 1 BW verlof te verlenen voor de onderhandse verkoop van de verpande aandelen aan Yonderland Bidco B.V. (de "beoogde koper").

De beoogde koper is een voor deze transactie speciaal opgerichte vennootschap, waarvan de financiers en de sponsor als gevolg van de beoogde financiële herstructurering ieder 50% (indirect) aandeelhouder zouden worden. De koopprijs voor de verpande aandelen bedroeg EUR 1 in contanten, een toezegging van de financiers om EUR 85 miljoen op de uitstaande lening af te schrijven en een toezegging van de sponsor om een kapitaalstorting te doen van EUR 25 miljoen.

Een mondelinge behandeling bleek in deze procedure niet nodig. Kennelijk waren alle belanghebbenden het eens over de beoogde verkoop. Ook de financiers en de aandeelhouder van de pandgever, AS Adventure Coöperatief U.A. (de "indirecte aandeelhouder"), lieten weten geen behoefte te hebben aan een mondelinge behandeling.

2. De beslissing

De voorzieningenrechter stelt allereerst vast dat sprake is van een internationale zaak, aangezien de pandhouder in het Verenigd Koninkrijk is gevestigd en de onderliggende vennootschap een Nederlandse vennootschap is. Volgens de voorzieningenrechter is in de pandakte een geldige forumkeuze voor de rechtbank Amsterdam gemaakt en heeft de beoogde koper deze forumkeuze schriftelijk geaccepteerd. Dit betekent dat de rechtbank Amsterdam exclusieve bevoegdheid toekomt op basis van artikel 25 lid 1 Brussel I bis-verordening.[2] Verder stelt de voorzieningenrechter vast dat de pandhouder, de pandgever en de onderliggende vennootschap op basis van een '*Choice of Forum Agreement*' zijn overeengekomen in de Engelse taal te procederen bij de NCC. Ook de beoogde koper heeft ingestemd met procederen bij de NCC, reden waarom de voorzieningenrechter van de NCC zich bevoegd acht over het verzoek te oordelen.

Vervolgens toetst de voorzieningenrechter de beoogde onderhandse verkoop aan de vereisten van artikel 3:251 lid 1 BW. De voorzieningenrechter stelt vast dat niet is betwist dat de pandgever in verzuim is en dat de pandhouder bevoegd is zijn pandrecht uit te winnen. Als een pandhouder gerechtigd is zijn pandrecht uit te winnen, kan hij daartoe overgaan op een door hem te verkiezen moment, aldus de voorzieningenrechter. Onder verwijzing naar het nog altijd richtinggevende *Schoeller Arca*,[3] overweegt de voorzieningenrechter dat het aan haar is om op eigen initiatief te onderzoeken of met het verzochte alternatief voor een openbare verkoop de maximale opbrengst van het onderpand wordt bereikt. De voorzieningenrechter doet dit in het belang van de pandgever en de andere schuldeisers; de belangen van de vennootschap waarvan de aandelen worden verkocht prevaleren hierbij niet boven de belangen van de pandhouder en andere schuldeisers bij een zo hoog mogelijke opbrengst.

De voorzieningenrechter overweegt dat het waarschijnlijk is dat de beoogde onderhandse verkoop meer oplevert dan een openbare verkoop, indachtig de structuur en complexiteit van de groep en de noodzaak van additionele financiering. Daarbij kijkt de voorzieningenrechter naar het voorliggende bod in zijn geheel: de contante vergoeding van EUR 1, de afschrijving van de lening van EUR 85 miljoen en de kapitaalstorting van EUR 25 miljoen. Er zijn geen indicaties dat een alternatieve onderhandse verkoop zal resulteren in een hogere opbrengst, vervolgt de voorzieningenrechter, aangezien een alternatief bod op zijn minst moet voorzien in een kapitaalinjectie en een schuldverlaging. Ten aanzien van de contante vergoeding van EUR 1 stelt de voorzieningenrechter vast dat dit bedrag is gebaseerd op een waarderingsrapport van Mazars LLP. Uit dit rapport volgt, kort gezegd, dat de *cash free, debt free and pension free enterprise value* van de onderliggende vennootschap zowel *going concern* als in het geval van een *distressed sale* lager uitkomt dan de uitstaande schuld. Als gevolg daarvan is de *equity value* van de onderliggende vennootschap in beide scenario's negatief. De voorzieningenrechter overweegt dat de onderliggende vennootschap nagenoeg failliet is en dat de *going-concern*-waarde daarom niet langer relevant is.

Omdat de werkkapitaal-financiering opeisbaar wordt, zal het bedrag van de uitstaande schuld (nog) verder oplopen. Dit betekent dat kan worden aangenomen dat

2 Verordening (EU) Nr. 1215/2012 vanhet Europees Parlement en de Raad van 12 december 2012 (de "Brussel I bis-verordening").

3 Rb. Amsterdam 23 september 2009, ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848, *JOR* 2009/340.

de economische waarde van de aandelen negatief is, aldus de voorzieningenrechter. Tot slot overweegt de voorzieningenrechter dat geen andere potentiële kopers zich hebben aangediend, ondanks dat berichten in de nationale en internationale pers waren verschenen over de noodlijdende situatie van de groep en de herstructureringspogingen van partijen.

De voorzieningenrechter concludeert dat de beoogde verkoop leidt tot de maximale waarde van het onderpand en verleent verlof voor de beoogde onderhandse verkoop.

3. Commentaar

In deze beknopte uitspraak loopt de voorzieningenrechter de relevante elementen langs van een uitwinningsverzoek ex artikel 3:251 lid 1 BW.

Daarbij gaat de voorzieningen-rechter allereerst in op de forumkeuze in de pandakte tussen de pandhouder, de pandgever en de onderliggende vennootschap[4] en de tussen deze partijen gesloten procesovereenkomst.[5] De beoogde koper had separaat schriftelijk ingestemd met de forumkeuze en met het procederen in de Engelse taal bij de NCC. In dit verband is de vraag relevant of de onderliggende vennootschap en de beoogde koper expliciet hadden moeten instemmen met de procedureafspraak om te procederen bij de NCC. Voor het antwoord op deze vraag is het van belang te bepalen of de onderliggende vennootschap en de beoogde koper als belanghebbenden in de zin van artikel 282 Rv in deze procedure kwalificeren.[6]

Wij menen strikt genomen van niet. Het uit te winnen pandrecht is immers tot stand gekomen tussen de pandhouder en de pandgever: de pandhouder kan het pandrecht zelfstandig uitwinnen en de onderliggende vennootschap en de beoogde koper vervullen daarin als zodanig geen eigen rol.[7] De voorzieningenrechter verwijst in haar uitspraak naar de *Ramblas*-beschikking,[8] waarin de onderliggende vennootschap en de beoogde koper ook als belanghebbenden werden aangemerkt. Wij menen echter dat een (in beginsel) strikte toepassing van het belanghebbende-begrip beter past in het systeem van artikel 282 Rv. De onderliggende vennootschap en de beoogde koper zouden in onze optiek (in beginsel) slechts tijdens de mondelinge behandeling als 'belangstellenden' mogen worden toegelaten om een toelichting te geven op de beoogde transactie en niet om – vanuit hun eigen belang – te pleiten tegen de voorgenomen uitwinning.[9] De financiers en de indirecte aandeelhouder lijken – wat ons betreft terecht – niet te zijn aangemerkt als formeel belanghebbenden door de voorzieningenrechter (r.o. 1). Dit kan naar onze mening alleen anders zijn als sprake is van bijkomende omstandigheden die meebrengen dat de betreffende partij rechtstreeks in een eigen belang wordt geraakt.[10]

Uit de uitspraak volgt dat de voorzieningenrechter bij de beoordeling van de vraag of met de beoogde verkoop de maximale opbrengst van het onderpand werd bereikt een 'holistische benadering' voorstond. Naast de betaling van EUR 1 in contanten, zijn de toegezegde schuldreductie en de toegezegde additionele financiering in de beoordeling van het bod betrokken. De resterende schuldenlast van de groep wordt hierbij dus in ogenschouw genomen.

---

4 Artikel 25 lid 1 Brussel I bis-verordening.

5 Artikel 30r lid 1 Rv.

6 Zo ja, dan bepaalt de toelichting bij artikel 1.3.1 onder (c) NCC-procesreglement (p. 38) dat zij moeten instemmen met de rechtbank Amsterdam als bevoegde rechter en procesvoering bij de NCC in de Engelse taal. Zo niet, dan geldt dat zij kwalificeren als 'derden'. Hoewel de toelichting bij artikel 2.2 NCC-procesreglement (p. 40) bepaalt dat derden het recht hebben om in het Nederlands als rechtstaal te procederen, bepaalt artikel 2.2.1 NCC-procesreglement, kort gezegd, dat de rechter beslist over de gevolgen die het deelnemen van derden aan een lopende procedure voor de procestaal heeft.

7 Zie hierover ook ons artikel 'Herstructurering via uitwinning van een pandrecht op aandelen: waar restructuring, litigation en M&A samenkomen', *Ondernemingsrecht* 2021/18, par. 2.2.

8 Rb. Amsterdam 23 augustus 2012, ECLI:NL:RBAMS:2012:BY1439.

9 Vgl. bijv.: Rb. Amsterdam 23 september 2009, ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848, *JOR* 2009/340 (*Schoeller Arca*), r.o. 1.2; en Rb. Amsterdam 11 september 2020, ECLI:NL:RBAMS:2020:4523 (*HEMA*), r.o. 6.6-6.11.

10 HR 6 juni 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF9440, *NJ* 2003, 486 (*Scheipar*). Zie ook bijv.: HR 10 november 2006, ECLI:NL:HR:2006:AY8290, *NJ* 2007, 45 (*Lips/Broex*); HR 25 mei 2012, ECLI:NL:HR:2012:BV9961, *NJ* 2012/339.

Deze benadering is in onze optiek praktisch, in lijn met eerdere uitspraken op dit vlak en vooral ook gewenst: een koopprijs kan immers worden betaald in contanten en in natura.[11] De overige overwegingen van de voorzieningenrechter zijn goed te volgen. De conclusie van de voorzieningenrechter dat het voorliggende bod zal leiden tot de maximale waarde van de verpande aandelen is dan ook niet verrassend.

Dat de overwegingen en de conclusie van de voorzieningenrechter kort en overzichtelijk zijn, houdt waarschijnlijk verband met het feit dat geen van de partijen verweer heeft gevoerd.

Ook heeft geen mondelinge behandeling plaatsgevonden, omdat bij partijen geen behoefte bestond te worden gehoord. Was een uitwinningsverzoek ex artikel 3:251 lid 1 BW dan wel nodig? Op grond van artikel 3:251 lid 2 BW kan immers een consensuele onderhandse verkoop worden overeengekomen, zonder dat verlof van de voorzieningenrechter is vereist. Uit de uitspraak volgt niet waarom niettemin is gekozen voor een uitwinningsverzoek ex artikel 3:251 lid 1 BW, maar het is in de praktijk niet ongebruikelijk dat wordt gekozen voor de route met de meeste rechtszekerheid: een 'stempel van de rechter' biedt die rechtszekerheid en biedt daarnaast een zekere mate van bescherming in geval van een (onverhoopt) faillissement.[12]

Interessant is de vraag of een 'stempel van een WHOA-rechter' ook die rechtszekerheid had kunnen bieden. De pandgever had een WHOA-procedure kunnen starten, omdat uit de uitspraak volgt dat de pandgever in een toestand verkeerde waarin het redelijkerwijs aannemelijk was dat hij met het betalen van zijn schulden niet zou kunnen voortgaan.[13] Naast de pandgever hadden ook de pandhouder, de financiers of de indirecte aandeelhouder de rechter kunnen verzoeken een herstructureringsdeskundige te benoemen.[14] De pandgever of de herstructureringsdeskundige had de beoogde financiële herstructurering kunnen effectueren door middel van een WHOA-akkoord. Een WHOA-akkoord staat immers ook toe om een schuldeiser iets anders aan te bieden dan een vergoeding in contanten,[15] zoals in dit geval aandelen in een vennootschap (door middel van een *debt for equity swap*). Het WHOA-akkoord zou zich in dat geval slechts hebben uitgestrekt tot de vorderingen van de financiers en de positie van de sponsor; overige (operationele) schulden zouden buiten beschouwing zijn gebleven.[16] Uit het in de uitspraak geciteerde waarderingsrapport van Mazars LLP volgt dat de financiers de enige *in-the-money*-schuldeisers zijn, aangezien de waarde van de groep 'breekt' in de uitstaande schuld aan de financiers. Als in een WHOA-procedure de klasse van financiers – vertegenwoordigd door de pandhouder als *security agent* – zou hebben ingestemd met een akkoord inhoudende de voorgestelde transactie (r.o. 2.7), dan zou het akkoord voor homologatie in aanmerking zijn gekomen.[17]

De beoogde transactie had, kortom, ook tot stand kunnen komen door middel van een WHOA-procedure. Redenen waarom niet voor deze route is gekozen, zouden kunnen zijn dat de WHOA tot op zekere hoogte nog onontgonnen terrein is. Ondanks een handjevol uitspraken, bestaat er nog relatief weinig *guidance* over de toepassing van de WHOA. Bovendien kunnen partijen door middel van een WHOA geconfronteerd worden met een nieuwe 'onzekere' factor, namelijk de onafhankelijke en onpartijdige herstructureringsdeskundige.[18] Ten slotte lijken de tijdslijnen voor een WHOA-procedure langer te zijn dan die voor een uitwinningsprocedure.

---

11 Zie ook: *Ondernemingsrecht* 2021/18, par. 3.4.

12 Bijvoorbeeld bescherming tegen het risico op vernietiging ex artikel 42 Fw: de instemming van de pandgever met een onderhandse verkoop kan immers worden aangemerkt als een onverplichte rechtshandeling.

13 Artikel 370 Fw.

14 Artikel 371 Fw.

15 Artikel 370 lid 1 Fw; *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3 (MvT), p. 34.

16 Vgl. artikel 370 lid 1 Fw: "*(…) kan hij zijn schuldeisers en zijn aandeelhouders, of een aantal van hen, een akkoord aanbieden (…)*".

17 Artikel 383 lid 1 Fw.

18 Tot op zekere hoogte zouden de pandhouder, de financiers of de indirecte aandeelhouder hierop wel enige invloed kunnen uitoefenen, omdat de verzoeker in zijn verzoekschrift ten minste twee en maximaal drie namen van mogelijke te benoemen herstructureringsdeskundigen moet vermelden. Zie par. 3.2 van het Landelijk procesreglement WHOA-zaken rechtbanken.

Een WHOA-procedure zou in beginsel binnen vier tot vijf weken kunnen worden doorlopen.[19]

De onderhavige uitwinningsprocedure ex artikel 3:251 lid 1 BW heeft in totaal slechts drie weken in beslag genomen. Wij denken dan ook dat de voornaamste redenen voor het volgen van de uitwinningsprocedure ex artikel 3:251 lid 1 BW zijn gelegen in de relatieve snelheid en eenvoud daarvan. De *Bever*-casus is een casus 'uit het schoolboekje'; de beoogde transactie liet zich eenvoudig toetsen aan de elementen van een uitwinningsverzoek ex artikel 3:251 lid 1 BW, te weten het betalingsverzuim en de maximale opbrengst van het onderpand.[20]

mr. R.R. Menasalvas Garrones & mr. K. de Bruijn

19 Er moeten minstens acht dagen zitten tussen aanbieding van en stemming over het akkoord (artikel 381 lid 1 Fw). Na de stemming over het akkoord, stelt de schuldenaar (pandgever) of de herstructureringsdeskundige binnen zeven dagen een verslag op, dat wordt gedeponeerd bij de griffie van de rechtbank (artikel 382 lid 1 Fw). De homologatiezitting wordt vervolgens ten minste acht en ten hoogste veertien dagen nadat het verslag ter griffie ter inzage is gelegd (en het homologatieverzoek is ingediend) gehouden (artikel 383 lid 6 Fw). Als uitgangspunt geldt tot slot dat binnen vijf werkdagen na de mondelinge behandeling uitspraak wordt gedaan (par. 1.18 van het Landelijk procesreglement WHOA-zaken rechtbanken).

20 Rb. Amsterdam 23 september 2009, ECLI:NL:RBAMS:2009:BJ8848, *JOR* 2009/340 (*Schoeller Arca*), r.o. 5.1.

Disclaimer
Hoewel deze publicatie met grote zorgvuldigheid is samengesteld, aanvaarden Loyens & Loeff N.V. en alle andere entiteiten, samenwerkingsverbanden, personen en praktijken die handelen onder de naam 'Loyens & Loeff', geen enkele aansprakelijkheid voor de gevolgen van het gebruik van de informatie uit deze uitgave zonder hun medewerking. De aangeboden informatie is bedoeld ter algemene informatie en kan niet worden beschouwd als advies.