

# Intercreditor-issues tussen *cash flow* en *asset based* financiers

Mr. D.A. Viëtor en mr. M.J.H. Orval\*

*Ter voorkoming van onevenredige benadeling van cash flow- of asset based financiers bij financiële problemen van de debiteur zijn afspraken over de uitoefening van hun bevoegdheden van groot belang. De gebruikelijke majority lenders-beslissing werkt niet goed. Andere afspraken, die beter aansluiten bij hun respectievelijke positie en belangen, zijn dan noodzakelijk.*

## 1 Inleiding

De belangen van crediteuren lopen niet altijd gelijk. Vaak wordt dat pas 'gevoeld' als hun gezamenlijke debiteur in financiële problemen raakt en zijn activa niet voldoende verhaal bieden voor de vorderingen van alle crediteuren. Het bekendste voorbeeld is een crediteur met zekerheid ten opzichte van concurrente crediteuren, waardoor de crediteur met zekerheid vaak een (groot) deel van zijn vordering voldaan krijgt, terwijl de crediteuren zonder zekerheid (vaak) het nakijken hebben.

Dit artikel gaat over een financieringsstructuur waarbij gebruik wordt gemaakt van een combinatie van een financiering gebaseerd op specifieke goederen (*asset based lending of ABL*) en een lening (*term loan*).<sup>1</sup>

Een ABL is een specifieke vorm van werkkapitaalfinanciering, waarbij de hoogte van de beschikbare financiering onder andere afhankelijk is van de waarde van de onderliggende (en in zekerheid te geven) goederen (de *borrowing base*). Dit zijn vaak de meest vlottende activa, zoals vorderingen en voorraad. De terugbetaling van een ABL-financiering gebeurt min of meer vanzelf doordat verpande voorraden worden verkocht en verpande vorderingen worden geïnd. De hoogte van een ABL-financiering kan van tijd tot tijd verschillen naarmate er meer of minder voorraad en vorderingen zijn.

De lening daarentegen is niet bedoeld voor werkkapitaal, maar voor andere doeleinden, zoals de aankoop van vaste activa of het doen van een overname. De verstrekkers van leningen zijn niet zozeer afhankelijk van de waarde van het onderliggende goed, maar van de omzet (*cash flow*) die gedurende een aantal jaren door de kredietnemer wordt gerealiseerd. Uit de omzet

zullen namelijk de rentebetalingen en aflossingen van de lening moeten worden voldaan. Dat betekent ook dat de verstrekkers van leningen afhankelijk zijn van de door de ABL-financiers te verstrekken werkkapitaalfinanciering. Noodzakelijk is dat de kredietnemer in die periode werkkapitaalfinanciering heeft, zodat hij zijn onderneming draaiende kan houden en omzet kan genereren. Zodra de kredietnemer echter in financieel moeilijkere tijden komt of dreigt te komen, kan het voor de ABL-financiers gunstig(er) zijn om de omvang van de financiering die is verstrekt te verkleinen (of de financiering zelfs helemaal te stoppen). De verstrekkers van de leningen hebben dan een probleem, want als de omvang van de werkkapitaalfinanciering wordt beperkt (of die financiering zelfs helemaal wegvalt), wordt de mogelijkheid om omzet te genereren (en dus om rente en aflossingen ten aanzien van de lening te voldoen) verkleind (of nagenoeg onmogelijk gemaakt). Tussen de groep ABL-financiers enerzijds en de groep verstrekkers van leningen anderzijds ontstaat dan een belangenconflict, waarover in dit artikel wordt gesproken en waarvoor een mogelijke oplossing wordt aangedragen.<sup>2</sup> We benadrukken dat de inhoud van dit artikel vooral is gebaseerd op onze praktijkervaringen die interessant zijn om in een breder verband te bespreken.

## 2 De meerderheid beslist doorgaans

In een (reguliere) bedrijfsfinanciering door middel van een werkkapitaalfinanciering en één of meer leningen participeren vaak twee à drie financiële instellingen op een *pro rata*-basis. Dat betekent dat ze net zoveel belang hebben in de werkkapitaalfinancieringen als in de lening(en). Dat geldt eveneens voor het delen van de verstrekte zekerheden. Als gevolg daarvan regeren in dit type financieringen de adagia 'samen uit, samen thuis' en 'in hetzelfde schuitje zitten'. Eventuele beslissingen ten aanzien van bijvoorbeeld de beperking van de werkkapitaalfinanciering kunnen dan worden genomen door de meerderheid (een *majority lenders*-beslissing) zonder dat daardoor de positie van een bepaalde financier onevenredig wordt

\* Mr. D.A. Viëtor is advocaat bij NautaDutilh in Amsterdam. Mr. M.J.H. Orval is advocaat bij NautaDutilh in Londen.

1. Waar in dit artikel wordt verwezen naar een 'lening' wordt bedoeld een 'vaste' lening en niet een andere lening, zoals bijv. uit hoofde van een rekening-courantkrediet.

2. Dit conflict werd in 2011 al gesignaleerd: 'This shift away from the use of pro rata bank revolving and term facilities can have adverse recovery implications for investors in these [term loan; DV & MO] facilities, everything else being equal.' Standard & Poor's, Leveraged finance: How asset-based loan facilities can limit recovery for investors in some U.S. speculative-grade companies, Global Credit Portal, RatingsDirect, 1 augustus 2011.

geraakt.<sup>3</sup> In de regel betekent een meerderheidsbeslissing dat financiers die ten minste voor *twee derde* deel participeren in het krediet vóór de beslissing moeten zijn.

### 3 Structuur bij een combinatie van ABL en leningen

Financieringen waarin een ABL met leningen wordt gecombineerd, zijn niet nieuw. Tot voor kort werden deze financieringen meestal op dezelfde manier gestructureerd als hiervoor omschreven in paragraaf 2. Maar in de meer recente combinaties van ABL en leningen wordt gebruikgemaakt van een andere structuur. De ABL-financiers en de verstrekkers van leningen delen niet meer (*pro rata*) in het krediet en de zekerheden. De ABL-financiers hebben, kort gezegd, hun eigen financiering en de eerste aanspraak op verhaalsopbrengsten van de meest courante activa (de handelsvorderingen en voorraden), terwijl verstrekkers van leningen de eerste aanspraak hebben op verhaalsopbrengsten van andere (minder courante) activa, zoals onroerend goed of aandelen.<sup>4</sup>

### 4 De meerderheidsbeslissing werkt dan niet

#### 4.1 Verschillende belangen

Omdat de verstrekkers van leningen voor de terugbetaling van de leningen afhankelijk zijn van nog door de kredietnemer te generen omzet, hebben zij belang bij continuïteit van de onderneming. Immers, zonder onderneming geen omzet en dus geen rentebetalingen of aflossingen. De waarde van hun onderpand (en daarmee de kans dat de door hen verstrekte leningen worden terugbetaald) zal bovendien sterk dalen als geen sprake is van een onderhandse verkoop. Een executieverkoop levert in de regel minder op dan een gewone verkoop. Bij aandelen speelt dat de waarde daarvan is gerelateerd aan de prestaties van de onderneming. Als de onderneming niet *going concern* kan worden voortgezet, zijn de aandelen vaak niet veel meer waard. Kortom, verstrekkers van leningen hebben in financieel moeilijke tijden voor de kredietnemer een groot belang bij een herfinanciering, reorganisatie en/of verkoop van (een groot deel van) de groep van de kredietnemer op basis van continuïteit.

Indien op hetzelfde moment echter de ABL-financiers ook gerechtigd zijn om (executie)bevoegdheden uit te oefenen, kan dat de continuïteit van de kredietnemer in gevaar brengen. De ABL-financiers zouden dan bijvoorbeeld 'de kredietkraan kunnen dichtdraaien',<sup>5</sup> terwijl ondertussen de aan hen verpande voorraden worden verkocht en de aan hen verpande vorderingen worden geïnd. Als gevolg daarvan heft de ABL-financiering zichzelf binnen relatief korte tijd min of meer op. Omdat de kredietnemer niet meer kan beschikken over de

ABL-financiering ontstaat echter wel een acuut en ernstig liquiditeitsprobleem voor de kredietnemer. De kredietnemer zal dan op korte termijn een nieuwe werkkapitaal financiering moeten zien te regelen om zijn onderneming in stand te houden. Maar het feit dat de kredietnemer waarschijnlijk geen (eersterangs)pandrecht kan verlenen op zijn vlottende activa totdat de huidige ABL-financiers volledig zijn terugbetaald, kan daarbij een obstakel vormen. Ook een reorganisatie of andere herstructurering op basis van continuïteit van de onderneming komt enorm onder druk te staan op het moment dat de kredietnemer niet meer zou kunnen beschikken over een werkkapitaal financiering. Mochten de ABL-financiers niet alleen de kredietkraan dichtdraaien, maar ook daadwerkelijk overgaan tot opzegging van het krediet en uitwinning van zekerheden, dan zal een faillissement moeilijk te voorkomen zijn. Van continuïteit is dan zeker geen sprake meer, met mogelijk ernstige schade voor de verstrekkers van leningen tot gevolg.

#### 4.2 Wie bepaalt wat er gebeurt?

Het verschil in de structuur (zoals omschreven in par. 3) is belangrijk omdat dit, zoals aangegeven in paragraaf 4.1 hiervoor, betekent dat de eerdergenoemde adagia van 'samen uit, samen thuis' en 'in hetzelfde schuitje zitten' niet altijd meer opgaan. Als gevolg hiervan zouden de ABL-financiers en verstrekkers van leningen zich anders en niet in elkaars belang kunnen gedragen in het geval de kredietnemer in financiële moeilijkheden komt. Het is dan van belang dat er goede regelingen zijn getroffen tussen beide groepen financiers (zogenaamde *intercreditor arrangements*).

De vraag wie bepaalt wat er met de financieringen en bijbehorende bevoegdheden gebeurt in het geval de kredietnemer in financiële moeilijkheden komt, is cruciaal. De gebruikelijke wijze van besluitvorming tussen financiers onderling is de meerderheidsbeslissing, zoals in paragraaf 2 genoemd. Hoe die wijze van besluitvorming uitwerkt in de praktijk is afhankelijk van de toepasselijke kredietdocumentatie (bijvoorbeeld de definitie van 'meerderheid') en de (mogelijk wisselende) verhouding van de participaties van de betrokken financiers (wie vertegenwoordigt de 'meerderheid'?).

Grof gezegd kunnen er vier situaties ontstaan.<sup>6</sup> In twee van de vier situaties participeren de ABL-financiers of de verstrekkers van leningen voor meer dan een derde in het krediet, maar voor minder dan twee derde. In dat geval kan geen beslissing worden genomen zonder dat de andere groep financiers ook instemt met het voorstel tot het nemen van een beslissing. Met andere woorden: de ene groep financiers kan beslissingen van de andere groep financiers blokkeren (*blocking vote*). In de derde en vierde situatie participeert een groep financiers voor ten minste twee derde in het krediet en kan die groep beslissingen nemen zonder dat de andere groep financiers ermee hoeft in te

3. Anders dan de minderheidsfinancier, maar dat is een risico dat uitdrukkelijk is geaccepteerd.

4. Vaak wordt over en weer gedeeld in eventuele overwaarde van executieopbrengsten.

5. Dit is de bevoegdheid om in bepaalde omstandigheden te weigeren verdere financiering te verstrekken (ook wel een *drawstop* genoemd).

6. We gaan er dan van uit dat de meerderheid wordt gevormd door de financiers die voor ten minste twee derde deel participeren in het krediet, zoals doorgaans het geval is in de praktijk.

stemmen. Met andere woorden: de ABL-financiers of de verstrekkers van leningen hebben het dan volledig voor het zeggén.

#### 4.3 Hoe werkt dit in de praktijk uit?

De uitoefening van bevoegdheden pakt in de hiervoor genoemde situaties als volgt uit. We gaan dan uit van de 'kernbevoegdheden' om (1) tot opeising van het krediet (en uitoefening van zekerheden) over te gaan, (2) te weigeren (al dan niet tijdelijk) verder krediet te verstrekken en (3) bepaalde aanpassingen te maken aan de voorwaarden waaronder het krediet wordt verstrekt.<sup>7</sup>

In de situaties waarin de ene groep financiers een beslissing van de andere groep financiers kan blokkeren:

1. zijn beide groepen financiers van elkaar afhankelijk als zij willen overgaan tot opeising van het krediet;
2. kunnen de verstrekkers van leningen geen afstand doen van een voor de ABL-financiers ontstane bevoegdheid om te weigeren verder krediet te verstrekken;<sup>8</sup> en
3. kunnen de verstrekkers van leningen geen afstand doen van de bevoegdheid van ABL-financiers om aanpassingen te maken aan de voorwaarden waaronder het krediet wordt verstrekt of, indien die bevoegdheid is gekoppeld aan een meerderheidsbeslissing, kunnen de ABL-financiers deze bevoegdheid niet zelfstandig uitoefenen.

Deze situaties zijn onwenselijk, met name omdat de mate waarin bepaalde bevoegdheden kunnen worden uitgeoefend volkomen afhankelijk is van de verhouding van de participaties van de verschillende financiers in het krediet.<sup>9</sup> Daarbij komt dat deze verhouding gaandeweg kan wijzigen doordat een deel van de leningen kan worden overgedragen. Wel geldt dat de ABL-financiers waarschijnlijk in staat zullen zijn hun kredietrisico significant af te bouwen door de kredietkraan dicht te draaien. Dat is gunstig voor de ABL-financiers, maar niet voor de verstrekkers van leningen.

In de situaties waarin een van beide groepen financiers zelfstandig meerderheidsbeslissingen kan nemen:

1. kan de ene groep onafhankelijk van de andere groep overgaan tot opeising van het krediet en is de andere groep altijd afhankelijk van de ene groep als die wil overgaan tot opeising daarvan; en

7. Dit is een typische bevoegdheid van ABL-financiers en dergelijke aanpassingen worden ook wel *ABL adjustments* genoemd. Het ziet bijv. op het aanpassen van het percentage van de waarde van het onderpand (*advance rate*) waartegen wordt geleend of het uitsluiten van bepaalde activa van het onderpand waartegen kan worden geleend.

8. De bevoegdheid om te weigeren verder krediet te verstrekken speelt praktisch geen rol voor verstrekkers van leningen. Zij hebben doorgaans de leningen al volledig verstrekt aan het begin van de financiering.

9. Dat maakt ook dat het anders definiëren van wat een 'meerderheid' is, niet heel behulpzaam is. Bovendien zullen partijen bij het anders definiëren daarvan niet willen dat een bepaalde groep zelfstandig bevoegdheden kan uitoefenen. En daarmee behoudt een partij altijd een blokkerende stem, hetgeen, als gezegd, onwenselijk is.

2. kunnen de ABL-financiers steeds weigeren verder krediet te verstrekken en besluiten om aanpassingen te maken aan de voorwaarden van het krediet of (in de tegenovergestelde situatie) kunnen de verstrekkers van leningen steeds afstand doen van deze bevoegdheden voor de ABL-financiers.

Deze situaties zullen steeds voor één groep financiers onaanvaardbaar zijn.

De conclusie is dat de meerderheidsbeslissing geen geschikt middel is om conflicten tussen de twee groepen financiers op te lossen.<sup>10</sup> Naar onze mening is de enige oplossing een regeling overeen te komen die rekening houdt met de belangen van de ABL-financiers en de verstrekkers van leningen.<sup>11</sup>

### 5 Maar de verstrekkers van leningen en de ABL-financiers zijn toch vaak dezelfde?

In de Nederlandse *midmarket* behoren de verstrekkers van leningen en ABL-financiers vaak tot dezelfde financiële instelling.<sup>12</sup> Van een echt conflict is dan wellicht minder snel sprake, omdat de betrokken financiers waarschijnlijk rekening met elkaar zullen houden. Met andere woorden: in die situatie zou een meerderheidsbeslissing niet problematisch hoeven te zijn. Is daarmee de kous af? Niet bepaald.

Financiële instellingen zijn tegenwoordig meer dan ooit gefocust op het kunnen overdragen van hun leningen in het kader van het (al dan niet verplicht) verlagen van de verhouding tussen uitgezette kredieten en het eigen vermogen van die instellingen (*deleveraging* als gevolg van Basel III). Daarom zijn financiële instellingen erop gebrand om zonder beperkingen hun leningen te kunnen overdragen. Onder de *recommended form of senior facilities agreement for leveraged finance transactions*,<sup>13</sup> ontwikkeld door de Loan Market Association (LMA), hoeven de financiers in geval van een voorgenomen overdracht in principe alleen maar de kredietnemer te consul-

10. Erop vertrouwen dat financiers bij het nemen van beslissingen of het uitoefenen van bevoegdheden 'de redelijkheid en billijkheid' in acht zullen nemen, zoals niet zelden naar voren wordt gebracht, is geen oplossing. Enerzijds omdat onduidelijk is wat in een bepaalde situatie 'redelijk en billijk' is en anderzijds omdat tussen professionele partijen in zijn algemeenheid geldt dat afspraken geldig en afdwingbaar zijn en dat bevoegdheden kunnen worden uitgeoefend tenzij dat naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. En dat laatste is niet snel het geval. Zie daarover D.A. Viëtor & B.W. Wijnstekers, Het redelijkheidsbeding in commerciële contracten, ORP 2013, afl. 8, p. 26 e.v.

11. Die regeling is overigens niet het vervangen van een meerderheidsbeslissing door een unanieme beslissing, want dan wordt een situatie gecreëerd waarbij beide groepen financiers altijd van elkaar afhankelijk zijn, en dat is juist wat dient te worden voorkomen voor de uitoefening van bepaalde bevoegdheden.

12. Maar er zijn ook transacties bekend waarin een Nederlandse werkkapitaalfinancier samen optrok met een, niet-Nederlandse, *direct of alternative lender*.

13. Het LMA-model dat meestal als uitgangspunt wordt genomen bij financieringen waarbij zekerheden worden verstrekt.

teren ten aanzien van de voorgenomen overdracht,<sup>14</sup> terwijl wanneer sprake is van een tekortkoming in de nakoming van verplichtingen (een *event of default*) alle beperkingen aan de overdracht van leningen wegvallen.

Indien geen duidelijke en evenwichtige afspraken zijn gemaakt tussen de financiers, is niet onwaarschijnlijk dat de verstrekkers van leningen zich in een nadelige positie bevinden. Dat maakt dat de leningen onverkoopbaar zijn (of in ieder geval een groot deel van hun waarde verliezen), hetgeen niet acceptabel zou moeten zijn voor een financiële instelling. Dat onderstrept het belang van goede afspraken tussen financiers. Dit geldt ook als de betrokken ABL-financiers en de verstrekkers van leningen tot dezelfde financiële instelling behoren.<sup>15</sup>

## 6 Duidelijke en evenwichtige afspraken

### 6.1 Het belang van de waarde van het onderpand voor ABL-financiers

Uitgangspunt bij het zoeken naar duidelijke en evenwichtige afspraken zou moeten zijn de erkenning dat de waarde van het onderpand voor ABL-financiers essentieel is. De waarde van het onderpand bepaalt de hoogte van een ABL-financiering en daarmee ook hun zekerheidspositie.<sup>16</sup> ABL-financiers houden in de praktijk nauwgezet in de gaten dat hun vorderingen op de kredietnemer niet hoger zijn dan de vastgestelde waarde van het onderpand.<sup>17</sup>

De hiervoor genoemde erkenning van het belang van de waarde van het onderpand zou ertoe moeten leiden dat van ABL-financiers niet kan worden verlangd dat zij financiering verstrekken die de waarde van het onderpand te boven gaat.<sup>18</sup> In dat geval zouden zij zelfstandig<sup>19</sup> moeten kunnen weigeren verdere financiering te verstrekken. Indien hun vorderingen op de kredietnemer de waarde van het onderpand structureel overstijgen, zouden de ABL-financiers zelfstandig tot opeising en uitwinning moeten kunnen overgaan.<sup>20</sup> Het zou niet accep-

tabel moeten zijn dat ABL-financiers bij kennelijk structurele problemen in de onderneming van de kredietnemer op hun handen moeten blijven zitten.

Naast de bevoegdheid om te weigeren verdere financiering te verstrekken of om de ABL-financiering op te eisen, is het maken van aanpassingen aan de voorwaarden waaronder de ABL-financiering wordt verstrekt ook een kernbevoegdheid van ABL-financiers. Deze bevoegdheid is niet alleen van belang voor de ABL-financiers, maar ook voor de verstrekkers van leningen, omdat de uitoefening van deze bevoegdheid een alternatief kan zijn voor het weigeren van verstrekking van verdere financiering of opeising van het krediet (en waardoor de ABL-financiering in stand wordt gehouden). ABL-financiers zouden daarom de mogelijkheid moeten hebben om deze bevoegdheid zelfstandig uit te oefenen. Voor de verstrekkers van leningen blijft echter wel van belang dat een bepaalde minimale werkkapitaalfinanciering beschikbaar blijft voor de kredietnemer. Van belang is daarom overeen te komen onder welke voorwaarden de ABL-financiers deze bevoegdheid zelfstandig mogen uitoefenen.<sup>21</sup>

### 6.2 Onderscheid tussen noodzakelijke en wenselijke bevoegdheden

Naast de waarde van het onderpand zullen er meer omstandigheden zijn die ABL-financiers op grond van de toepasselijke kredietdocumentatie de mogelijkheid geven hun kernbevoegdheden uit te oefenen. Controversiëler lijkt de vraag welke van deze andere omstandigheden<sup>22</sup> de ABL-financiers de mogelijkheid zouden moeten geven om zelfstandig hun kernbevoegdheden uit te oefenen. En het is deze vraag waarop de discussie tussen ABL-financiers en verstrekkers van leningen moet zijn toegespitst. Het is dan van belang om noodzaak en wens van elkaar te onderscheiden.<sup>23</sup> Daarbij geldt dat elke voor ABL-financiers wenselijke, maar niet noodzakelijke, bevoegdheid een onzekerheid met zich meebrengt ten aanzien van de beschikbaarheid van de ABL-financiering en dus voor de verstrekkers van leningen in principe onaanvaardbaar zal zijn. Daar komt bij dat het niet (of niet zonder meer) mogen acteren op basis van een wenselijke, maar niet noodzakelijke, bevoegdheid niet echt nadelig voor ABL-financiers hoeft te zijn.

### 6.3 Mogelijke oplossing

Een voorzet voor deze discussie: de ABL-financiers zouden zelfstandig hun kernbevoegdheden moeten kunnen uitoefe-

14. Onder een LMA *recommended form of facility agreement for investment grade borrowers* is voor een overdracht in de regel medewerking van de kredietnemer nodig.

15. Dat is overigens ook de aanpak bij een LMA *senior/mezzanine* financiering, waarin bij aanvang de betrokken *senior* financiers en *mezzanine* financiers ook vaak tot dezelfde financiële instellingen behoren.

16. De 'zekerheidswaarde' wordt vastgesteld op basis van acceptabele (*eligible*) handelsvorderingen en/of voorraden. Dat zijn handelsvorderingen en voorraden die aan bepaalde *eligibility*-criteria voldoen. Vervolgens wordt een bepaald percentage (*advance rate*) van deze vorderingen en voorraden gefinancierd. Deze percentages zijn gebaseerd op de verwachte executiewaarde van die goederen. ABL wordt, gezien het voorgaande, ook wel *formula based lending* genoemd.

17. Als de ABL-financiering binnen de vastgestelde kaders blijft, dan wordt ook wel gezegd dat de ABL-financiering *in formula* is.

18. In dat geval is sprake van een *borrowing base deficit*.

19. D.w.z. zonder inmenging van de verstrekkers van leningen.

20. In dat geval is sprake van een *structural borrowing base deficit*. Wat structureel exact inhoudt, is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Maar het zou kunnen inhouden dat de waarde van het onderpand gedurende een bepaald aantal dagen wordt overschreden of dat het tekort aan zekerheidswaarde op enig moment meer is dan een bepaald bedrag (of een bepaald percentage van de vorderingen van de ABL-financiers).

21. Te denken valt aan bepaalde vooraf vastgestelde bandbreedtes (*agreed limits*). In de praktijk komt ook wel eens voor dat een redelijkheidstoets wordt ingebouwd. Van dat laatste zijn wij geen voorstander, omdat onvoldoende duidelijk is wat wel en niet die toets zou kunnen doorstaan.

22. Dat zijn dus omstandigheden anders dan een (structureel) tekort aan zekerheidswaarde.

23. Het gaat dan om zogenaamde *nice to have*s (zoals een verplichting om aan milieuwetgeving te voldoen) en *need to have*s (zoals een informatieverplichting ten aanzien van het te financieren onderpand).

nen bij fraude ten aanzien van de waarde van het onderpand,<sup>24</sup> of als die waarde niet kan worden vastgesteld,<sup>25</sup> in geval van het faillissement van een kredietnemer, bij een niet-betaling,<sup>26</sup> indien het onderpand of de kredietnemers worden geconfronteerd met sancties of beslagen of indien er een ingrijpende wijziging plaatsvindt ten aanzien van de onderneming van de kredietnemer (een en ander eventueel na verloop van een redelijke herstelperiode (*grace period*) of het overschrijden van een bepaalde drempel (*threshold*)).<sup>27</sup> Deze omstandigheden duiden er namelijk in meer of mindere mate op dat er wat aan de hand is met de kredietnemer of het onderpand. Het lijkt dan voor de hand te liggen dat de ABL-financiers de mogelijkheid wordt geboden om hun kernbevoegdheden uit te oefenen zonder dat daarvoor de toestemming van de verstrekkers van leningen nodig is.

Als er naast deze omstandigheden nog behoefte zou zijn aan omstandigheden die niet direct zijn gerelateerd aan de kredietnemer of het onderpand, dan zouden de ABL-financiers daar alleen op mogen acteren na toestemming van de verstrekkers van leningen. Daarbij geldt (vanzelfsprekend) dat zij daarmee niet snel zullen instemmen. Een niet-'acuut' probleem zou zich zo kunnen ontpoppen tot een actueel (liquiditeits)probleem en daardoor zouden verstrekkers van leningen hun eigen financiering aan de kredietnemers in gevaar kunnen brengen.<sup>28</sup>

#### 6.4 Conclusie

Afspraken tussen ABL-financiers en verstrekkers van leningen die zoals hiervoor omschreven enerzijds de ABL-financiers de mogelijkheid geven om hun kernbevoegdheden zelfstandig uit te oefenen in gevallen waarin dat echt nodig is en anderzijds de verstrekkers van leningen het comfort geven dat in andere gevallen de werkkapitaal financiering beschikbaar blijft voor de kredietnemer zijn duidelijk en evenwichtig en zullen, indien noodzakelijk, bijdragen aan een succesvolle reorganisatie of herstructurering. Uiteindelijk is dat niet alleen in het belang van de financiers, maar ook in het belang van iedere andere bij

de kredietnemer betrokken crediteur (zoals leveranciers, werknemers, verhuurders, enzovoort).

#### 7 Het documenteren van deze afspraken

Het principe van duidelijke en evenwichtige afspraken is van belang, maar evenzo belangrijk is het documenteren van deze afspraken. Het structureren en onderhandelen van een combinatie van een ABL-financiering en leningen zonder duidelijke uitgangspunten kan tijdrovend en kostbaar zijn en kan leiden tot (onnodig) complexe en tegenstrijdige documentatie. De volgende uitgangspunten zouden kunnen helpen dat te voorkomen.

Ten eerste: de documentatie dient zo veel mogelijk aan te sluiten bij en te zijn gebaseerd op standaarddocumentatie van LMA, en deze LMA-standaarddocumentatie dient zo min mogelijk te worden aangepast. Het voordeel van op LMA gebaseerde documentatie is dat sprake is van een 'herkenbaar' en 'neutraal' document. Dit zou veel discussies tussen financiers onderling moeten voorkomen. Het is bovendien gangbare praktijk om LMA-documentatie te gebruiken en er bestaat geen goede reden dat bij dit soort financieringen anders te doen.<sup>29</sup>

Ten tweede: de ABL-financiers en de verstrekkers van leningen dienen als twee separate groepen financiers met eigen belangen en prioriteiten te worden behandeld en daarom dient te worden uitgegaan van twee separate kredietovereenkomsten waarin de verhouding van beide groepen financiers met de kredietnemer wordt vastgelegd.<sup>30</sup> Het is uiteraard ook mogelijk de ABL-financiering onderdeel te maken van dezelfde kredietovereenkomst als die waarin de leningen zijn opgenomen. En hoewel dat op het eerste gezicht ook handig of misschien vanzelfsprekend lijkt, is dit geen praktische en efficiënte aanpak. De LMA-kredietovereenkomst voorziet niet in een ABL-financiering en dus is een groot aantal wijzigingen vereist ten opzichte van de standaard-LMA-kredietovereenkomst om de ABL-financiering te incorporeren.<sup>31</sup> Belangrijker nog, een standaard-LMA-kredietovereenkomst is niet bedoeld voor een ABL-financiering. Een simpel voorbeeld is de rol van de ABL-financier die namens de andere ABL-financiers optreedt als agent. Onder een LMA-kredietovereenkomst is zijn rol 'solely mechanical and administrative in nature'. Hij is

24. Bijv. als 'valse' facturen worden gebruikt om de waarde van de vorderingen vast te stellen.

25. Bijv. doordat onvoldoende of geen informatie ten aanzien van het onderpand wordt aangeleverd door de kredietnemers.

26. Met uitzondering van het niet naleven van de verplichting een *borrowing base deficit* aan te zuiveren. Dat zou namelijk conflicteren met het uitgangspunt dat de ABL-financiers alleen hun kernbevoegdheden mogen uitoefenen bij een (*structural*) *borrowing base deficit*.

27. Denkbaar is dat de specifieke omstandigheden van een ABL-financiering met zich brengen dat er bepaalde specifiek geselecteerde omstandigheden zijn die het rechtvaardigen dat de ABL-financiers hun kernbevoegdheden zelfstandig uitoefenen. Als de ABL-financiering niet uitsluitend wordt verstrekt op basis van de waarde van het onderpand, dan zou het niet nakomen van financiële ratio's een dergelijke omstandigheid kunnen zijn.

28. Een alternatief zou kunnen zijn af te spreken dat de ABL-financiers op grond van deze extra omstandigheden alleen hun kernbevoegdheden zelfstandig mogen uitoefenen na verloop van een periode van 'rust' van bijv. drie tot zes maanden. Deze *standstill period* fungeert in essentie als een opzegtermijn, waarbinnen de kredietnemers en de verstrekkers van leningen een herfinanciering, reorganisatie of herstructurering kunnen uitwerken. De *standstill period* zou moeten worden onderbroken indien er sprake is van een *need to have*-omstandigheid.

29. Niet ongebruikelijk is dat een ABL-financiering wordt verstrekt op basis van standaarddocumentatie van de betrokken financier. In principe is standaarddocumentatie het juiste uitgangspunt, maar het in elke transactie laten aansluiten van standaarddocumentatie van de betrokken financier op LMA-documentatie van de verstrekkers van leningen is veel werk en werkt in de hand dat deze documentatie niet naadloos op elkaar aansluit en is daarom onwenselijk.

30. Zoals ook de gangbare praktijk is bij *senior/mezzanine* financieringen.

31. Als de ABL-financiering om 'praktische' redenen wordt opgenomen in een bijlage van de kredietovereenkomst (een *ancillary document*), resulteert deze aanpak alsnog in twee separate documenten, maar dan met als (nadelig) gevolg dat de kredietovereenkomst voor de ABL-faciliteit nooit op zichzelf, maar altijd in samenhang met de kredietovereenkomst voor de leningen moet worden gelezen. Die overeenkomst bevat in dat geval namelijk bepalingen en definities die van toepassing zijn op beide documenten.

slechts doorgeefluik en 'shall exercise or refrain from exercising any right, power, authority or discretion vested in it as agent in accordance with any instructions given to it' door middel van een meerderheidsbeslissing van de ABL-financiers. De rol van een agent in een ABL-financiering is echter veel minder mechanisch. Hij zal veel vaker zelfstandig afwegingen moeten maken en bevoegdheden uitoefenen om, zoals in paragraaf 3 omschreven, de ABL-financiering nauwlettend in de gaten te houden en bij te sturen voor zover dat nodig is. Het is niet werkbaar dat de agent daarvoor steeds een instructie moet vragen van de meerderheid van de ABL-financiers. Op dit punt kan dus niet zomaar de standaard-LMA-bepaling voor de rol van de agent van toepassing worden verklaard. En zo zijn er meer voorbeelden te geven die leiden tot de conclusie dat twee zelfstandig functionerende kredietovereenkomsten voor de ABL-financiering en de leningen praktischer en efficiënter zijn.<sup>32</sup> Omdat beide kredietovereenkomsten zijn gebaseerd op een standaard-LMA-kredietovereenkomst – en dus op onderdelen identiek zullen zijn – zijn ze ook eenvoudig met elkaar te vergelijken. Het gebruiken van twee separate kredietovereenkomsten lijkt overigens ook in lijn met de internationale (voornamelijk Amerikaanse) aanpak.

Ten derde: de duidelijke en evenwichtige afspraken tussen financiers dienen te worden vastgelegd in een aparte overeenkomst (een *intercreditor agreement*) die beide kredietovereenkomsten met elkaar 'verbindt'. Deze kan overigens relatief kort zijn (vergeleken met de standaard-LMA *intercreditor agreement*) en hoeft niet veel meer te bevatten dan de afspraken over de uitoefening van bevoegdheden in bepaalde omstandigheden.<sup>33</sup>

## 8 Conclusie

Indien ABL-financiers en verstrekkers van leningen geen onderlinge afspraken maken over de uitoefening van bevoegdheden in bepaalde omstandigheden, kan dit nadelige gevolgen hebben voor de verhaalsmogelijkheden van de verstrekkers van leningen. Indien zij wel afspraken maken maar daarbij vertrouwen op meerderheidsbeslissingen, bepaalt de verhouding van de participaties van de betrokken financiers (mogelijk volstrekt willekeurig) welke groep financiers in een nadelige positie komt te verkeren. Beide situaties zijn onwenselijk, omdat voorafgaand aan een financiering duidelijk zou moeten zijn wat financiers wel en niet mogen doen in bepaalde omstandigheden.

De oplossing zit volgens ons in de waarde van het onderpand en in het geven van een zelfstandige bevoegdheid aan de ABL-financiers om hun kernbevoegdheden (het weigeren verdere financiering te verstrekken, het opeisen van het krediet en het

maken van aanpassingen aan de voorwaarden waaronder de ABL-financiering wordt verstrekt) uit te oefenen op het moment dat die waarde in gevaar komt. Verder dient kritisch te worden gekeken naar andere omstandigheden waaronder zij deze bevoegdheden mogen uitoefenen. Dat betekent waarschijnlijk dat de ABL-financiers een aantal wenselijke, maar niet noodzakelijke, bevoegdheden moeten opgeven en dat de verstrekkers van leningen moeten accepteren dat zij niet onder alle omstandigheden kunnen vertrouwen op de beschikbaarheid van werkkapitaal financiering.

Deze situatie is wellicht zowel voor ABL-financiers als voor verstrekkers van leningen anders dan zij zijn gewend. Maar dat is ook niet verwonderlijk, want een combinatie van ABL en leningen is een nieuwe structuur,<sup>34</sup> waarvoor een nieuwe aanpak noodzakelijk is. Het lijkt voor de hand te liggen dat verstrekkers van leningen hierbij het voortouw nemen, omdat zij doorgaans het meeste te verliezen zullen hebben.<sup>35</sup>

32. Het verhoogt tevens de leesbaarheid, wat ook van belang is bij een overeenkomst van doorgaans 100-200 pagina's.

33. Andere onderwerpen zijn (1) beperkingen voor de financiers om de voor hen geldende kredietdocumentatie aan te passen (de zogenaamde *amendments and waivers*) en (2) de verdeling van eventuele opbrengsten van verhaal op de zekerheden (de *waterfall*).

34. Vergeleken met een traditionele ABL/*factoring*-financiering of een (*super senior*) rekening-courant/leningfinanciering.

35. H. Laratt-Smith, Structural innovation: ABL and direct lenders team up to finance asset risk companies, Deloitte Alternative Lender Deal Tracker, Q3 2015: 'Deloitte's view is that [term loan; DV & MO] lenders will likely be in the driving seat in the intercreditor negotiations with the ABL Lenders, but importantly they should be aware that there are a number of red lines which ABL will not cross. ABL players who can adept their documentation and borrowing base parameters to closely align with [term loan; DV & MO] lenders will be best positioned to meet the challenge of this new structure and gain rapidly market share.'