

# ECLI:NL:RBAMS:2021:6521

Instantie	Rechtbank Amsterdam
Datum uitspraak	02-09-2021
Datum publicatie	24-12-2021
Zaaknummer	C/13/705984 / FT RK 21.690
Rechtsgebieden	Civiel recht
Bijzondere kenmerken	Eerste aanleg - meervoudig
Inhoudsindicatie	WHOA, (tweede) verzoek ex artikel 378 Fw van de herstructureringsdeskundige, duiding aspecten die van belang zijn voor het tot stand brengen van een akkoord
Vindplaatsen	Rechtspraak.nl

## Uitspraak

### Rechtbank AMSTERDAM

Team Insolventies – meervoudige kamer

### Beschikking op het verzoek ex artikel 378 Fw

zaaks-/rekestnummer: C/13/705984 / FT RK 21.690

uitspraakdatum: 2 september 2021

beschikking op het op 11 augustus 2021 ter griffie ingekomen verzoek ex artikel 378 van de Faillissementswet (Fw) van de heer [naam 23] , herstructureringsdeskundige in de besloten akkoordprocedure van:

de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid

**[schuldenares] B.V.,**

ingeschreven in het Handelsregister van de Kamer van Koophandel,

statutair gevestigd te [vestigingsplaats] ,

advocaten: mrs. B.W.G. van der Velden en G.Á.C. Orban, kantoorhoudende te Amsterdam,

hierna te noemen: [schuldenares] ,

strekking tot het doen van een uitspraak over aspecten die van belang zijn in het kader van het tot

stand brengen van een akkoord.

## 1 De procedure

- 1.1. [schuldenares] heeft op 11 januari 2021 een verklaring ex artikel 370 lid 3 Fw ter griffie gedeponereerd en bij verzoekschrift van 28 januari 2021 verzocht een afkoelingsperiode ex artikel 376 Fw te gelasten voor een periode van vier maanden.
- 1.2. Bij beschikking van 15 februari 2021 heeft de rechtbank een afkoelingsperiode afgekondigd voor de duur van twee maanden ten aanzien van een groep specifieke schuldeisers van [schuldenares] en haar groepsvennootschappen. Dit betreffen kort gezegd [schuldeiser 1] (hierna: [schuldeiser 1]), [schuldeiser 2] (hierna: [schuldeiser 2]) en [zekerhedenagent] (hierna: de zekerhedenagent).
- 1.3. Bij beschikking van 25 maart 2021 heeft de rechtbank – onder meer – bepaald dat een herstructureringsdeskundige zal worden aangewezen en ter vervanging van de eerder afgekondigde afkoelingsperiode, een afkoelingsperiode afgekondigd voor een periode van twee maanden, derhalve tot 25 mei 2021.
- 1.4. Bij beschikking van 29 maart 2021 heeft de rechtbank op verzoek van [schuldeiser 1] de heer [naam 23], zaakdoende te Amsterdam, aangewezen als herstructureringsdeskundige in de besloten akkoordprocedure van [schuldenares].
- 1.5. Bij beschikking van 1 juni 2021 heeft de rechtbank de bij beschikking van 25 maart 2021 gegeven afkoelingsperiode met een termijn van drie maanden verlengd, derhalve tot 25 augustus 2021. Bij beschikking van 24 augustus 2021 heeft de rechtbank de afkoelingsperiode verlengd tot 15 oktober 2021.
- 1.6. Bij beschikking van 5 augustus 2021 heeft de rechtbank een uitspraak gedaan op het verzoek van de herstructureringsdeskundige over een aantal aspecten die van belang zijn in het kader van het tot stand brengen van een akkoord.
- 1.7. Bij verzoekschrift met bijlagen van 11 augustus 2021 heeft de herstructureringsdeskundige de rechtbank (opnieuw) verzocht om een uitspraak te doen over aspecten die van belang zijn in het kader van het tot stand brengen van een akkoord. Bij zijn verzoek heeft de herstructureringsdeskundige onder meer een concept ontwerp akkoord gevoegd en een aantal waarderingsrapporten.
- 1.8. Bij brief van 12 augustus 2021 heeft de rechtbank de herstructureringsdeskundige van de datum van de behandeling van zijn verzoek in kennis gesteld en alle belanghebbenden opgeroepen de behandeling bij te wonen en/of voorafgaand aan de behandeling schriftelijk hun zienswijze op het verzoek in te dienen.
- 1.9. [schuldenares], [schuldeiser 1], [schuldeiser 3] (hierna: [schuldeiser 3]), [schuldeiser 4], [schuldeiser 5] B.V. (hierna: [schuldeiser 5]), [schuldeiser 6] B.V. (hierna: [schuldeiser 6]) en [schuldeiser 2] hebben tijdig een zienswijze, al dan niet met bijlage, uitgebracht. [schuldeiser 4] heeft daarbij te kennen gegeven niet ter zitting te zullen verschijnen.
- 1.10. Het verzoek is behandeld ter zitting in raadkamer van 19 augustus 2021. Daarbij zijn (al dan niet via een videoverbinding) verschenen:

- De heer [naam 23], de herstructureringsdeskundige, bijgestaan door mr. M.A. Broeders, mr. H.P. Boekhorst en mr. A. Bouts, alsmede door financieel experts van [bedrijf 1], mevrouw [naam 1], de

heer [naam 2] en de heer [naam 3] ;

- De heer [naam 4] en mevrouw [naam 5] , namens [schuldenares] , bijgestaan door mr. B.A. Kuitenbrouwer, mr. S.R.F. Aarts, mr. G.Á.C. Orbán en mr. J.H.A. Schipper, alsmede door financieel experts van [bedrijf 2] , de heer [naam 6] , de heer [naam 7] en de heer [naam 8] ;

- De heer [naam 9] , de heer [naam 10] , en mevrouw [naam 11] (met als tolk de heer M. Steur) namens [schuldeiser 1] , bijgestaan door mr. C.M. Molhuysen, mr. F.A. van de Wakker, mr. O.M. Weeshoff, mr. W.H.Z. Westerhof, mr. H. Simsek, mr. A. Habou Habaga en mr. J. Alhashime, alsmede door financieel experts van [bedrijf 3] , de heer [naam 12] en de heer [naam 13] ;

- Namens [schuldeiser 2] de heer [naam 14] , de heer [naam 15] , de heer [naam 16] en de heer [naam 17] , bijgestaan door mr. R. Vermaire, mr. E.J.R. Verweij en mr. J.C. Hofland;

- Namens [schuldeiser 5] de heer [naam 18] , en namens [schuldeiser 6] de heer [naam 19] , beiden bijgestaan door mr. I. Spinath, mr. N.W.A. Tollenaar en mr. S.W. van den Berg, alsmede door financieel experts van [bedrijf 4] , de heer [naam 20] en de heer [naam 21] ;

- Namens [schuldeiser 3] mevrouw [naam 22] , bijgestaan door mr. W.M. Smelt.

Partijen hebben hun zienswijzen – aan de hand van pleitaantekeningen – nader toegelicht en verder vragen van de rechtbank beantwoord en inlichtingen verstrekt.

## **2 De feiten**

2.1. De rechtbank verwijst voor de relevante feiten naar de door haar gewezen beschikkingen, zoals vermeld onder 1.2. tot en met 1.6.

## **3 Het verzoek**

### *Inleiding*

3.1. De herstructureringsdeskundige heeft een concept ontwerp akkoord (hierna: ontwerp akkoord) bij zijn verzoekschrift gevoegd en hij is voornemens, met inachtneming van hetgeen de rechtbank op het onderhavige verzoek beslist, het ontwerp akkoord te finaliseren en ter stemming aan de stemgerechtigde schuldeisers voor te leggen. Hij benadrukt dat het ontwerp akkoord nog voorwerp van wijzigingen kan zijn en dat deze nog niet de (definitieve) positie bevat die de herstructureringsdeskundige inneemt. Hij behoudt zich het recht voor het ontwerp akkoord nog aan te passen. De vragen die hij thans voorlegt zien erop om de “deal zekerheid” te vergroten.

3.2. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank om in het kader van artikel 378 Fw een uitspraak te doen over de volgende aspecten die van belang zijn in het kader van het tot stand te brengen akkoord en te bepalen dat:

I. De opbrengst die naar verwachting bij een vereffening van het vermogen van [schuldenares] in faillissement kan worden gerealiseerd (de liquidatiewaarde) tussen de € 49,4 miljoen en € 69 miljoen ligt en het ontwerp akkoord op dit punt de relevante informatie omvat zoals bedoeld in artikel 375 lid 1 sub f en g Fw en het ontwerp akkoord ook voldoet aan de *best interest of creditors test* van artikel 384 lid 3 Fw.

II. De waarde die naar verwachting kan worden gerealiseerd als het ontwerp akkoord tot stand zou komen (de reorganisatiewaarde) € 190,5 miljoen is en te bepalen dat het ontwerp akkoord op dit punt de relevante informatie omvat zoals bedoeld in artikel 375 lid 1 sub e en g Fw.

III. De wijzigingen van de Kredietovereenkomst (beschreven onder I tot en met IX, onder randnummer 27 van het verzoekschrift) via het akkoord mogelijk zijn en – voor zover relevant – ook beantwoorden aan de prioriteitsregel van artikel 384 lid 4 sub b Fw, zulks wat betreft [schuldeiser 1] ter zake de *senior* schuld, maar ook ter zake de wijze waarop de *super senior* schuld in het ontwerp akkoord zal worden meegenomen, de wijziging van de belastingvordering als omschreven in het verzoekschrift via het ontwerp akkoord in casu als zodanig kan worden gerealiseerd en ook beantwoordt aan de prioriteitsregel van artikel 384 lid 4 sub b Fw, voor zover deze wijziging aansluit bij de regeling "Besluit Noodmaatregelen Coronacrisis", en de in het verzoekschrift onder randnummers 30-43 toegelichte wijzigingen van aandeelhoudersrechten mogelijk zijn via een WHOA-akkoord en in casu ook niet aan homologatie in de weg staan.

IV. De nakoming van het ontwerp akkoord, als het een gehomologeerd akkoord zou zijn, voldoende is gewaarborgd in de zin van artikel 384 lid 2 sub e Fw, althans dat er thans geen reden is om hieraan te twijfelen.

V. De klassenindeling opgenomen in het ontwerp akkoord en de toelating tot de stemming van de schuldeisers en de aandeelhouder voor het in het ontwerp akkoord opgenomen bedrag niet strijdig is met artikel 374 Fw.

VI. De in het verzoekschrift onder randnummers 51-58 beschreven procedure voor de stemming correct is en dat vanaf het moment nadat het akkoord aan de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders is voorgelegd hantering van de minimumtermijn van 8 dagen voor het moment waarop stemming zal plaatsvinden in casu redelijk is.

VII. Het ontwerp akkoord op basis van de informatie die thans beschikbaar is niet strijdig is met artikelen 384 lid 2 sub a Fw, 384 lid 2 sub c Fw, 384 lid 2 sub g Fw, 384 lid 2 sub h Fw, 384 lid 3 Fw, 384 lid 4 sub a Fw, 384 lid 4 sub b Fw, 384 lid 4 sub c Fw, 384 lid 4 sub d Fw of 384 lid 2 sub i Fw (de overige afwijzingsgronden). Waar relevant daarbij steeds ervan uitgaande dat sprake is van een beroep op zo een overige afwijzingsgrond door een tegenstemmende schuldeiser uit een tegenstemmende klasse.

3.3. Tevens verzoekt de herstructureringsdeskundige de rechtbank zich uit te laten over andere gerelateerde aspecten die van belang zijn voor het tot stand brengen van een akkoord.

#### *Liquidatiewaarde (I)*

3.4. De herstructureringsdeskundige stelt voorop dat een akkoord op grond van artikel 375 lid 1 sub f Fw de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders dient te informeren over de liquidatiewaarde. Ten aanzien van de liquidatiewaarde zijn de navolgende waarderingsrapporten met de herstructureringsdeskundige gedeeld door de volgende partijen:

Door [schuldenares] B.V.:

- *Valuation report* van [bedrijf 2] , gedateerd op 4 maart 2021, met een liquidatiewaarde van € 49,4 miljoen met een *range* tussen de € 21 miljoen en € 95,2 miljoen (het eerste [bedrijf 2] -rapport).

- *Valuation report* van [bedrijf 2] , gedateerd op 11 maart 2021, met dezelfde liquidatiewaarde (het tweede [bedrijf 2] -rapport en tezamen met het eerste [bedrijf 2] -rapport, de [bedrijf 2] -rapporten).

Door [schuldeiser 1] :

- *Valuation report* van [bedrijf 3] , gedateerd op 9 april 2021, met een liquidatiewaarde van € 58,6 miljoen (het Hermes-rapport).
- *Valuation report* van FTI Consulting, gedateerd op 9 april 2021, met een liquidatiewaarde van € 69 miljoen met *range* tussen de € 54 miljoen en € 84 miljoen (het FTI-rapport).

3.5. De liquidatiewaarde zoals opgenomen in bovengenoemde rapporten leiden allen tot de constatering dat [schuldeiser 1] als *senior* schuldeiser bij vereffening van het vermogen van [schuldenares] in faillissement naar verwachting wel een uitkering krijgt, maar dat deze uitkering niet voldoende is om de hele vordering van [schuldeiser 1] te voldoen. Met andere woorden: de liquidatiewaarde "breekt" in de schuld van [schuldeiser 1] . Nu de liquidatiewaarde geen voorwerp van debat tussen partijen is en enig bestaand verschil van inzicht zoals uit de rapporten volgt ook niet tot andere uitkomsten leidt, is het belang van het verzoek van de herstructureringsdeskundige om de liquidatiewaarde te bepalen erin gelegen om enige "deal onzekerheid" weg te nemen en zeker te stellen dat enig door hem aangeboden akkoord op dit punt juist en volledig is. Het ontwerp akkoord voorziet erin dat de vordering van [schuldeiser 4] , de *super senior* schuld en de *senior* schuld integraal worden voldaan; zij het onder aangepaste "marktconforme" voorwaarden. Dit brengt met zich dat [schuldeiser 4] , de *super senior* schuldeiser en de *senior* schuldeiser door het akkoord niet slechter af zijn vergeleken met een liquidatie in faillissement, waarbij zij tezamen aanspraak hebben op de liquidatiewaarde en de *senior* schuld niet integraal zal kunnen worden voldaan als de (in die verhouding) meest junior gerangschikte klasse, met in achtneming van de wettelijke rangorde.

#### *Reorganisatiewaarde (II)*

3.6. De herstructureringsdeskundige stelt voorts dat de bepaling van de reorganisatiewaarde op grond van artikel 375 lid 1 sub e Fw noodzakelijk is voor de totstandkoming van een akkoord. Ten aanzien van de reorganisatiewaarde hebben de navolgende belanghebbenden rapporten met de herstructureringsdeskundige gedeeld:

[schuldeiser 6] en [schuldeiser 5] :

- *Valuation report* van Valuation Insights gedateerd op 8 januari 2021 en met een reorganisatiewaarde van € 186,3 miljoen met een *range* van tussen de € 159 miljoen en € 213,5 miljoen (het minderheidsaandeelhouders-rapport).

[schuldenares] B.V.:

- Het eerste [bedrijf 2] -rapport met een reorganisatiewaarde van € 222,6 miljoen met een *range* van tussen de € 200,3 miljoen en € 244,9 miljoen.
- Het tweede [bedrijf 2] -rapport met een reorganisatiewaarde van € 275,7 miljoen met een *range* van tussen de € 253,5 miljoen en € 298 miljoen.

[schuldeiser 1] :

- Het Hermes-rapport met een reorganisatiewaarde van € 120,4 miljoen.
- Het FTI-rapport met een reorganisatiewaarde van € 105 miljoen met een *range* van tussen de € 90 miljoen en € 120 miljoen.

3.7. De herstructureringsdeskundige heeft een onafhankelijke waardering van [schuldenares] laten opstellen. Hiertoe heeft de herstructureringsdeskundige allereerst Roland Berger opdracht gegeven tot een onafhankelijke analyse van de *business drivers* van [schuldenares] . De uitkomsten daarvan zijn vervat in het rapport van 5 juli 2021. Daarin staan ook de bevindingen van Roland Berger ten aanzien van de verwachte "verdien capaciteit" van [schuldenares] , meer specifiek de "EBITDA" en het ledenverloop. Roland Berger heeft naar aanleiding van opmerkingen van [schuldenares] en belanghebbenden op eerdere conceptversies afsluitend gereageerd. Daarmee is het rapport finaal geworden. BFI heeft [schuldenares] vervolgens in opdracht van de herstructureringsdeskundige gewaardeerd op basis van de bevindingen van Roland Berger om zodoende tot een onafhankelijke bepaling van de reorganisatiewaarde te komen. De

herstructureringsdeskundige heeft het conceptrapport van BFI ten aanzien van de reorganisatiewaarde van [schuldenares] via de data room aan belanghebbenden ter beschikking gesteld. Hierop zijn belanghebbenden wederom in de gelegenheid gesteld om commentaar te leveren ten aanzien van feitelijke onjuistheden. Voorts zijn belanghebbenden op verzoek van [schuldeiser 1] ook in de gelegenheid gesteld om in een "zoom-meeting" de eigen opvattingen over het commentaar van andere belanghebbenden met BFI en de herstructureringsdeskundige te delen. BFI heeft al het commentaar bestudeerd en van een reactie voorzien en het rapport daarmee gefinaliseerd. BFI komt tot een reorganisatiewaarde van [schuldenares] van € 190,5 miljoen. De herstructureringsdeskundige merkt hierbij op dat alle door betrokken partijen aangezochte deskundigen partijdeskundigen zijn, die diverse rapporten hebben geproduceerd, waarbij de waardes (zeer) uiteen lopen. Zij zijn echter niet onafhankelijk en zij zullen ieder voor zich eigen keuzes hebben gemaakt bij de door hen gehanteerde aannames en uitgangspunten van de door hen uitgevoerde berekeningen. Roland Berger, een gekwalificeerde strategisch consultant met specifieke (internationale) markt- en sectorkennis, en BFI zijn daarentegen als enige onafhankelijk, aangezien zij niet door enige materieel betrokken partijen zijn ingeschakeld of geïnstrueerd. De door hen gehanteerde uitgangspunten en aannames zijn dan ook inherent onafhankelijk.

### *Wijzigingen van rechten en compensatie (III)*

- 3.8. De herstructureringsdeskundige meent, gelet op (de gedachte achter) de prioriteitsregel uit artikel 384 lid 4 sub b Fw, dat [schuldeiser 1] een aanspraak gelijk aan 100% van haar vordering onder het ontwerp akkoord moet ontvangen en dat [schuldeiser 1] voor wijzigingen van haar rechten ook passende compensatie moet krijgen. Het akkoord moet de lasten en lusten eerlijk verdelen. Ditzelfde geldt voor [schuldeiser 4] en de schuldeiser van de *super senior* vordering.
- 3.9. Het ontwerp akkoord voorziet in een aantal wijzigingen van de Kredietovereenkomst, waarbij bestaande *defaults* zullen worden gezuiverd en de uiterste *maturity date* ongewijzigd wordt gelaten. In de kern komt dit onder meer neer op de introductie van een *covenant holiday*, een hernieuwde toepassing gewijzigde *leverage ratio* na afloop *covenant holiday*, een wijziging berekening *leverage ratio*, een liquiditeitsconvenant en wijzigingen van rentebetalingen en de gevolgen van niet betaling daarvan. De vraag die voorligt is of indien de *senior lender* ( [schuldeiser 1] ) op de *maturity date* integraal wordt terugbetaald, inclusief betaling van vooralsnog onbetaald gebleven rente en met inachtneming van een marktconforme vergoeding, voldaan is aan de prioriteitsregel in de situatie waarin de aandeelhouder blijft zitten. De herstructureringsdeskundige meent dat dit het geval is. [schuldeiser 1] stelt dat in een situatie waarin de aandeelhouderswaarde breekt in de *equity*, zij recht heeft op een *cash out*, omdat anders niet zou zijn voldaan aan de prioriteitsregel. De herstructureringsdeskundige begrijpt het standpunt van [schuldeiser 1] niet, omdat [schuldeiser 1] op grond van de liquidatiewaarde zonder akkoord en bij een faillissement in economische zin een significant veel kleinere aanspraak heeft en de WHOA geen *cash out* biedt voor professionele gezeekerde schuldeisers, zoals [schuldeiser 1] . De herstructureringsdeskundige beoogt met zijn verzoek en de daarin gestelde vragen in *abstracto* aan de rechtbank voor te leggen of een akkoord waarin de geseceerde schuldeiser(s) integraal worden voldaan op de oorspronkelijk overeengekomen *maturity date*, met daarbij een nieuwe aflossingsschema voor (onvoldane) rente, waarbij sprake is van een marktconforme rentevergoeding en (overige) voorwaarden, voldoet aan de prioriteitsregel. Er zal nog voldoende gelegenheid zijn om te spreken over de concrete invulling van ratio's, convenanten en de rentevergoedingspercentages. Hierbij is relevant dat dat de herstructureringsdeskundige nog een validerend onderzoek verricht naar de daadwerkelijk verwachte liquiditeitsontwikkeling van [schuldenares] in de periode na homologatie tot aan de *maturity date* van de *senior* en de *super senior* schuld. Daarbij wordt tevens nader onderzocht wat de impact van de terugbetaling van de NOW-gelden is, eventuele te vergoeden compensatie aan abbonementhouders en wat de verwachte liquiditeitspositie op de *maturity date* is.
- 3.10. Voorts voorziet het ontwerp akkoord ook in een uitstel van betaling van de hoofdelijke

belastingsschuld van [schuldenares] en haar groepsmaatschappijen, ten aanzien waarvan [schuldeiser 4] stemgerechtigd is, op een wijze die (goeddeels) aansluit bij de regeling "Besluit Noodmaatregelen Coronacrisis" van [schuldeiser 4]. Dat het uitstel van deze hoofdelijke belastingsschuld in het ontwerp akkoord wordt geregeld is onder meer ingegeven door het feit dat een WHOA-akkoord juist ook een klasse van schuldeisers kan bevatten die op basis van vrijwilligheid instemt met een wijziging van haar rechten.

- 3.11. Voorts rijst bij de herstructureringsdeskundige de vraag of via het akkoord zeggenschapsrechten van de aandeelhouder kunnen worden aangepast om een solide *governance* te bewerkstelligen. De herstructureringsdeskundige overweegt een beperkte aanpassing van de bestaande zeggenschapsrechten van de aandeelhouder. Dit ter borging van een solide en evenwichtige *governance* van de realisatie van de reorganisatiewaarde. Mede gelet op de omstandigheid dat na homologatie van het akkoord belanghebbenden met elkaar verknoopt blijven, acht de herstructureringsdeskundige ook voor het herstel van de onderlinge relaties en het vertrouwen tussen [schuldenares], de aandeelhouder en de schuldeisers een aanpassing van de *governance* in het belang van de gezamenlijke schuldeisers om hiermee de weg te plaveien voor het realiseren van de reorganisatiewaarde. Hiertoe zou in dit verband overwogen kunnen worden de schuldeisers, en in het bijzonder [schuldeiser 1], de mogelijkheid te bieden één of meer commissarissen te benoemen ofwel het recht te geven om één of meerdere bestuurders te benoemen. In de WHOA is duidelijk bepaald dat een akkoord ook een wijziging van aandeelhoudersrechten kan betreffen en het blijkt uit de wettekst noch uit de MvT dat de voorgestane wijzigingen – of lichtere vormen – niet mogelijk zouden zijn.

#### *Nakoming (IV)*

- 3.12. De herstructureringsdeskundige merkt op dat ingevolge artikel 384 lid 2 sub e Fw het verzoek tot homologatie wordt afgewezen als de nakoming van het akkoord niet voldoende is gewaarborgd. De wetgever stelt daarbij dat, als het akkoord voorziet in uitgestelde betalingen die gefinancierd worden met inkomsten die de onderneming in de toekomst hoopt te genereren, de rechter dan niet met zekerheid hoeft vast te stellen of de schuldenaar zijn verplichtingen uit hoofde van het plan kan nakomen. De herstructureringsdeskundige meent dat op grond van de thans beschikbare informatie met de beschreven en uiteengezette aanpassingen van rechten via het ontwerp akkoord, voldaan is aan de (marginale) toets uit voornoemd artikel en het ontwerp akkoord geen toekomstige handelingen bevat waarvan de nakoming niet haalbaar is, het ontwerp akkoord na homologatie in de plaats zal treden van medewerking van partijen en waar medewerking van partijen toch nodig is, maar niet gegeven wordt, in het in ontwerp akkoord een onherroepelijke volmacht wordt gegeven.

#### *Klassenindeling (V)*

- 3.13. De herstructureringsdeskundige komt op basis van de beschikking van deze rechtbank van 5 augustus 2021 en het ontwerp akkoord tot de klassenindeling zoals opgenomen in het ontwerp akkoord en ook opgenomen in productie 11 bij zijn verzoekschrift. Aangezien ook de rechten van [schuldenares] gewijzigd worden is ook zij opgenomen als stemgerechtigde klasse. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank te bepalen dat de klassenindeling opgenomen in het ontwerp akkoord én de toelating tot de stemming van de schuldeisers en aandeelhouder voor het in het ontwerp akkoord opgenomen bedrag niet strijdig is met artikel 374 Fw.

#### *De stemprocedure (VI)*

- 3.14. De stemming over het akkoord dat de herstructureringsdeskundige zal aanbieden aan de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouder geschiedt schriftelijk, waarbij gebruik gemaakt kan worden van elektronische communicatiemiddelen waaronder e-mail, en per klasse door middel van stemformulieren. Er zal geen aparte (digitale of fysieke) stemvergadering door de herstructureringsdeskundige worden georganiseerd. De schuldeisers ontvangen een

stemformulier met daarin de nodige informatie, zoals de uiterste stemdatum. De herstructureringsdeskundige zal uiterlijk binnen zeven dagen na de stemming een stemverslag opstellen en de stemgerechtigden hier onverwijld van in kennis stellen. Wanneer een homologatieverzoek wordt gedaan, zal het stemverslag ook ter griffie van deze rechtbank worden gedeponeerd. De herstructureringsdeskundige zal de stemtermijn zo kort als wettelijk mogelijk is houden. Dit komt neer op een termijn van acht dagen vanaf het moment dat het akkoord is aangeboden aan de stemgerechtigden tot aan het stemmoment. Hij acht deze termijn redelijk, gezien de reeds langdurige en intensieve betrokkenheid van alle stemgerechtigden en zij derhalve binnen korte termijn hun mening over het finale akkoord kunnen vormen.

#### *Overige afwijzingsgronden (VII)*

3.15. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank uitspraak te doen dat ook het ontwerp akkoord niet in strijd is met overige afwijzingsgronden, aangenomen dat het ontwerp akkoord is aangepast overeenkomstig hetgeen de rechtbank beslist op alle hiervoor gaande verzoeken. Het belang van een beslissing op deze formele punten is gelegen in het verhogen van de "deal zekerheid" en het voorkomen van het – onnodig – niet homologeerbaar zijn van enig akkoord doordat partijen pas in een (te) laat stadium eventuele bezwaren naar voren brengen. Eventuele onzekerheid is goeddeels het gevolg van het nieuwe karakter van de WHOA en de eigenaardigheden van de voorliggende casus waarbij duidelijk lijkt dat [schuldenares] een aanspraak heeft op de reorganisatiewaarde en het akkoord het nominale bedrag van de in het akkoord betrokken schulden niet zal hoeven te reduceren. De herstructureringsdeskundige merkt op dat hij hiermee nadrukkelijk geen voorschot wil nemen op de daadwerkelijke homologatieprocedure, aangezien het nog een concept van het ontwerp akkoord betreft, waaraan door partijen geen rechten kunnen worden ontleend totdat het ter stemming wordt voorgelegd. De herstructureringsdeskundige meent dat:

- [schuldenares] en haar groepsmaatschappijen in een toestand verkeren waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat ieder van hen met het betalen van zijn schulden niet zal kunnen voortgaan (pre-insolventietoestand, artikel 384 lid 2 sub a Fw).
- Het ontwerp akkoord alle informatie bevat die de stemgerechtigde schuldeisers nodig hebben om zich voor het plaatsvinden van de stemming een geïnformeerd oordeel te kunnen vormen (geen ontbrekende informatie, artikel 384 lid 2 sub c Fw).
- Er tot op heden geen reden is aan te nemen dat er in het akkoordtraject sprake is van bedrog, begunstiging of andere oneerlijke middelen (geen bedrog, begunstiging of andere oneerlijke middelen, artikel 384 lid 2 sub g Fw)
- Geen schuldeiser slechter af is dan bij een vereffening van het vermogen, aangezien iedere schuldeiser 100% vergoed krijgt en een marktconforme vergoeding (*best interest of creditors test*, artikel 384 lid 3 Fw).
- Geen afwijking van de "20% regel" nodig is, aangezien er geen schuldeisers als bedoeld in artikel 384 lid 4 sub a Fw bij het ontwerp akkoord betrokken zijn (geen afwijking '20% regel', artikel 384 lid 4 sub a Fw).
- Geen afwijking van de prioriteitsregel nodig is, omdat iedere klasse 100% krijgt en de schuldeisers die door het ontwerp akkoord worden geraakt worden gecompenseerd, terwijl [schuldenares] gelet op de reorganisatiewaarde haar aandelenbelang houdt (geen afwijking 'priority rule', artikel 384 lid 4 sub b Fw).
- Er geen recht bestaat op een *cash out*, aangezien geen van de in het akkoord betrokken schuldeisers recht heeft op een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat zij bij vereffening van het vermogen van [schuldenares] naar verwachting zouden ontvangen (geen recht op *cash*



out, artikel 384 lid 4 sub c Fw).

- Het ontwerp akkoord geen schuldeisers omvat die in het kader van een wijziging van hun rechten, aandelen of certificaten hiervan aangeboden krijgen (geen aandelen of certificaten aangeboden, artikel 384 lid 4 sub d Fw).

- Er geen andere redenen bij de herstructureringsdeskundige bekend zijn met betrekking tot [schuldenares] en haar groepsmaatschappijen die zich tegen homologatie zouden verzetten (geen andere afwijzingsgronden, artikel 384 lid 2 sub i Fw).

#### **4 De zienswijze van [schuldenares]**

4.1. heeft schriftelijk haar zienswijze uitgebracht en haar standpunten ter behandeling nader toegelicht. Deze komen –samengevat en voor zover relevant – op het volgende neer.

##### *Liquidatiewaarde (I)*

4.2. [schuldenares] merkt op dat volgens de herstructureringsdeskundige de hoogte van de liquidatiewaarde geen voorwerp van debat tussen partijen is. Bovendien is er volgens de herstructureringsdeskundige voldaan aan de *best interest of creditors test* van artikel 384 lid 3 Fw, gelet op het feit dat alle schulden als onderdeel van het voorgenomen akkoord integraal zullen worden voldaan, hetgeen evident een beter resultaat oplevert dan in een hypothetische liquidatie in faillissement. [schuldenares] sluit zich hierbij aan en volgens haar dient deze vraag van de herstructureringsdeskundige bevestigend te worden beantwoord.

##### *Reorganisatiewaarde (II)*

4.3. [schuldenares] voert aan dat BFI, die volledig onafhankelijk is, tot een reorganisatiewaarde van tenminste € 190,5 miljoen concludeert. De reorganisatiewaarde overstijgt derhalve ruimschoots de nominale schuld van [schuldenares], die momenteel circa € 118 miljoen bedraagt. De reorganisatiewaarde ligt volgens [schuldenares] zelfs nog hoger. BFI heeft immers ten onrechte, althans onvoldoende rekening gehouden met een aantal factoren en/of onjuiste uitgangspunten gehanteerd ten aanzien van de vrije kasstromen, overtollige kaspositie, disconteringsvoet en *trading multiple analyse*. [schuldenares] is echter van mening dat deze discussie irrelevant is, daar vast staat dat de reorganisatiewaarde van [schuldenares] in haar aandelen 'breekt', zoals terecht door de herstructureringsdeskundige is opgemerkt. Dit betekent dat de aandelen een significante (economische) waarde vertegenwoordigen. [schuldenares] is van mening dat de rechtbank, gelet op de uitgangspunten van het ontwerp akkoord waarbij alle schuldeisers integraal voldaan worden, geen uitspraak hoeft te doen over een concreet bedrag van de reorganisatiewaarde. [schuldenares] meent dan ook primair dat de rechtbank kan volstaan met de constatering dat de reorganisatiewaarde van [schuldenares] de schulden ruimschoots overstijgt (in de aandelen "breekt"), althans dat in elk geval geen partij aan de reorganisatiewaarde de bevoegdheid, het recht of een belang kan ontlenen om zich tegen het voorgenomen akkoord van [schuldenares] te keren. Subsidiair meent [schuldenares] dat haar reorganisatiewaarde tenminste € 252,7 miljoen dan wel € 269,8 miljoen bedraagt, maar voor zover nodig sluit zij zich (ook) aan bij het standpunt van de herstructureringsdeskundige dat de reorganisatiewaarde tenminste € 190,5 miljoen bedraagt. [schuldenares] merkt daarbij op dat de reorganisatiewaarde er op dit moment als zodanig nog niet is. De reorganisatiewaarde ontstaat enkel als er een oplossing komt voor de tijdelijke liquiditeitsproblemen van [schuldenares] en deze wordt pas gerealiseerd als het WHOA-traject succesvol doorlopen is. Er is op dit moment dus geen reorganisatiewaarde beschikbaar, laat staan uitkeerbaar in contanten, zoals [schuldeiser 1] lijkt te menen.

4.4. Met betrekking tot de vraag over de wijzigingen van de Kredietovereenkomst is het voor [schuldenares] onduidelijk waar deze vragen concreet op zien. Nu [schuldenares] duidelijk is geworden dat de vraag of de wijzigingen van de Kredietovereenkomst onderdeel uit kunnen maken van een akkoordprocedure in *abstracto* aan de rechtbank wordt voorgelegd, meent zij dat dit mogelijk is. [schuldenares] is het eens met de vorm van de voorgestelde wijzigingen, maar zij is het niet eens met de invulling die daaraan wordt gegeven door de herstructureringsdeskundige. [schuldenares] meent dan ook dat deze vraag in *abstracto* door de rechtbank bevestigend kan worden beantwoord; de herstructureringsdeskundige maakt immers ook zelf expliciet het voorbehoud dat de voorstellen inhoudelijk nog zullen wijzigen. [schuldenares] sluit zich dan ook aan bij het standpunt van de herstructureringsdeskundige.

De suggestie van [schuldeiser 1] dat in het kader van de voorgestelde wijzigingen, onder meer het oprollen van de rentebetalingen, enkel iets van haar wordt gevraagd, is aantoonbaar onjuist. Onder meer tientallen verhuurders van [schuldenares] hebben voor opvolgende periodes significante huurverplichtingen afgeschreven (huurkorting) en enkele andere contractspartijen van [schuldenares] hebben ingestemd met een (gespreid) uitstel van betaling, zonder daarvoor overigens een vergoeding te ontvangen. Ook de aandeelhouders hebben bijgedragen aan een oplossing door vorig jaar risicodragend kapitaal te storten en zij zijn bereid om opnieuw bij te dragen. Van een zogenaamde *free ride* ten koste van [schuldeiser 1] is dan ook geen sprake.

Ook de stelling van [schuldeiser 1] dat zij onder het ontwerp akkoord zou worden gedwongen om door te financieren boven op de huidige looptijd van de lening, is niet juist. De afgesproken looptijd blijft in stand. Ook de stelling van [schuldeiser 1] dat er niet langer sprake is van een kredietrelatie, omdat de lening reeds is opgeëist, doet niet terzake. [schuldeiser 1] heeft nog steeds een vordering op [schuldenares]. Als het standpunt van [schuldeiser 1] zou worden gevolgd zouden bedrijfsmatige financiers alsnog via de achterdeur een *cash out* optie kunnen afdwingen, in weerwil van de expliciete bedoelingen van de wetgever. Zoals de herstructureringsdeskundige terecht stelt, bestaat er voor schuldeisers zoals [schuldeiser 1] onder de WHOA geen recht op uitkering in contanten, laat staan voor een bedrag gelijk aan de reorganisatiewaarde.

4.5. Voorts wenst de herstructureringsdeskundige als onderdeel van het voorgestelde akkoord aan [schuldeiser 4] een uitstel van betaling van de hoofdelijke belastingschuld van [schuldenares] en haar groepsmaatschappijen voor te stellen, op een wijze die (goeddeels) aansluit bij de regeling "Besluit Noodmaatregelen Coronacrisis" en hij vraagt de rechtbank of deze voorgestelde wijzigingen aan de daarvoor geldende wettelijke vereisten voldoen. [schuldenares] sluit zich aan bij het standpunt van de herstructureringsdeskundige terzake. De stelling van [schuldeiser 1] dat [schuldeiser 4] een kunstmatige stemgerechtigde schuldeiser is en deelname aan de stemming over het akkoord misbruik van bevoegdheid zou opleveren wordt betwist. [schuldeiser 4] heeft nog steeds recht op volledige en directe betaling door [schuldenares]. Als onderdeel van een akkoord wordt hem gevraagd in te stemmen met enig uitstel daarvan, conform de geldende beleidsregels. Daarmee is hij per definitie stemgerechtigd onder het akkoord, want zijn rechten worden als onderdeel van het akkoord gewijzigd.

4.6. De herstructureringsdeskundige overweegt verder om een "beperkte" aanpassing van bestaande zeggenschapsrechten voor te stellen als onderdeel van het akkoord, ter "borging van een solide en evenwichtige *governance* ter bevordering van de realisatie van de reorganisatiewaarde". Daarvoor wil de herstructureringsdeskundige [schuldeiser 1] het recht geven om een commissaris dan wel een bestuurder bij [schuldenares] te laten benoemen en gezien de twijfel over de rechtsgeldigheid van deze opties, verzoekt hij de rechtbank hierover een uitspraak te doen. [schuldenares] is van mening dat deze vraag ontkennend moet worden beantwoord. Het ontnemen van zeggenschapsrechten van – afgezet tegen de reorganisatiewaarde – *in the money* aandeelhouders en het toekennen daarvan aan schuldeisers, kan geen onderdeel uitmaken van een akkoordvoorstel. Een akkoordprocedure ziet alleen op het herstructureren van

vermogensrechten, in het bijzonder schulden, waaronder begrepen de overige elementen aan de passieve kant van de balans. Dat een akkoord indirect ook gevolgen kan hebben voor zeggenschapsrechten is correct, maar dat is beperkt tot – en vloeit enkel en alleen voort uit – het feit dat zulke zeggenschapsrechten gekoppeld kunnen zijn aan de financiële rechten van aandeelhouders. Dat betekent echter niet dat deze zeggenschapsrechten daarmee ook direct onderwerp kunnen zijn van een akkoord. De benoeming en het ontslag van een bestuurder of commissaris, of de aanpassing van andere niet-financiële zeggenschapsrechten van aandeelhouders, vallen volgens [schuldenares] niet onder de reikwijdte van de inhoud van een akkoord. De wet voorziet ook niet in deze mogelijkheid. De akkoordprocedure is een *debtor-in-possession* procedure, van welk uitgangspunt niets zou overblijven als derden (ook) veranderingen in de *governance* en het – uitvoerend of toeziend – bestuur zouden kunnen verlangen. Bovendien is er ook geen enkele reden of noodzaak voor wijzigingen in de *governance*.

[schuldenares] bedrukt dat zij slechts door de COVID-19 pandemie in liquiditeitsnood is geraakt.

[schuldeiser 1] zal als onderdeel van het akkoord volledig worden terugbetaald en de nakoming daarvan is voldoende gewaarborgd.

#### *Nakoming (IV)*

- 4.7. In zijn verzoekschrift vraagt de herstructureringsdeskundige de rechtbank een uitspraak te doen of nakoming van het ontwerp akkoord voldoende is gewaarborgd in de zin van artikel 384 lid 2 sub e Fw. De herstructureringsdeskundige stelt dat dit het geval is. [schuldenares] ondersteunt het standpunt van de herstructureringsdeskundige en zij sluit zich daarbij aan. Ten overvloede merkt [schuldenares] op dat voornoemd artikel slechts een marginale toets behelst. Er moet enkel gekeken worden of het redelijkerwijs aannemelijk is dat het voorgenomen akkoord nagekomen kan worden. Blijkt dat summierlijk, dan heeft een schuldeiser geen belang zich te verzetten tegen een dergelijk akkoord of nog meer eisen te stellen aan de inhoud daarvan. Dat deze eis zo geïnterpreteerd dient te worden volgt bovendien uit de wetsgeschiedenis, jurisprudentie (vergelijk met een surseanceakkoord) en de literatuur.

#### *Klassenindeling (V)*

- 4.8. Met betrekking tot de vraag van de herstructureringsdeskundige over de klassenindeling merkt [schuldenares] op dat de rechtbank in haar beschikking van 5 augustus 2021 zich reeds heeft uitgelaten over de (voorgenomen) klassenindeling, bestaande uit, ieder afzonderlijk, [schuldeiser 2], [schuldeiser 4] en [schuldeiser 1]. De herstructureringsdeskundige is thans voornemens om ook de rechten van [schuldenares] te wijzigen en hij stelt voor deze entiteit ook als stemgerechtigde klasse aan te merken in zijn ontwerpakkoord. [schuldenares] is evenwel van mening dat, zoals eerder door haar is aangevoerd, het in een akkoordprocedure onmogelijk is om de (zeggenschaps)rechten van [schuldenares], een *in the money* aandeelhouder, te wijzigen. Gelet op het bepaalde in artikel 381 lid 3 Fw is het dan ook uitgesloten dat [schuldenares] een (aparte) klasse vormt. De vraag van de herstructureringsdeskundige dient dan ook ontkennend te worden beantwoord.

#### *De stemprocedure (VI)*

- 4.9. [schuldenares] meent dat de voorgenomen stemprocedure aan de wettelijke vereisten voldoet en dat de stemtermijn van 8 dagen redelijk is, hetgeen de herstructureringsdeskundige zelf ook concludeert. Zij sluit zich dan ook aan bij het standpunt van de herstructureringsdeskundige.

#### *Overige afwijzingsgronden (VII)*

- 4.10. Volgens de herstructureringsdeskundige doen zich geen afwijzingsgronden voor, zoals door hem opgesomd in het verzoekschrift. [schuldenares] sluit zich daar aan, met dien verstande dat voor zover het uiteindelijke akkoord ook voorziet in wijziging van de zeggenschapsrechten van [schuldenares] dat in de weg staat aan homologatie. Ook benadrukt [schuldenares] nogmaals dat

zij zich niet kan vinden in de inhoud van de specifieke wijzigingen van de Kredietovereenkomst, doch wel in de vorm daarvan. [schuldenares] heeft immers nog geen onderbouwing, waaronder een *cashflow* analyse, van de herstructureringsdeskundige ontvangen waarop de voorgestelde wijzigingen zijn gebaseerd. [schuldenares] houdt zich daaromtrent alle rechten voor.

## 5 De zienswijze van [schuldeiser 1]

5.1. heeft schriftelijk haar zienswijze uitgebracht en haar standpunten bij de mondelinge behandeling nader toegelicht. Deze komen – samengevat en voor zover relevant – op het volgende neer.

### *Liquidatiewaarde (I)*

5.2. [schuldeiser 1] refereert zich ten aanzien van de vraag over de liquidatiewaarde aan het oordeel van de rechtbank, gezien de (gelijkluidende) uitkomsten van de diverse waarderingsrapporten. Of ook is voldaan aan de *best interest of creditors test*, dat kan [schuldeiser 1] op dit moment nog niet vaststellen, nu zij hiervoor over onvoldoende informatie, met name ten aanzien van de liquiditeitsprognose van [schuldenares], beschikt. Dit aspect dient voor dit moment te worden afgewezen.

### *Reorganisatiewaarde (II)*

5.3. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank te bepalen dat de waarde die naar verwachting kan worden gerealiseerd als het ontwerp akkoord tot stand zou komen (de reorganisatiewaarde) € 190,5 miljoen is en te bepalen dat het ontwerp akkoord op dit punt de relevante informatie omvat zoals bedoeld in artikel 375 lid 1 sub e en g Fw. [schuldeiser 1] betwist dat de reorganisatiewaarde op een dergelijk hoog bedrag ligt. Dit zou betekenen dat de onderneming meer waard is dan ooit tevoren. [schuldeiser 1] merkt op dat het rapport van BFI fundamentele gebreken en onjuistheden vertoont. Het rapport is gegrond op onrealistische aannames, de gehanteerde uitgangspunten zijn onjuist, en vertoont methodologische fouten, zoals toegelicht in de zienswijze van [schuldeiser 1]. Ook wordt de omvang van het liquiditeitstekort van [schuldenares] miskend. Dit houdt verband met de terug te betalen NOW-gelden en de te betalen compensatie aan leden. Bovendien wordt de COVID-19 pandemie volledig genegeerd en wordt ten onrechte getracht de effecten daarvan te elimineren. In haar onafhankelijke opinie heeft [bedrijf 3] reeds bezwaar gemaakt tegen de uitkomst van de reorganisatiewaarde in het BFI-rapport. Volgens [schuldeiser 1] bedraagt de reorganisatiewaarde ongeveer € 110 miljoen, zoals volgt uit de rapporten van [bedrijf 3] en FTI. [schuldeiser 1] verzoekt de rechtbank dan ook om het verzoek de reorganisatiewaarde vast te stellen op € 190,5 miljoen af te wijzen.

### *Wijzigingen van rechten en compensatie (III)*

5.4. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank *in abstracto* te bepalen dat de voorgestelde wijzigingen van de Kredietovereenkomst via het akkoord mogelijk zijn en – voor zover relevant – ook beantwoorden aan de prioriteitsregel van artikel 384 lid 4 sub b Fw, zulks wat betreft [schuldeiser 1] ter zake de *senior* schuld, maar ook ter zake de wijze waarop de *super senior* schuld in het ontwerp akkoord zal worden meegenomen. [schuldeiser 1] heeft hiertegen materiële bezwaren. [schuldeiser 1] heeft haar vordering voor het begin van het WHOA-traject, althans voordat zij met dit traject bekend werd, volledig opgeëist. Er bestaat dus geen actieve relatie meer tussen [schuldeiser 1] en [schuldenares]. Nu [schuldeiser 1] volledig *in the money* is wat betreft de reorganisatiewaarde, heeft zij recht op integrale aflossing. Het ontwerp akkoord voorziet daar niet in. Uit het ontwerp akkoord volgt dat [schuldeiser 1] gedwongen wordt een nieuw krediet aan te bieden dan wel tegen zeer ongunstige voorwaarden door te financieren,

waarbij de aandeelhouder niet wordt gevraagd kapitaal te investeren en dus een *free ride* krijgt, ondanks de gestelde hoogte van de reorganisatiewaarde. Dit is onverenigbaar met de prioriteitsregel. Als [schuldeiser 1] al gedwongen kan worden krediet te verstrekken, dan moeten de voorwaarden op zijn minst verzekeren dat [schuldeiser 1] niet in een slechter positie komt dan waarin zij zich nu bevindt. Het huidige ontwerp akkoord voorziet daar (ook) niet in. In het ontwerp akkoord is niet genoemd wat voor compensatie [schuldeiser 1] ontvangt in ruil voor het door haar geleden nadeel en nog te lopen risico. Daarnaast laat de herstructureringsdeskundige (belangrijk) lager dan [schuldeiser 1] gerangschikte schuldeisers buiten het akkoord, zoals verhuurders en overige concurrente schuldeisers. Zij zouden volledig worden voldaan. Het kan niet zo zijn dat alleen van [schuldeiser 1] een offer wordt gevraagd. Gelet op het voorgaande, is [schuldeiser 1] van mening dat niet aan de prioriteitsregel wordt voldaan. [schuldeiser 1] merkt op dat het ontwerp akkoord een stap in de goede richting is, maar dat deze nog een aantal fundamentele mankementen kent, zowel wat betreft de opzet als de ontbrekende informatie. Zolang deze niet zijn geadresseerd, is het voorbarig hierover een oordeel te geven. Het verzoek van de herstructureringsdeskundige aan de rechtbank om te oordelen dat het ontwerp akkoord aan de prioriteitsregel voldoet is prematuur en dient te worden afgewezen.

5.5. Voorts verzoekt de herstructureringsdeskundige te bepalen dat de wijziging van de belastingvordering als omschreven in het verzoekschrift via het ontwerp akkoord in casu als zodanig kan worden gerealiseerd en ook beantwoordt aan de prioriteitsregel van artikel 384 lid 4 sub b Fw, voor zover deze wijziging aansluit bij de regeling "Besluit Noodmaatregelen Coronacrisis". [schuldeiser 1] stelt voorop dat in het ontwerp akkoord vier klassen worden voorgesteld: [schuldeiser 4], de *super senior* schuldeiser, de *senior* schuldeisers en de aandeelhouders. [schuldeiser 1] heeft ernstige bezwaren om [schuldeiser 4] als stemgerechtigde schuldeiser aan te merken en in een klasse in te delen. Immers van een wijziging van de rechten van [schuldeiser 4] onder het ontwerp akkoord is geen sprake, zodat aan hem geen stemrecht toekomt. Hetgeen aan [schuldeiser 4] wordt aangeboden, kan gelet op genoemd besluit, ook buiten de WHOA worden gerealiseerd. Er is derhalve geen reden om [schuldeiser 4] in het akkoord te betrekken. Ook wordt met de indeling van [schuldeiser 4] een aparte klasse, een voorstemmende klasse gegarandeerd, terwijl [schuldeiser 4] geen materieel of economisch belang heeft bij de totstandkoming van een akkoord. Het betrekken van [schuldeiser 4] bij het akkoord leidt tot een uitholling van de positie van [schuldeiser 1] als stemgerechtigde schuldeiser met een aanzienlijk belang bij de uitkomst van een akkoord, als gevolg waarvan zij onevenredig in haar belangen wordt geschaad. [schuldeiser 1] meent dan ook dat [schuldeiser 4] niet dient te worden toegelaten als stemgerechtigde schuldeiser in de zin van artikel 381 lid 3 Fw.

5.6. Voorts verzoekt de herstructureringsdeskundige te bepalen dat de in het verzoekschrift toegelichte wijzigingen van zeggenschapsrechten mogelijk zijn via een WHOA-akkoord en in casu ook niet aan homologatie in de weg staan. [schuldeiser 1] deelt de mening van de herstructureringsdeskundige dat wijzigingen in de *governance* via het akkoord mogelijk zijn en de voorgestelde wijzigingen vallen binnen de reikwijdte van de WHOA ingevolge artikel 370 lid 1 Fw. [schuldeiser 1] is van mening dat de voorgestelde wijzigingen (enigszins) recht doen aan de prioriteitsregel, nu onder het akkoord een zware wijziging van de rechten van [schuldeiser 1] wordt opgedrongen, en zij hiermee meer controle krijgt, hetgeen is te rechtvaardigen nu zij ook het meeste risico loopt als schuldeiser met de grootste vorderingen. [schuldeiser 1] heeft bovendien geen vertrouwen in het huidige bestuur en de onafhankelijkheid van de raad van commissarissen.

#### *Nakoming (IV)*

5.7. De herstructureringsdeskundige verzoekt te bepalen dat de nakoming van het ontwerp akkoord, als het een gehomologeerd akkoord zou zijn, voldoende is gewaarborgd in de zin van artikel 384 lid 2 sub e Fw, althans dat er thans geen reden is om hieraan te twijfelen.

[schuldeiser 1] stelt dat dit niet valt vast te stellen. Onduidelijk is hoe [schuldenares] in haar

onmiddellijke behoefte aan liquiditeit zal voorzien. Een gespecificeerd liquiditeitsconvenant en een liquiditeitsanalyse ten aanzien van [schuldenares] ontbreken tot op heden. Het verzoek dient derhalve te worden afgewezen.

#### *Klassenindeling (V)*

- 5.8. [schuldeiser 1] heeft, anders dan het bezwaar dat [schuldeiser 4] geen klasse kan zijn, geen bezwaar tegen de klassenindeling zoals opgenomen in het ontwerp akkoord.

#### *De stemprocedure (VI)*

- 5.9. [schuldeiser 1] refereert zich ten aanzien van de vraag van de herstructureringsdeskundige over de stemprocedure aan het oordeel van de rechtbank. Onder schetsing van een eigen tijdlijn van het verdere verloop van het WHOA-traject verzoekt [schuldeiser 1] dit in een procesafpraak te vervatten.

#### *Overige afwijzingsgronden (VII)*

- 5.10. [schuldeiser 1] heeft tegen de vraag van de herstructureringsdeskundige, of het ontwerp akkoord op basis van de informatie die thans beschikbaar is niet strijdig is met de afwijzingsgronden genoemd in artikel 384 Fw, een aantal bezwaren. [schuldeiser 1] maakt bezwaar tegen het verzoek nu reeds vast te stellen dat sprake is van een pre-insolventietoestand en dat ten aanzien van het ontwerp akkoord geen informatie zou ontbreken. Daargelaten dat het definitieve akkoord nog ontbreekt, ontbreekt ook informatie om vast te stellen of het akkoord voldoet aan de prioriteitsregel en of nakoming is gegarandeerd. Anders dan de bezwaren die [schuldeiser 1] heeft tegen het opnemen van [schuldeiser 4] als stemgerechtigde schuldeiser, is voor zover [schuldeiser 1] bekend geen sprake van bedrog of oneerlijke middelen. Wel meent [schuldeiser 1] dat de aandeelhouder onder het huidige ontwerp akkoord wordt bevoordeeld (begunstiging). [schuldeiser 1] kan voorts niet vaststellen of zij slechter af is bij een akkoord dan in een faillissement, omdat het definitieve akkoord ontbreekt. Volgens [schuldeiser 1] is er geen afwijking van de '20% regel', maar het huidige akkoord wijkt wel af van de prioriteitsregel, zoals door haar is gesteld. [schuldeiser 1] heeft geen recht op een *cash out*, maar zij heeft, gelet op het feit dat de gestelde reorganisatiewaarde 'breekt' boven haar vordering en zij de vordering al vóór de WHOA procedure heeft opgeëist, wel recht op integrale voldoening van haar vordering. Voorts is onduidelijk of onder het akkoord aandelen worden aangeboden aan [schuldeiser 1] en zo ja, dan dient haar eveneens een uitkering in een andere vorm te worden gedaan. Dit blijkt thans niet uit het ontwerp akkoord.

## **6 De zienswijze van [schuldeiser 2]**

- 6.1. heeft schriftelijk een zienswijze ingediend en haar standpunten ter behandeling nader toegelicht. Zij heeft daarbij te kennen gegeven zich te zullen beperken tot een aantal door de herstructureringsdeskundige gestelde vragen. Deze komen – samengevat en voor zover relevant – op het volgende neer.
- 6.2. Rabobank merkt op dat de herstructureringsdeskundige in het bij het verzoekschrift gevoegde ontwerp akkoord voorstelt om de rechten van de *super senior* en *senior* schuldeisers te wijzigen en hiervoor (deels) een compensatie aan te bieden. Er wordt onder meer voorgesteld om verschuldigde rentebetalingen op te rollen en in gelijke delen terug te betalen. Dit alles zal

uiteindelijk van invloed zijn op de binnen de onderneming beschikbare liquiditeit. Voorts merkt de herstructureringsdeskundige in zijn verzoek op dat er nog onvoldoende zicht is op de liquiditeitsimpact van de vergoeding aan de leden van [schuldenares] die gedurende de tweede *lockdown* wel contributie hebben betaald, maar geen gebruik hebben kunnen maken van de faciliteiten. Ook is er nog onduidelijkheid over de impact van een mogelijke NOW terugbetalingsverplichting. Het is voor [schuldeiser 2] niet in te schatten of de in het ontwerp akkoord opgenomen maatregelen in financieel opzicht haalbaar zijn, omdat tot op heden een gedetailleerde liquiditeitsbegroting ontbreekt, terwijl dit wel van wezenlijk belang is voor [schuldeiser 2] voor het op de juiste wijze kunnen uitoefenen van haar stemrecht. Ook het oprollen van de renteverplichtingen en de rentevergoeding zorgt voor een verhoging van de liquiditeitsdruk. [schuldeiser 2] stelt dat in het ontwerp akkoord aan de liquiditeitsdruk – ten onrechte – onvoldoende aandacht is besteed.

6.3. [schuldeiser 2] merkt voorts op dat het ontwerp akkoord voorziet in wijzigingen van de Kredietovereenkomst die zowel de positie van de *senior* als de *super senior* schuldeiser raken. De door de herstructureringsdeskundige voorgestelde wijzigingen leiden voor beide klassen schuldeisers tot een hoger risico profiel. In het ontwerp akkoord wordt wel voorzien in een compensatie voor de *senior* schuldeisers, maar niet voor de *super senior*. Ook voor de *super senior* zou volgens [schuldeiser 2] een compensatie moeten plaatsvinden. Voorts ontbreekt volgens [schuldeiser 2] een financiële bijdrage van de aandeelhouders onder het akkoord. Zij worden slechts geconfronteerd met een geringe wijziging in hun zeggenschapsrechten. Rabobank meent dat dit niet evenwichtig is en geen recht doet aan de economische werkelijkheid, te meer nu de waarde van de onderneming lijkt te “breken” in de aandelen. Indien de aandeelhouders niet bereid zijn tot een substantiële financiële bijdrage, waarmee een verdere toename van de schuld, waaronder het oprollen van de rente en een verhoging van de marges kan worden voorkomen, dan zou er gekeken moeten worden naar een *debt for equity swap*. Hiermee zouden de financieringslasten ook op langere termijn voor de onderneming dragelijk worden gehouden en voorkomen kunnen worden dat nakoming van het ontwerp akkoord niet voldoende is gewaarborgd. [schuldeiser 2] verzoekt de rechtbank om de herstructureringsdeskundige op te dragen onderzoek te doen naar, en met voorstellen te komen voor, een mogelijke financiële bijdrage van de aandeelhouders dan wel de mogelijkheid van een *debt for equity swap*.

## **7 De zienswijze van [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6]**

- 7.1. [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6] hebben schriftelijk hun zienswijze uitgebracht en hun standpunten ter behandeling nader toegelicht. Dit komt –samengevat en voor zover relevant – op het volgende neer.
- 7.2. [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6] steunen de inhoud van de zienswijze die [schuldenares] heeft uitgebracht. In aanvulling daarop wensen zij het volgende naar voren te brengen. De herstructureringsdeskundige gaat er in zijn verzoekschrift ten onrechte van uit dat [bedrijf 4] tot een reorganisatiewaarde van € 186,3 miljoen is gekomen. Op basis van de thans beschikbare informatie, in het bijzonder het rapport van Roland Berger, komt [bedrijf 4] tot een waardering van de reorganisatiewaarde van [schuldenares] van € 252,7 miljoen. Zij komt tot deze waardering door de waarderingsmethodiek van BFI op hoofdlijnen te volgen en een aantal noodzakelijk correcties aan te brengen op punten waarop BFI onjuiste waarderingsuitgangspunten hanteert. [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6] menen dat het echter niet noodzakelijk is om de precieze omvang van de reorganisatiewaarde vast te stellen; in het voorliggende ontwerp akkoord is het voldoende om vast te stellen dat die waarde significant hoger is dan de totale omvang van de schuld, ook gezien het feit dat onder het ontwerp akkoord geen verwatering van het belang van de aandeelhouder (en dus de indirecte aandeelhouders) plaatsvindt. Subsidiair kan worden

volstaan met de vaststelling dat de reorganisatiewaarde tenminste

€ 190,5 miljoen bedraagt. Indien later blijkt dat het belang van de aandeelhouder onder het akkoord alsnog zou verwateren, behouden [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6] zich het recht voor om aan te tonen dat de reorganisatiewaarde significant hoger ligt, namelijk circa € 252 miljoen. De stelling van [schuldeiser 1] dat, gezien de hoogte van de reorganisatiewaarde, het voor [schuldenares] eenvoudig zou moeten zijn om herfinanciering te vinden en zij dan ook [schuldeiser 1] zou kunnen uitkopen miskent de werkelijkheid. De reorganisatiewaarde valt pas na herstructurering te realiseren. [schuldeiser 1] wil, gezien het feit dat de liquidatiewaarde van [schuldenares] in haar schuld 'breekt', de onderneming naar zich toe trekken. In dat geval zou de reorganisatiewaarde geheel aan haar toekomen; hetgeen niet de bedoeling van de WHOA is. Het doel van de WHOA is de onderneming te stabiliseren, de schulden te herstructureren om zo de reorganisatiewaarde te houden en/of te realiseren en uitwinning juist tegen te gaan. Voorts begrijpen [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6] de discussie over de prioriteitsregel niet. De direct opeisbare vorderingen van [schuldeiser 1] vallen onder het akkoord. Zij krijgt onder het akkoord een schuldtitel, gelijk aan de waarde van haar vorderingen. Het is evident dat [schuldeiser 1] geen recht heeft op *cash*.

7.3. De door de herstructureringsdeskundige voorgestelde wijzigingen van de zeggenschapsstructuur achten [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6] onwenselijk, nog los van de vraag of dit juridisch mogelijk is op basis van een akkoord. De verhouding tussen [schuldenares] en [schuldeiser 3] enerzijds en [schuldeiser 1] anderzijds is, onder meer door pogingen van [schuldeiser 1] om de onderneming door middel van uitwinning naar zich toe te trekken, grondig verstoord. De voorstellen van de herstructureringsdeskundige leiden tot (nog meer) animositeit en geven aanleiding tot een bron van conflict binnen [schuldenares], wat schadelijk is voor het herstel en de toekomst van [schuldenares]. Daarnaast doorkruisen de voorgestelde wijzigingen de afspraken die zijn gemaakt in de bestaande aandeelhoudersovereenkomst en de daarop aansluitende statuten. [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6] zijn van mening dat om deze materiële redenen de voorgestelde wijzigingen in de zeggenschapsstructuur dienen te worden afgewezen.

7.4. [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6] benadrukken voorts dat zij terecht als (economisch) belanghebbenden zijn aangemerkt in deze procedure. Zij zijn (indirect) minderheidsaandeelhouders van [schuldenares]. Zij zien echter geen redenen voor wijzigingen van de rechten van de directe of indirecte aandeelhouders. Voor zover het aangeboden akkoord geen wijzigingen in de bestaande rechten van de (indirecte) aandeelhouders met zich brengt, hoeven zij niet in de stemming en de klassenindeling te worden betrokken. Mocht er in de aandelen van [schuldenares] enige wijziging worden aangebracht, dan zijn het de uiteindelijke (indirecte) aandeelhouders die op het akkoord moeten kunnen stemmen, en daartoe in de klassenindeling moeten worden betrokken, en niet [schuldenares], die immers een lege tussenhouding is.

## **8 De zienswijze van [schuldeiser 3]**

8.1. heeft schriftelijk haar zienswijze uitgebracht en haar standpunten ter behandeling nader toegelicht. Deze komt –samengevat en voor zover relevant – op het volgende neer.

8.2. [schuldeiser 3] stelt voorop dat de vraag van de herstructureringsdeskundige over de juridische mogelijkheid om de door hem voorgestelde wijzigingen van aandeelhoudersrechten door te voeren, ontkennend moet worden beantwoord. Zoals uitgebreid is toegelicht door [schuldenares] in haar zienswijze, bij welke zienswijze [schuldeiser 3] zich aansluit, ziet een akkoordprocedure als deze alleen op het herstructureren van schulden. Een akkoord kan weliswaar indirect ook gevolgen hebben voor zeggenschapsrechten, maar dat kan alleen het geval zijn indien de



zeggenschapsrechten van aandeelhouders zijn gekoppeld aan de financiële rechten van diezelfde aandeelhouders. Die financiële rechten kunnen in het algemeen worden aangetast door een akkoord, waardoor de daaraan gekoppelde zeggenschapsrechten automatisch ook worden aangetast. Een en ander betekent niet dat zeggenschapsrechten van aandeelhouders ook direct en zelfstandig onderwerp kunnen zijn van een akkoord. De benoeming en het ontslag van een bestuurder of commissaris, of de aanpassingen van andere zeggenschapsrechten van aandeelhouders, valt niet onder de reikwijdte van de inhoud van een akkoord. [schuldeiser 3] stelt dan ook dat de door de herstructureringsdeskundige voorgestelde wijzigingen van aandeelhoudersrechten niet mogelijk zijn via een WHOA-akkoord. Los van de juridische onmogelijkheid hiervan is het vanuit het perspectief van het belang van [schuldenares] voor [schuldeiser 3] niet te begrijpen dat de herstructureringsdeskundige thans aan de *governance* lijkt te willen sleutelen, waarbij de herstructureringsdeskundige stelt dat dit is "ter borging van een solide en evenwichtige *governance* ter bevordering van de realisatie van de reorganisatiewaarde". Hoewel de herstructureringsdeskundige tot een reorganisatiewaarde van tenminste € 190,5 miljoen concludeert, lijkt hij de reorganisatiewaarde nu voorwaardelijk te maken aan de voorgestelde wijziging van aandeelhoudersrechten. Die tournure acht [schuldeiser 3] onbegrijpelijk en iedere onderbouwing daarvan ontbreekt. Een en ander volgt ook niet uit de rapporten van Roland Berger en BFI. Beide rapporten zijn juist opgesteld met als uitgangspunt dat geen wijziging in de *governance* zal plaatsvinden. De voorgestelde wijzigingen zijn derhalve niet onderzocht, laat staan ondersteund door een onafhankelijke deskundige. Ook betwist [schuldeiser 3] dat het wijzigen van de zeggenschapsrechten van aandeelhouders op enige wijze zou kunnen bijdragen aan de realisatie van reorganisatiewaarde. Zowel de raad van commissarissen als de raad van bestuur dienen ten alle tijden in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming te handelen en hebben dat ook altijd gedaan. Daartegenover staat dat is gebleken dat [schuldeiser 1] niet het belang van de onderneming, maar haar eigen belang vooropstelt. Het onteigenen van de zeggenschapsrechten van aandeelhouders met als doel die toe te kennen aan een partij die de onderneming juist steevast naar zich toe heeft willen trekken, kan bezwaarlijk worden gezien als in het belang van [schuldenares] en de aan haar verbonden onderneming. [schuldeiser 3] acht de voorgestelde wijzigingen dan ook overbodig om tot een eerlijk, redelijk en uitvoerbaar akkoord te komen. Dat het voorstel van de herstructureringsdeskundige eerlijk en redelijk is, omdat iedereen volledig terugbetaald zal worden, concludeert hij zelf ook. Nakoming van het akkoord is, gelet op de door BFI uitgevoerde waardering, in elk geval voldoende gewaarborgd. [schuldeiser 3] concludeert dan ook dat zonder in te grijpen in de rechten van aandeelhouders, het akkoord eerlijk, redelijk en uitvoerbaar is.

8.3. [schuldeiser 3] is van mening dat de contouren van het momenteel voorliggende ontwerp akkoord haar (nog steeds) als redelijk voorkomen, met uitzondering van de voorgestelde wijzigingen in de *governance*. Daarbij merkt [schuldeiser 3] op dat nog niet alle relevante cijfers en analyses door de herstructureringsdeskundige zijn gemaakt of gedeeld, zodat zij op dit moment nog geen oordeel kan vormen over de voorgestelde wijzigingen van de Kredietovereenkomst. Desalniettemin meent [schuldeiser 3] dat een akkoord langs deze lijnen, in *abstracto*, recht doet aan de gerechtvaardigde belangen van [schuldenares] en al haar *stakeholders*. [schuldeiser 1] stelt zich volgens [schuldeiser 3] op als een zogenoemde *hold-out* schuldeiser die haar positie als zekerheidsgerechtigde schuldeiser aanwendt om redelijke oplossingen te blokkeren. Het ontwerp akkoord is gezien de omstandigheden redelijk en rechtvaardig, ook jegens [schuldeiser 1] : zij zal volledig worden terugbetaald, met slechts een tijdelijk uitstel van rentebetalingen, waarvoor zij bovendien gecompenseerd zal worden. [schuldeiser 3] vertrouwt erop dat langs die lijnen op korte termijn een akkoord tot stand kan worden gebracht.

## 9 De zienswijze van [schuldeiser 4]

- 9.1. heeft bij zienswijze van 16 augustus 2021 zijn standpunten ten aanzien van het verzoek kenbaar gemaakt. Deze komen – samengevat en voor zover relevant – op het volgende neer.
- 9.2. [schuldeiser 4] geeft te kennen dat wat betreft de waarderingen hij zich aansluit bij het rapport over de waarderingen opgesteld door BFI, die onafhankelijk en onpartijdig is. Dit rapport is in vergelijking met de andere rapporten op de voor [schuldeiser 4] meest transparante wijze, en met toepassing van hoor en wederhoor, tot stand gekomen. Het ontwerp akkoord voorziet erin dat de fiscale schuld, de *super senior* schuld en de *senior* schuld integraal worden voldaan. Voor wat betreft de fiscale schuld wordt daarbij aangeknoopt bij het uitstelkader zoals neergelegd in het “Besluit noodmaatregelen coronacrisis”. Dat komt neer op een regeling van 60 gelijke maanden, gerekend vanaf 1 oktober 2022. De invorderingsrente bedraagt thans 0,01% en dat tarief wordt de komende jaren weer stapsgewijs verhoogd naar het “oude” percentage van 4%. In dat licht, en van een afstand bekeken, komen de voorgestelde wijzigingen van de Kredietovereenkomst (door de herstructureringsdeskundige aangeduid als “marktconform”) [schuldeiser 4] niet onredelijk voor. Over het debat op detailniveau zal [schuldeiser 4] zich niet uitlaten. [schuldeiser 4] heeft geen aanleiding om te twijfelen dat het ontwerp akkoord niet zou kunnen worden nagekomen. Ook van andere “contra indicaties” is hem niet gebleken. Alles overwegend meent [schuldeiser 4] dat de door de herstructureringsdeskundige verzochte verklaringen voor recht kunnen worden afgegeven.

## 10 De beoordeling

- 10.1. De rechtbank zal per onderdeel over de door de herstructureringsdeskundige gestelde vragen een oordeel geven.

### *Liquidatiewaarde (I)*

- 10.2. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank te bepalen dat de opbrengst die naar verwachting bij een vereffening van het vermogen van [schuldenares] in faillissement kan worden gerealiseerd (de liquidatiewaarde) tussen de € 49,4 miljoen en € 69 miljoen is en het ontwerp akkoord op dit punt de relevante informatie omvat zoals bedoeld in artikel 375 lid 1 sub f en g Fw. De rechtbank stelt vast dat hiertegen door partijen geen verweer is gevoerd; partijen zijn het hier over eens. De rechtbank bepaalt dan ook dat de liquidatiewaarde tussen de € 49,9 miljoen en 69 miljoen ligt en het ontwerp akkoord op dit punt de relevante informatie bevat zoals bedoeld in voornoemd artikel. Ten aanzien van de vraag of is voldaan aan de *best interest of creditors test* wordt verwezen naar r.ov. 10.18.

### *Reorganisatiewaarde (II)*

- 10.3. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank te bepalen dat de waarde die naar verwachting kan worden gerealiseerd als het ontwerp akkoord tot stand zou komen (de reorganisatiewaarde) € 190,5 miljoen is en te bepalen dat het ontwerp akkoord op dit punt de relevante informatie omvat zoals bedoeld in artikel 375 lid 1 sub e en g Fw. De rechtbank stelt vast dat tussen partijen in geschil is wat de hoogte van de reorganisatiewaarde is. Volgens [schuldeiser 1] is die waarde aanzienlijk lager, gemiddeld ongeveer € 110 miljoen, en volgens [schuldenares] , [schuldeiser 3] , [schuldeiser 5] en [schuldeiser 6] ligt deze waarde aanzienlijk hoger dan € 190,5 miljoen. Partijen twisten onder meer over de door Roland Berger en BFI toegepaste correcties en aannames. Ook wordt betoogd dat methodologische fouten zijn gemaakt en onvoldoende rekening is gehouden met het liquiditeitstekort van [schuldenares] .
- 10.4. De rechtbank stelt voorop dat zowel Roland Berger als BFI – die de reorganisatiewaarde heeft

vastgesteld op basis van de bevindingen van Ronald Berger – onafhankelijke deskundigen zijn; anders dan de andere betrokken deskundigen zijn deze deskundigen niet door een partij met eigen (financiële) belangen bij het akkoord ingeschakeld. Er zijn geen zwaarwegende bezwaren naar voren gebracht ten aanzien van de wijze waarop de beide deskundigen hun werkzaamheden hebben verricht. Evenmin kan uit de door partijen ingenomen stellingen worden afgeleid dat gereede twijfel bestaat over de deskundigheid van beide deskundigen of dat de inhoud van de rapporten niet voldoet aan de daaraan te stellen eisen van onpartijdigheid, consistentie, inzichtelijkheid en logica. Alle partijen zijn voldoende in de gelegenheid gesteld om het concept-rapport van Roland Berger over de analyse van de *business drivers* en het concept-waarderingsrapport van BFI van commentaar te voorzien, welke commentaren ook zijn verwerkt en/of van een reactie zijn voorzien in de definitieve rapporten. Voorafgaand aan en tijdens de zitting is door BFI gemotiveerd gereageerd op de nadere bezwaren tegen de rapporten. Beide rapporten zijn naar het oordeel van de rechtbank deugdelijk onderbouwd. De rechtbank is op basis van het rapport van BFI van oordeel dat voldoende aannemelijk is dat de reorganisatiewaarde van [schuldenares] haar schulden overstijgt, zodat de waarde “in de aandelen breekt”. De exacte hoogte van de reorganisatiewaarde behoeft dan ook niet door de rechtbank te worden vastgesteld, zodat vragen over – bijvoorbeeld – de toepassing van een *small firm premium* niet hoeven te worden beantwoord.

10.5. Verder is de rechtbank van oordeel dat het ontwerp akkoord op dit punt de relevante informatie omvat zoals bedoeld in artikel 375 lid 1 sub e en g Fw. Daar is overigens ook geen verweer tegen gevoerd.

#### *Wijzigingen van rechten en compensatie (III)*

10.6. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank in dit kader in de eerste plaats te bepalen dat de voorgenomen wijzigingen van de Kredietovereenkomst (beschreven onder randnummer 27, I tot en met IX van zijn verzoekschrift) via het akkoord mogelijk zijn en – voor zover relevant – ook beantwoorden aan de prioriteitsregel van artikel 384 lid 4 sub b Fw, zulks wat betreft [schuldeiser 1] ter zake de *senior* schuld, maar ook ter zake de wijze waarop de *super senior* schuld in het ontwerp akkoord zal worden meegenomen. Ter zitting is met partijen besproken dat de rechtbank deze vraag in *abstracto* kan beantwoorden. Het gaat dan om de vraag of een akkoord, waarvan onderdeel is een integrale voldoening van de vordering van [schuldeiser 1] als *senior lender* op de thans geldende uiterste *maturity date*, inclusief betaling van de vooralsnog onbetaald gelaten rentes en met inachtneming van een marktconforme vergoeding, voldoet aan de prioriteitsregel in de situatie waarin de aandeelhouder blijft zitten.

10.7. [schuldeiser 1] meent dat niet is voldaan aan de prioriteitsregel. [schuldeiser 1] stelt in dat verband dat zij, gelet op de gestelde reorganisatiewaarde in verhouding tot haar vorderingen, recht heeft op volledige en directe betaling van haar vorderingen en dat zij niet gedwongen kan worden om te (blijven) financieren. Zij stelt dat zij kennelijk als noodfinancier geacht wordt aan te blijven, terwijl ze daarvoor geen redelijke vergoeding krijgt. Verder stelt [schuldeiser 1] dat andere crediteuren ten onrechte buiten het akkoord worden gehouden.

10.8. Krachtens artikel 384 lid 4 sub b wordt (op verzoek van een tegenstemmende (klasse van) schuldeiser(s)) een verzoek tot homologatie afgewezen als – samengevat – bij de verdeling van de reorganisatiewaarde wordt afgeweken van de rangorde bij verhaal, tenzij daarvoor een redelijke grond bestaat en de betreffende schuldeiser(s) daardoor niet in de belangen wordt geschaad. De door de herstructureringsdeskundige aan de rechtbank voorgelegde vraag in dit verband betreft de positie van [schuldeiser 1] als *senior lender* en die van [schuldeiser 2] als *super senior lender*. De herstructureringsdeskundige heeft terecht tot uitgangspunt genomen dat, nu de reorganisatiewaarde “in de aandelen breekt”, beide schuldeisers recht hebben op volledige voldoening van hun vordering. Bij de reorganisatiewaarde gaat het om de waarde van de onderneming ná homologatie en ná uitvoering van het akkoord; [schuldeiser 1] miskent dat met haar stelling dat zij (nu zij de Kredietovereenkomst heeft opgezegd) recht heeft op een

onmiddellijke en volledige voldoening van haar vordering. Via een akkoord kan de aanspraak van beide schuldeisers (Rabobank en [schuldeiser 1] ) worden geherstructureerd, bijvoorbeeld door hen een schuldinstrument toe te kennen, maar er zijn ook andere wijzen waarop in het akkoord kan worden voorzien in een volledige voldoening van de vordering. Voorwaarde daarbij is dat de contante waarde van hetgeen aan de schuldeisers wordt aangeboden gelijk is aan de hoogte van de vordering van die schuldeisers. Dat betekent in dit geval onder meer dat een marktconforme vergoeding zal moeten worden aangeboden voor – bijvoorbeeld – het feit dat de rentebetalingen zijn en worden opgerold. Indien en voorzover de contante waarde van hetgeen aan de betreffende schuldeisers onder het akkoord wordt aangeboden gelijk is aan de hoogte van hun vordering, is van schending van de prioriteitsregel geen sprake. Nu op dit moment nog onzeker is wat aan de schuldeisers zal worden aangeboden, kan de rechtbank de vraag of aan de prioriteitsregel is voldaan niet in concrete zin beantwoorden. Dat betekent dat aan een groot deel van de bezwaren van [schuldeiser 1] op dit moment voorbij kan worden gegaan. Eventueel kan die discussie worden gevoerd bij een verzoek tot homologatie van een akkoord. Dan kan immers ook pas worden vastgesteld of de contante waarde van hetgeen [schuldeiser 1] en Rabobank onder het akkoord krijgen aangeboden gelijk is aan de hoogte van hun vordering. Ter voorkoming van misverstand wordt hieraan toegevoegd dat beide schuldeisers gelet op het bepaalde in artikel 384 lid 4 sub c Fw geen recht hebben op een contante uitkering.

- 10.9. Voor zover [schuldeiser 1] meent dat aan de prioriteitsregel niet is voldaan omdat andere crediteuren buiten het akkoord worden gehouden wordt het volgende overwogen. De rechtbank stelt voorop dat het de schuldenaar, en in dit geval de herstructureringsdeskundige, vrij staat om te bepalen wie onderdeel uitmaakt van een akkoord. Voor zover daarbij echter van de prioriteitsregel wordt afgeweken moet daarvoor een redelijke grond bestaan en de crediteuren of aandeelhouders, die wel in het akkoord worden betrokken, moeten daardoor niet in hun belang worden geschaad. Uit de toelichting van [schuldeiser 1] leidt de rechtbank af dat het haar hier met name gaat om de groep verhuurders. Vorderingen van verhuurders worden (vooralsnog) buiten het akkoord gelaten. [schuldenares] heeft toegelicht dat verhuurders in onderling overleg met [schuldenares] in verband met de corona-crisis hun vorderingen gedeeltelijk hebben kwijtgescholden. [schuldeiser 1] heeft dat niet weersproken. Er kan dus niet vanuit worden gegaan dat de verhuurders (wel) met onmiddellijke ingang en volledig worden voldaan, zodat reeds om die reden aan het betoog van [schuldeiser 1] wordt voorbijgegaan.
- 10.10. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank ten tweede te bepalen dat de wijziging van de belastingvordering als omschreven in het verzoekschrift via het ontwerp akkoord in casu als zodanig kan worden gerealiseerd en ook beantwoordt aan de prioriteitsregel van artikel 384 lid 4 sub b Fw, voor zover deze wijziging aansluit bij de regeling "Besluit Noodmaatregelen Coronacrisis".
- 10.11. De rechtbank stelt voorop dat zij in haar beslissing van 5 augustus 2021 al heeft geoordeeld dat kan worden uitgegaan van de in het aan die beslissing ten grondslag liggende verzoek geschetste klassenindeling, waarvan [schuldeiser 4] deel uitmaakt. Het gaat de herstructureringsdeskundige nu kennelijk meer in het bijzonder om de vraag of de wijze waarop [schuldeiser 4] in het akkoord zal worden betrokken, namelijk op een wijze die aansluit bij het "Besluit Noodmaatregelen Coronacrisis", in een akkoordprocedure is toegestaan en voldoet aan de prioriteitsregel. [schuldeiser 1] verzet zich hiertegen met de stelling dat – samengevat – [schuldeiser 4] niet een crediteur is waarvoor de WHOA is bedoeld nu wat aangeboden wordt ook langs de weg van voornoemd besluit kan worden bereikt. De rechtbank verwerpt dat betoog. Het enkele feit dat een schuldeiser een beleid heeft vastgesteld voor uitstel van betaling betekent niet dat die schuldeiser niet kan worden meegenomen in een WHOA-akkoord op een wijze die overeenkomt met dat beleid. Dat daarmee een crediteur in het akkoord wordt betrokken die waarschijnlijk vóór het akkoord zal stemmen maakt dat niet anders. Anders dan [schuldeiser 1] stelt is dit niet vergelijkbaar met het "overnemen" van stemrechten, zoals in de beschikking van 5 augustus 2021 (onder r.o. 10.2-10.9) aan de orde was. Het gaat hier immers niet om een handelen van de betrokken crediteuren maar om een keuze van de herstructureringsdeskundige

welke crediteuren in het akkoord worden betrokken. Dat de herstructureringsdeskundige daarbij misbruik zou maken van recht is door [schuldeiser 1] terecht niet gesteld. Zonder nadere toelichting, die ontbreekt, valt ook niet in te zien dat en waarom [schuldeiser 1] hierdoor in haar belangen zou worden geschaad, anders dan dat met een voorstem van [schuldeiser 4] vermoedelijk de drempel om een akkoord ter homologatie aan de rechtbank voor te leggen is behaald. Het gaat hier immers om een schuld die ontstaan is voordat een aanvang met het voorbereiden van het akkoord is gemaakt en die uit haar aard meegenomen kan worden in een akkoordprocedure in een aparte klasse. De wijziging kan derhalve via een akkoord. Dat het voorgestelde aanbod aan [schuldeiser 4] beantwoordt aan de prioriteitsregel is tussen partijen niet in discussie zodat de vraag ook in die zin positief kan worden beantwoord.

10.12. Ten derde verzoekt de herstructureringsdeskundige de rechtbank te bepalen dat de in het verzoekschrift onder randnummers 30-43 toegelichte wijzigingen van aandeelhoudersrechten mogelijk zijn via een WHOA-akkoord en in casu ook niet aan homologatie in de weg staan.

10.13. De rechtbank is van oordeel dat in dit geval de door de herstructureringsdeskundige beoogde wijzigingen van aandeelhoudersrechten niet mogelijk zijn. Zoals uit het voorgaande volgt is, gezien de hoogte van de reorganisatiewaarde, uitgangspunt dat wat aan [schuldeiser 1] onder het akkoord zal worden aangeboden neerkomt op een volledige betaling van haar vordering (vgl. onder 10.8). Het daarnaast toedelen van meer of andere rechten (ten koste van de aandeelhouders) zou onder deze omstandigheden tot een overbedeling van [schuldeiser 1] leiden. De vraag (in algemene zin) of wijzigingen van de zeggenschapsrechten van aandeelhouders via een WHOA akkoord mogelijk is behoeft, gezien het voorstaande, geen beantwoording.

#### *Nakoming (IV)*

10.14. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank te bepalen dat de nakoming van het ontwerp akkoord, als het een gehomologeerd akkoord zou zijn, voldoende is gewaarborgd in de zin van artikel 384 lid 2 sub e Fw, althans dat er thans geen reden is om hieraan te twijfelen. De rechtbank is van oordeel dat, voor zover thans geschetst, er in abstracte zin geen redenen zijn om aan te nemen dat nakoming van het akkoord niet voldoende zou zijn gewaarborgd. Daarbij is wel relevant dat, zoals terecht door [schuldeiser 1] is aangevoerd, er nog geen liquiditeitsprognose of analyse ten aanzien van [schuldenares] is overgelegd. De herstructureringsdeskundige heeft te kennen gegeven daar nog nader onderzoek naar te doen. Dat betekent dat de rechtbank op dit moment niet in staat is de gestelde vraag in concrete zin te beantwoorden.

#### *Klassenindeling (V)*

10.15. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank voorts te bepalen dat de klassenindeling zoals opgenomen in het ontwerp akkoord en de toelating tot de stemming van de schuldeisers en de aandeelhouder voor het in het ontwerp akkoord opgenomen bedrag niet strijdig is met artikel 374 Fw. De rechtbank is van oordeel dat dit grotendeels het geval is, met uitzondering van de positie van de aandeelhouder. Bij de huidige stand van zaken voorziet het aangeboden akkoord, gegeven hetgeen hiervoor (onder 10.13.) is geoordeeld over de mogelijkheid de aandeelhoudersrechten te wijzigen op de wijze zoals voorgestaan door de herstructureringsdeskundige, niet in een wijziging van de bestaande rechten van de (indirecte) aandeelhouder(s). Er is op dit moment dan ook geen grond de aandeelhouder in de stemming en de klassenindeling te betrekken.

#### *De stemprocedure (VI)*

10.16. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank te bepalen dat de in het verzoekschrift onder randnummers 51-58 beschreven procedure voor de stemming correct is en dat een termijn van acht dagen vanaf het moment dat het akkoord aan de stemgerechtigde schuldeisers is

voorgelegd tot de stemming redelijk is. De rechtbank stelt vast de beschreven procedure en minimumtermijn van de stemming aan de wettelijke vereisten voldoet; overigens is daartegen geen verweer gevoerd. De rechtbank beantwoordt de vraag dus bevestigend.

#### *Overige afwijzingsgronden (VII)*

- 10.17. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank voorts te bepalen dat het ontwerp akkoord op basis van de informatie die thans beschikbaar is niet strijdig is met artikelen 384 lid 2 sub a Fw, 384 lid 2 sub c Fw, 384 lid 2 sub g Fw, 384 lid 2 sub h Fw, 384 lid 3 Fw, 384 lid 4 sub a Fw, 384 lid 4 sub b Fw, 384 lid 4 sub c Fw, 384 lid 4 sub d Fw of 384 lid 2 sub i Fw (de overige afwijzingsgronden). Waar relevant daarbij steeds ervan uitgaande dat sprake is van een beroep op zo een overige afwijzingsgrond door een tegenstemmende schuldeiser uit een tegenstemmende klasse.
- 10.18. De rechtbank is van oordeel dat voldoende is gebleken van een pre-insolventietoestand ten aanzien van [schuldenares] en haar groepsmaatschappijen, hetgeen de rechtbank ook al eerder in haar beschikkingen heeft overwogen. Voorts stelt de rechtbank vast dat tot op heden bij het tot stand komen van het ontwerp akkoord niet is gebleken van bedrog, begunstiging of andere oneerlijke middelende, dat, gelet op de betrokken schuldeisers, de '20% regel' geen rol speelt, dat er geen recht bestaat op een *cash out* en dat er geen aandelen of certificaten hoeven te worden aangeboden. De rechtbank kan echter op dit moment nog niet beoordelen of het ontwerp akkoord alle informatie bevat. Evenmin kan de rechtbank thans reeds vaststellen dat geen sprake is van een schending van de *priority rule* (artikel 384 lid 4 sub b Fw), nu onduidelijk is wat (onder meer) aan [schuldeiser 1] en [schuldeiser 2] onder het akkoord zal worden aangeboden (vgl. hiervoor, onder 10.8.). Om dezelfde reden kan de rechtbank thans niet vaststellen dat geen schuldeiser onder het akkoord slechter af is dan bij een vereffening van het vermogen van [schuldenares] (*best interest of creditors test*, artikel 384 lid 3 Fw).

#### *Andere aspecten*

- 10.19. De rechtbank ziet geen aanleiding uitspraak te doen over andere, gerelateerde aspecten die van belang zijn in het kader van het tot stand te brengen akkoord.

## **11 De beslissing**

De rechtbank:

- beantwoordt de vragen onder (I) op de hiervoor in 10.2. en 10.18. weergegeven wijze;
- beantwoordt de vragen onder (II) op de hiervoor in 10.4. en 10.5. weergegeven wijze;
- beantwoordt de vragen onder (III) op de hiervoor onder 10.8., 10.9., 10.11. en 10.13. weergegeven wijze;
- beantwoordt de vraag onder (IV) op de hiervoor in 10.14. weergegeven wijze;
- beantwoordt de vraag onder (V) op de hiervoor in 10.15. weergegeven wijze;
- beantwoordt de vraag onder (VI) op de hiervoor in 10.16. weergegeven wijze;

- beantwoordt de vragen onder (VII) op de hiervoor in 10.18. weergegeven wijze.

Deze beschikking is gegeven door mr. A.E. de Vos, voorzitter, mr. F. Damsteegt-Molier en mr. M.C. Bosch, rechters en in aanwezigheid van mr. F. de Greef, griffier, in het openbaar uitgesproken op 2 september 2021.