

# ECLI:NL:RBAMS:2021:6522

Instantie	Rechtbank Amsterdam
Datum uitspraak	03-11-2021
Datum publicatie	24-12-2021
Zaaknummer	C/13/707792 / FT RK 21.811
Rechtsgebieden	Insolventierecht
Bijzondere kenmerken	Eerste aanleg - meervoudig
Inhoudsindicatie	WHOA, beslissing op het verzoek tot homologatie van een akkoord ex artikel 383 Fw en op het verzoek tot afwijzing van een akkoord ex artikelen 383 lid 8 Fw en 384 lid 2, 3 en 4 Fw, beslissing op het verzoek ex artikel 371 lid 13 Fw
Vindplaatsen	Rechtspraak.nl

## Uitspraak

### Rechtbank AMSTERDAM

Team insolventie

### verzoek homologatie ex artikel 383 Faillissementswet (Fw)

zaak- / rekestnummer: rekestnummer: C/13/707792 / FT RK 21.811

uitspraakdatum: 3 november 2021

vonnis op het ingekomen verzoekschrift met bijlagen ex artikel 383 Fw van de heer [naam 14] , herstructureringsdeskundige, en het verzoek op grond van artikel 383 lid 8 Fw en artikel 384 lid 2, 3 en 4 Fw strekkende tot afwijzing van de homologatie van [schuldeiser 2] c.s., 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] .

## 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.
- 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 2] de heer [naam 14] , 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.
- 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 beschikking van 24 augustus 2021 heeft de rechtbank de afkoelingsperiode verlengd tot 15 oktober 2021.
- 1.8. Bij beschikking van 2 september 2021 heeft de rechtbank een uitspraak gedaan op het (tweede) verzoek van de herstructureringsdeskundige over een aantal aspecten die van belang zijn in het kader van het tot stand brengen van een akkoord.
- 1.9. De namen van partijen en gebuikte termen zoals gedefinieerd in al deze eerdere beschikkingen zullen ook in dit vonnis op die wijze worden aangehouden.
- 1.10. Op 27 september 2021 heeft de herstructureringsdeskundige het stemverslag als bedoeld in artikel 382 Fw ter griffie gedeponereerd. De herstructureringsdeskundige heeft op 28 september 2021 een verzoek tot homologatie van een akkoord inclusief bijlagen ex artikel 383 Fw ter griffie van deze rechtbank ingediend, welk verzoekschrift tevens een verzoek omvat als bedoeld in artikel 371 lid 13 Fw.
- 1.11. Bij beschikking van 29 september 2021 heeft de rechtbank bepaald dat zij het verzoekschrift strekkende tot homologatie van het akkoord zal behandelen op 6 oktober 2021 om 10:00 uur. Voorts heeft de rechtbank bepaald dat de herstructureringsdeskundige op grond van artikel 383 lid 5 Fw de stemgerechtigde schuldeisers onverwijld in kennis stelt van deze beschikking.
- 1.12. Mrs. M.A. Broeders en H.P. Boekhorst, advocaten van de herstructureringsdeskundige, hebben de schuldeisers tijdig in kennis gesteld van voornoemde beschikking.
- 1.13. [schuldenares] en [schuldeiser 1] hebben op 4 oktober 2021 een zienswijze gegeven op het ingediende verzoek van de herstructureringsdeskundige.

- 1.14. Op 4 oktober 2021 is ter griffie van deze rechtbank een verzoek met bijlagen ingediend strekkende tot afwijzing van het homologatieverzoek door [schuldeiser 2] . Het verzoek omvat tevens een zienswijze op het verzoek van de herstructureringsdeskundige tot homologatie van het akkoord.
- 1.15. [schuldenares] heeft op 5 oktober 2021 een zienswijze gegeven op het verzoek van [schuldeiser 2] strekkende tot afwijzing van het homologatieverzoek.
- 1.16. Het verzoek tot homologatie van het akkoord is op 6 oktober 2021 ter zitting in raadkamer behandeld. Daarbij zijn (al dan niet via een videoverbinding) verschenen:
- De heer [naam 14] , de herstructureringsdeskundige, bijgestaan door mr. M.A. Broeders, mr. H.P. Boekhorst, mr. T.A.M. Elkerbout en mr. J.J.M.M. Willems, alsmede door financieel experts van [bedrijf 1] , de heer [naam 1] , de heer [naam 2] en mevrouw [naam 3] ;
  - De heer [naam 4] en mevrouw [naam 5] , namens [schuldenares] , bijgestaan door mr. B.W.G. van der Velden, mr. B.A. Kuitenbrouwer, mr. G.Á.C. Orbán en mr. Ö. Turgut, alsmede door financieel experts van [bedrijf 2] , de heer [naam 6] en de heer [naam 7] ;
  - De [naam 8] , mevrouw [naam 9] , en de heer [naam 10] (met als tolk de heer M. Steur) namens [schuldeiser 2] , bijgestaan door mr. E.C. Netten, mr. C.M. Molhuysen, mr. F.A. van de Wakker, mr. O.M. Weeshoff, mr. W.H.Z. Westerhof, mr. A. Abou Habaga, mr. M. Mayer en mr. J.C. van Moergastel;
  - Namens [schuldeiser 3] de heer [naam 11] en mevrouw [naam 12] ;
  - Namens [schuldeiser 4] en [schuldeiser 5] mr. N.W.A. Tollenaar, mr. S.W. van den Berg en mr. I. Spinath;
  - Namens [schuldeiser 1] mevrouw [naam 13] , bijgestaan door mr. R.G.J. de Haan.

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

- 1.17. De rechtbank heeft ter zitting de uitspraak op 3 november 2021 bepaald, met mededeling dat indien mogelijk bij vervroeging uitspraak zal worden gedaan.

## **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 1.8.

## **3 Het verzoek**

3.1. De herstructureringsdeskundige verzoekt de rechtbank het aan de schuldeisers van [schuldenares] aangeboden akkoord te homologeren. Het akkoord voorziet ook in een wijziging van rechten jegens de vennootschappen die samen met [schuldenares] een groep vormen als bedoeld in artikel 2:24b BW (zoals opgenomen in bijlage 7 bij het akkoord). Ter onderbouwing van zijn verzoek heeft de herstructureringsdeskundige het volgende aangevoerd.

3.2. Op 16 september 2021 is het akkoord ter stemming aangeboden aan [schuldeiser 3] ([schuldeiser 3] klasse), [schuldeiser 6] (de *super senior* klasse) en een groep schuldeisers (de *senior* klasse), die voor het overgrote deel worden vertegenwoordigd door [schuldeiser 2], als de stemgerechtigde schuldeisers. Het akkoord voorziet er kort gezegd in dat de stemgerechtigde schuldeisers van [schuldenares] en haar groepsmaatschappijen volledig worden voldaan met een vergoeding voor het uitstel van de (rente)betalingen. [schuldeiser 3] heeft voor het akkoord gestemd. De groep schuldeisers in de *senior* klasse hebben alle tegen het akkoord gestemd. [schuldeiser 6] heeft zich onthouden van stemming. [schuldeiser 6] is op grond van de beschikking van 5 augustus 2021 van deze rechtbank wel stemgerechtigd, maar ziet zichzelf niet als (*super senior*) schuldeiser van [schuldenares] en haar groepsmaatschappijen, nu zij haar vordering heeft doen overgaan naar [schuldeiser 2].

[schuldeiser 8] en [schuldeiser 10] zijn geen onderdeel van de *senior klasse*, maar zij hebben desondanks een (tegen)stem uitgebracht. De stemmen die de herstructureringsdeskundige namens hen heeft ontvangen beschouwt hij als ongeldig. De herstructureringsdeskundige merkt daarbij op dat de (on)geldigheid van deze (tegen)stemmen geen invloed heeft op de stemuitslag van de *senior* klasse. Onder verwijzing naar het ter griffie neergelegde stemverslag van 27 september 2021 blijkt het volgende:

*Om privacy redenen is de afbeelding verwijderd.*

3.3. De beschikkingen van deze rechtbank van 5 augustus 2021 en 2 september 2021, de liquiditeitsprognose ten aanzien van [schuldenares] en haar groepsvennootschappen van 16 september 2021, het *Debt Advisory Report* van 14 september 2021 dat is opgesteld door BFI en de wensen van partijen hebben tezamen geleid tot het akkoord van de herstructureringsdeskundige. Het akkoord voorziet erin dat:

- De (uiteindelijke) aandeelhouders van [schuldenares] € 4 miljoen aan aanvullende liquiditeit aan [schuldenares] beschikbaar stellen op grond van de *Restructuring Plan Support Letter* van 16 september 2021, te voldoen binnen drie dagen na homologatie.
- De belastingschulden worden gewijzigd, zodat de hoofdelijke belastingschulden op 1 januari 2023 voor het eerst moeten worden terugbetaald in 57 termijnen en uiterlijk op 1 oktober 2027 volledig moeten zijn voldaan, zoals uiteengezet in artikel 2.2 (b) van Deel 2 van het akkoord.
- De rechten van de schuldeisers onder de Kredietovereenkomst worden gewijzigd, door een wijziging van de Kredietovereenkomst, zoals aangehecht als bijlage 22 bij het akkoord.

3.4. De belangrijkste wijzigingen in de Kredietovereenkomst worden door de herstructureringsdeskundige als volgt samengevat:

(i). Bijdrage aandeelhouders: de (uiteindelijke) aandeelhouders zullen op grond van de *Restructuring Plan Support Letter* van 16 september 2021 tot een bedrag van € 4 miljoen aanvullende liquiditeit aan [schuldenares] ter beschikking stellen om de liquiditeitspositie van [schuldenares] en haar groepsvennootschappen te steunen. De bestaande verplichting om aanvullend € 2 miljoen beschikbaar te stellen aan [schuldenares] wanneer de liquiditeit van [schuldenares] minder dan € 1 miljoen is, blijft ook bestaan. Het niet of niet tijdig beschikbaar stellen van deze liquiditeit vormt een verzuim onder de

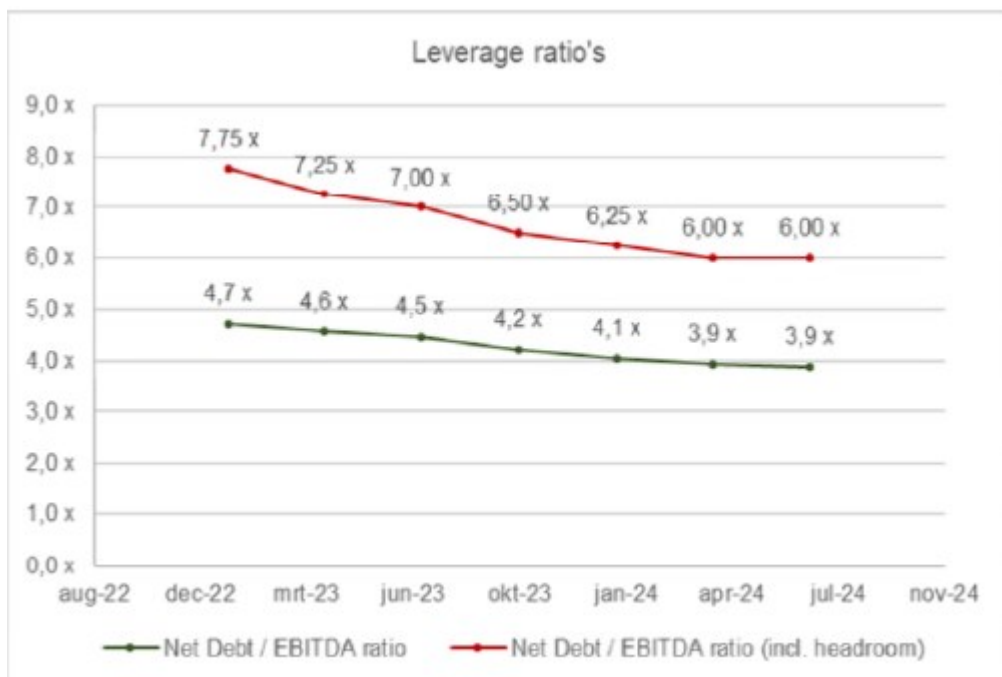
gewijzigde Kredietovereenkomst.

( ii). Rentebetalingen [schuldeiser 2]: omdat er onzekerheid bestaat over de terugbetalingsverplichting van [schuldenares] ten aanzien van de NOW bedragen, is [schuldenares] blijkens de liquiditeitsprognose niet in staat in de periode vanaf homologatie tot 31 december 2022 de rente in contanten aan [schuldeiser 2] te voldoen zonder het risico te lopen in liquiditeitsproblemen te raken als de NOW bedragen moeten worden terugbetaald. Om die reden is er in de gewijzigde Kredietovereenkomst in voorzien dat rentebetalingen aan de *senior* schuldeisers vanaf homologatie voor de periode 2021 en 2022 worden opgerold en omgezet in PIK-rente (*payment in kind*), waarbij een verhoogde rente geldt van 9,75% per jaar ter zake de renteverplichtingen die zijn ge-PIK-ed. Verder is er – kort gezegd – ook in voorzien dat als mocht blijken dat [schuldenares] (een deel van) de NOW bedragen niet hoeft terug te betalen, [schuldenares] (een gedeelte van) een bedrag gelijk aan deze opgerolde rente alsnog in contanten moet voldoen (*catch-up*). Die verplichting is dan beperkt tot maximaal de NOW bedragen die niet hoeven te worden terugbetaald. De hoogte van de basisrente blijft 6,75% per jaar. De herstructureringsdeskundige is in dat verband afgegaan op de aanbevelingen in het *Debt Advisory Report*.

( iii). Rentebetalingen Rabobank: de rentebetalingen voor de *super senior* schuld blijven in de gewijzigde Kredietovereenkomst ongewijzigd. [schuldenares] heeft aan de herstructureringsdeskundige kenbaar gemaakt bereid te zijn na homologatie van het akkoord de overgang van de vordering van [schuldeiser 6] op [schuldeiser 2] alsnog te willen erkennen, waardoor in de gewijzigde Kredietovereenkomst is uitgegaan van een overgang van de *super senior* schuld.

( iv). Covenant Holiday: de gewijzigde Kredietovereenkomst bevat een periode, die start vanaf de datum van de homologatie en die loopt tot het einde van het vierde kwartaal van 2022, waarin de niet-nakoming ten aanzien van de *leverage ratio* – kort gezegd de verhouding tussen de netto schuldpositie en de EBITDA – niet getest zal worden en schending daarvan niet zal kwalificeren als een verzuim van [schuldenares] en haar groepsvennootschappen en derhalve ook niet tot vervroegde opeisbaarheid zal kunnen leiden (de “*covenant holiday*”). Deze *covenant holiday* geldt zowel ten aanzien van de *senior* schuld als de *super senior* schuld.

( v). Hernieuwde toepassing en gewijzigde Leverage Ratio na afloop van de Covenant Holiday: de *leverage ratio* waaraan [schuldenares] moet voldoen wordt in de Kredietovereenkomst gewijzigd om te voorkomen dat er sprake zal zijn van onnodige voortijdige opeisbaarheid van het krediet. Deze wijziging komt erop neer dat er *leverage ratios* zullen gelden voor zowel de *super senior* schuld als de *senior schuld*. Bij de bepaling van deze ratio's is ook rekening gehouden met enige marge (de zogenoemde “*headroom*”), waardoor niet iedere afwijking van de verwachte *leverage ratio* direct zal leiden tot opeisbaarheid. Voor het bepalen van deze *headroom* is aansluiting gezocht bij de liquiditeitsprognose en de ontwikkeling van de verwachte inkomsten van [schuldenares] . Onderstaand is de *leverage ratio* ten behoeve van de *senior* schuldeisers weergegeven en afgezet tegen de verwachte resultaten van [schuldenares] . Dit is de strengste ratio van de twee ratio's, nu de *senior* schuldeisers in feite het meeste risico lopen, doordat de *super senior* schuldeiser voorrang heeft op de opbrengst.



( vi). Berekening Leverage Ratio: de berekening van de *leverage ratio* wordt aangepast zodat wanneer de *leverage ratio* voor het eerst op 31 december 2022 zal worden getest over het laatste kwartaal van 2022 – kort gezegd – slechts wordt gekeken naar de EBITDA over de laatste zes maanden (om te rekenen naar 12 maanden oftewel zal worden vermenigvuldigd met factor 2 voor de berekening van de ratio) en bij de test van de *leverage ratio* op 31 maart 2022 – kort gezegd – slechts wordt gekeken naar de EBITDA over de laatste negen maanden (om te rekenen naar 12 maanden oftewel zal worden vermenigvuldigd met factor 4/3 voor de berekening van de ratio).

( vii). De introductie van een liquiditeitsconvenant: om [schuldeiser 2] onder de Kredietovereenkomst aanvullende adequate bescherming te bieden, is in de gewijzigde Kredietovereenkomst tevens een liquiditeitsconvenant geïntroduceerd waarbij [schuldenares] op iedere afgesproken testdatum aan bepaalde liquiditeitsvereisten moet voldoen. Deze liquiditeitsvereisten komen er kort gezegd op neer dat [schuldenares] een minimale liquiditeit van € 3 miljoen moet hebben. De *covenant holiday* geldt niet ten aanzien van dit liquiditeitsconvenant. Het liquiditeitsconvenant wordt wekelijks getest.

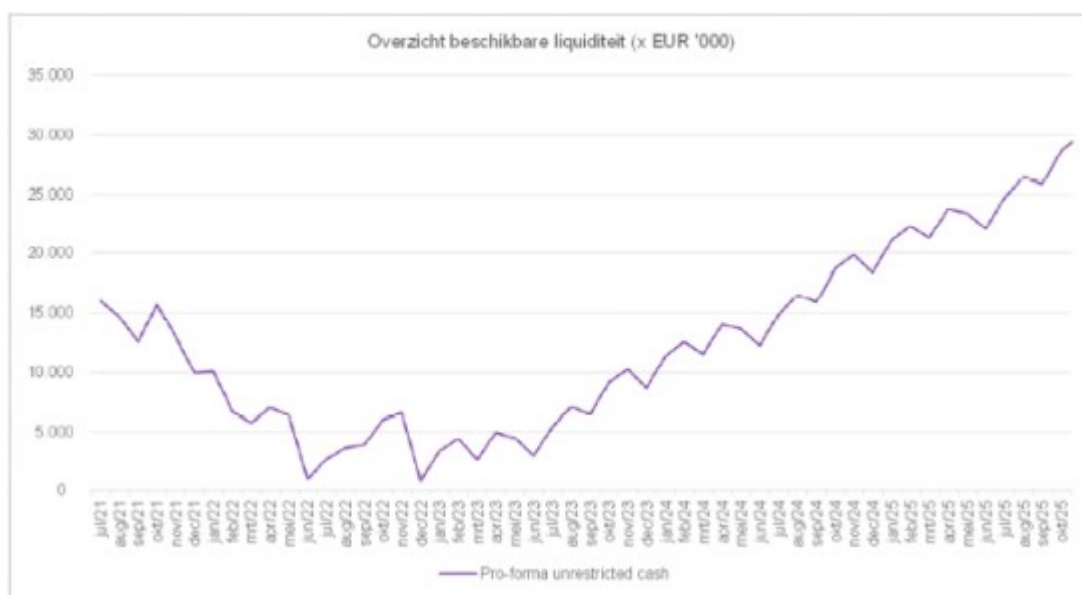
( viii). Niet voldane rentebetalingen: de rentebetalingen die [schuldenares] voorafgaand aan homologatie niet heeft voldaan worden opgeteld bij de hoofdsom tegen de in de huidige Kredietovereenkomst overeengekomen rente van 6,75 % per jaar, met een verhoging van 1 procent boeterente voor de periode vanaf wanneer [schuldenares] in verzuim is, te weten vanaf 10 maart 2021 (de datum van de opeising van het krediet door [schuldeiser 2] ) tot aan homologatie, waarbij de finale berekening door de zekerhedenagent onder de Kredietovereenkomst wordt uitgevoerd. De rente over het krediet van de *super senior* schuldeiser is steeds wel voldaan en hoeft daarom niet door het akkoord te worden geadresseerd.

( ix). Permitteds: in de gewijzigde Kredietovereenkomst zijn verschillende voorheen toegestane handelingen door [schuldenares] , zoals (maar niet beperkt tot) het aantrekken van aanvullend krediet en het doen van significante acquisities, niet langer toegestaan, ter bescherming van de positie van de schuldeisers en met inachtneming van de positie van [schuldenares] , zodat zij steeds in staat blijft haar onderneming in de *ordinary course* te drijven.

( x). Juridische kosten: gelet op de beslissing van de rechtbank in de beschikking van

5 augustus 2021 is in de gewijzigde Kredietovereenkomst bepaald dat deze kosten aan het einde van de looptijd opeisbaar worden en is een geschilbeslechtsingsmechanisme opgenomen om deze kosten te bepalen. De aldus bepaalde kosten zullen opeisbaar worden op de einddatum van de gewijzigde Kredietovereenkomst.

- 3.5. De liquiditeitsprognose, zoals die is opgesteld door [schuldenares] en is gevalideerd en aangevuld door de herstructureringsdeskundige en door BFI, combineert de voorspellingen uit het Roland Berger rapport ten aanzien van de ontwikkeling van de onderneming met het actuele daadwerkelijke liquiditeitsverloop, en met name de maandelijkse bewegingen in het werkkapitaal van [schuldenares] en haar groepsvennootschappen. Uit de liquiditeitsprognose blijkt dat [schuldenares] na homologatie van het akkoord in staat is haar opeisbare schulden te voldoen, ook als de NOW bedragen moeten worden terugbetaald en [schuldenares] aan het liquiditeitsconvenant moet voldoen. De herstructureringsdeskundige verwijst hiervoor naar de navolgende grafiek:



- 3.6. De herstructureringsdeskundige merkt op dat hij in zeer korte tijd de gewijzigde Kredietovereenkomst heeft moeten realiseren. Na het aanbieden van het akkoord heeft [schuldeiser 2] nog onder meer de volgende – technische – verduidelijkingen op de gewijzigde Kredietovereenkomst bij de herstructureringsdeskundige aangekaart, waartegen de herstructureringsdeskundige op zich geen bezwaren tegen heeft.

( i). Over de juridische kosten die pas opeisbaar worden bij het einde van de looptijd (de *Termination Date*, vgl. 18.4 gewijzigde Kredietovereenkomst) zou volgens [schuldeiser 2] ook rente betaald moeten worden. De herstructureringsdeskundige heeft in de gewijzigde Kredietovereenkomst niet de hoogte van de historische kosten willen bepalen (en dus ook niet de rente daarover), aangezien dit al volgt uit de huidige Kredietovereenkomst. Wel heeft de herstructureringsdeskundige, zoals reeds toegelicht, een geschilbeslechtsingsmechanisme in de gewijzigde Kredietovereenkomst opgenomen om deze kosten te bepalen, inclusief de opeisbaarheid daarvan. Partijen kunnen daarover of zelf nog overeenstemming bereiken of de ter zake bevoegde rechtbank kan hierover een beslissing nemen.

( ii). De looptijd (de *Termination Date*) van de *senior* schuld (de *Facility B*) en de rekening-courant faciliteit (de *Revolving Facility*) zou volgens [schuldeiser 2] idealiter moeten worden verduidelijkt in de gewijzigde Kredietovereenkomst, zodat een concrete einddatum wordt genoemd, in plaats van – zoals ook in de huidige Kredietovereenkomst – een looptijd van respectievelijk 6 en 5,5 jaar vanaf de oorspronkelijke "*Closing Date*" (oftewel vanaf 12 september 2018). De herstructureringsdeskundige heeft geen enkel bezwaar tegen deze suggestie, aangezien deze wijziging geen juridisch verschil maakt.

( iii). Het uitgangspunt onder de (gewijzigde) Kredietovereenkomst is dat – in ieder geval wanneer sprake is van verzuim of wanneer de rente wordt opgerold (ge-PIK-ed) –

er geen waarde uit de onderneming mag verdwijnen aan de investeerders. Een uitzondering hierop zijn salarissen voor bestuurders en commissarissen. [schuldeiser 2] meent dat deze uitzondering te ruim is geformuleerd. De herstructureringsdeskundige begrijpt van [schuldenares] dat deze mogelijke ruimte niet gebruikt gaat worden om waarde uit de onderneming te onttrekken ten behoeve van de investeerders.

( iv). Het niet tijdig betalen van opeisbare historische uitstaande belastingschulden en huurschulden zou ook moeten kwalificeren als schulden waarvan verzuim ook een verzuim onder de gewijzigde Kredietovereenkomst oplevert en [schuldeiser 2] meent dat dit nu niet het geval is. Voor huurschulden is dit volgens de herstructureringsdeskundige wel het geval.

( v). De herstructureringsdeskundige meent dat het niet onredelijk is een toekomstig verzuim onder de historische belastingschulden die ook in het akkoord zijn betrokken ook een verzuim (zogenoemde *cross default*) onder de gewijzigde Kredietovereenkomst te laten zijn.

Deze punten zijn wat de herstructureringsdeskundige betreft in feite niet materieel en van ondergeschikt belang. Het betreffen slechts verduidelijkingen en ze raken niet aan de materiële bescherming die de gewijzigde Kredietovereenkomst aan [schuldeiser 2] biedt. Uitgangspunt van de herstructureringsdeskundige is steeds geweest de verzoeken van partijen waar mogelijk te honoreren. Om die reden zou het de voorkeur van de herstructureringsdeskundige hebben deze punten mogelijk als kleine wijzigingen op het akkoord te zien, die door de rechtbank ten tijde van de homologatiezitting nog gemaakt zouden kunnen worden. Deze wijzigingen zijn niet strijdig met de informatie die is verstrekt over het akkoord, kunnen niet leiden tot een andere klassenindeling en hadden redelijkerwijs ook onmogelijk kunnen leiden tot een andere stemuitslag.

- 3.7. De herstructureringsdeskundige is van mening dat geen sprake is van één of meer van de afwijzingsgronden als bedoeld in artikel 384 lid 2 Fw. Hij licht dit als volgt toe.

*Pre-insolventietoestand (artikel 384 lid 2 sub a Fw)*

- 3.8. [schuldenares] en haar groepsvennootschappen verkeren in een toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat ieder van hen niet zal kunnen voortgaan met het betalen van zijn schulden als bedoeld in artikel 370 lid 1 Fw. [schuldeiser 2] heeft in haar zienswijze bij het tweede verzoekschrift ex artikel 378 Fw aangegeven geen bezwaar meer te maken tegen de vaststelling van de pre-insolventietoestand. Ook [schuldenares] en haar groepsvennootschappen zelf menen in een pre-insolventietoestand te verkeren, zoals ook blijkt uit hun zienswijze bij het tweede verzoekschrift 378 Fw. De rechtbank heeft, onder meer in de beschikking van

2 september 2021, bevestigd dat er bij zowel [schuldenares] als haar groepsvennootschappen sprake is van een pre-insolventietoestand. Hiermee staat vast dat van deze weigeringsgrond geen sprake kan zijn.

*Aan de oproepingsvereisten is voldaan (artikel 384 lid 2 sub b Fw)*

- 3.9. In de beschikking van de rechtbank van 2 september 2021 is bepaald dat een stemtermijn van acht dagen onder de omstandigheden redelijk is. Hiermee staat vast dat de stemtermijn van acht dagen zoals gegeven door de herstructureringsdeskundige redelijk is. Het akkoord is aangeboden aan alle schuldeisers van wie rechten worden gewijzigd, althans die volgens de eerdere beschikkingen van de rechtbank stemrechtgerechtigd zijn ter zake



deze schuld, te weten [schuldeiser 3] , [schuldeiser 6] , [schuldeiser 2] . Ook hebben partijen geen bezwaar gemaakt tegen de voorgestelde tijdslijn.

*Geen gebreken informatieverschaffing, klassenindeling of stemming (artikel 384 lid 2 sub c Fw)*

- 3.10. Het akkoord bevat alle informatie die de stemgerechtigde schuldeisers nodig hebben om zich voor het plaatsvinden van de stemming een geïnformeerd oordeel te kunnen vormen (als bedoeld in artikel 375 Fw). Bijlage 4 bij het akkoord bevat ook een overzicht van de informatie als bedoeld in artikel 375 lid 1 en lid 2 Fw. Aan partijen is de mogelijkheid geboden voor aanvullende informatie contact op te nemen met de herstructureringsdeskundige. Geen van de partijen heeft gebruik gemaakt van deze mogelijkheid. De rechtbank heeft in haar beschikking bepaald dat de stemprocedure correct is. Mocht de rechtbank onverhoopt toch concluderen dat er een gebrek zit in de stemprocedure, zou dit redelijkerwijs niet tot een andere uitkomst van de stemming hebben kunnen leiden.

*De klassenindeling voldoet aan de vereisten van artikel 374 Fw.*

- 3.11. Zoals bepaald in de beschikking van de rechtbank van 2 september 2021 voldoet de klassenindeling aan de vereisten van artikel 374 Fw.

*Toelating stemgerechtigde schuldeisers (artikel 384 lid 2 sub d Fw)*

- 3.12. De stemgerechtigde schuldeisers zijn voor het juiste bedrag ter stemming toegelaten. Bovendien had toelating voor een ander bedrag ook niet redelijkerwijs tot een andere uitkomst van de stemming binnen één klasse kunnen leiden, omdat iedere klasse in feite gecontroleerd wordt door één partij (respectievelijk [schuldeiser 2] , [schuldeiser 6] en [schuldeiser 3] ). Aangezien [schuldeiser 3] en dus ook de belasting klasse vóór het akkoord heeft gestemd en dus een zogeheten *cross-class cram down* mogelijk is, zou een mogelijke voor of tegen stem van een andere klasse geen invloed hebben op de homologeerbaarheid van het akkoord.

*Nakoming van het Akkoord is voldoende gewaarborgd (artikel 384 lid 2 sub e Fw)*

- 3.13. De herstructureringsdeskundige voert aan dat, zoals de rechtbank in haar beschikking van 2 september 2021 heeft geoordeeld, er in abstracte zin thans geen reden is te twifelen aan de nakoming van het akkoord. In het akkoord worden de redenen dat nakoming van het akkoord voldoende is geborgd nader uiteengezet (paragraaf 9 van Deel 1 van het akkoord). Voor de nakoming is van belang dat [schuldenares] voldoende liquiditeit tot haar beschikking heeft. Uit de liquiditeitsprognose volgt dat dit het geval is na homologatie van het akkoord. Daarnaast is ter borging van de nakoming van het akkoord een *Restructuring Plan Support Letter* gesloten tussen de (indirecte) aandeelhouders en [schuldenares] waarin is vastgelegd dat de (indirecte) aandeelhouders binnen drie werkdagen na homologatie van dit akkoord € 4 miljoen zullen storten op een rekening van [schuldenares] , waarmee het akkoord verder wordt gesteund. Ook de wijze waarop de financiële convenanten van de gewijzigde Kredietovereenkomst zijn ingevuld zorgt voor een verdere borging van de nakoming van het akkoord. Bovendien meent de herstructureringsdeskundige, zoals hij ook heeft toegelicht bij zijn tweede verzoek 378 Fw en ook blijkt uit de literatuur, dat deze "nakomingstoets" slechts een marginale toets is die slechts er op ziet of het akkoord op voorhand niet als evident kansloos gekwalificeerd moet worden.

*Nieuwe financiering (art 384 lid 2 sub f Fw)*

- 3.14. [schuldenares] gaat in het kader van het akkoord geen nieuwe financiering aan. De Kredietovereenkomst wordt (slechts) gewijzigd conform de gewijzigde Kredietovereenkomst

opgenomen in bijlage 22 van het Akkoord. Voor zover de liquiditeitsinjectie van € 4 miljoen op grond van de *Restructuring Plan Support Letter* door de (uiteindelijke) aandeelhouders een financiering zou zijn, worden hierdoor de gezamenlijke schuldeisers juist niet geschaad. Zowel [schuldeiser 2] als [schuldenares] hebben meermaals aangegeven dat een dergelijke bijdrage van de (uiteindelijke) aandeelhouders van belang is.

*Geen bedrog, begunstiging of andere oneerlijke middelen (artikel 384 lid 2 sub g Fw)*

- 3.15. De herstructureringsdeskundige meent dat er geen reden is aan te nemen dat er in het akkoordtraject sprake is van bedrog, begunstiging van één of meer schuldeisers of van andere oneerlijke middelen. [schuldenares] en [schuldeiser 2] hebben dit standpunt van de herstructureringsdeskundige ook in hun zienswijzen bij het tweede verzoek ex artikel 378 Fw ondersteund, waarbij [schuldeiser 2] een voorbehoud heeft gemaakt ten aanzien van het opnemen van [schuldeiser 3] als klasse in het akkoord. Dit voorbehoud is achterhaald, nu de rechtbank reeds in haar beschikking heeft besloten dat de hoofdelijke belastingschuld kan worden meegenomen in het akkoord.

*Loon herstructureringsdeskundige (artikel 384 lid 2 sub h Fw)*

- 3.16. In artikel 384 lid 2 sub h Fw is bepaald dat het akkoord niet kan worden gehomologeerd totdat zeker is gesteld dat loon en de verschotten van de door de rechtbank ingevolge artikel 371 Fw aangewezen herstructureringsdeskundige, zijn voldaan.

*Geen 'creditor-worse-off' (artikel 384 lid 3 Fw)*

- 3.17. In het akkoord is geen schuldeiser slechter af dan bij een vereffening van het vermogen van [schuldenares] en iedere groepsvennootschap in faillissement, aangezien iedere schuldeiser een volledige vergoeding krijgt en dat in geval van vereffening, gelet op de (vastgestelde) liquidatiewaarde, naar verwachting niet het geval zal zijn.

*Geen afwijking '20%-regel' (artikel 384 lid 4 sub a Fw)*

- 3.18. Het akkoord bevat geen afwijking van de 20% regel aangezien er geen schuldeisers, zoals bedoeld in artikel 384 lid 4 sub a Fw, bij het akkoord zijn betrokken.

*Geen afwijking 'priority rule' (artikel 384 lid 4 sub b Fw)*

- 3.19. Het akkoord bevat geen afwijking van de prioriteitsregel omdat iedere klasse 100% krijgt en de schuldeisers die door het akkoord worden geraakt volledig worden gecompenseerd. Uit de memorie van toelichting blijkt dat de strekking van artikel 384 lid 4 sub b Fw is dat de reorganisatiewaarde eerlijk wordt verdeeld onder de vermogensverschaffers. Eerlijk wil zeggen conform de wettelijke en contractuele rangorde. Deze toets van de prioriteitsregel is beperkt tot tegenstemmende klassen die hierop een beroep doen en waarbij de rechtbank slechts dient na te gaan of er ten aanzien van deze klasse niet aan de rangorde is voldaan. Voor de vraag of de reorganisatiewaarde eerlijk verdeeld is, moet de omvang van de vordering vergeleken worden met de relatieve aanspraak die deze schuldeiser heeft in de reorganisatiewaarde. Uit de hoogte van de reorganisatiewaarde blijkt dat de aandeelhouder hierop ook een aanspraak heeft, hetgeen ook door de rechtbank is bevestigd in de beschikking van 2 september 2021. De uitkering aan [schuldeiser 2] of [schuldeiser 6] betreft geen uitkering in contanten, maar een gewijzigde vermogenstitel: de gewijzigde Kredietovereenkomst, waarbij de looptijd niet wijzigt. De contante waarde van hetgeen aan deze schuldeisers wordt aangeboden is gelijk aan de hoogte van de vordering van die schuldeisers, aangezien de geboden rentevergoeding een marktconforme vergoeding

betreft. Ook verbetert de positie van [schuldeiser 2] (en [schuldeiser 6] ) onder de gewijzigde Kredietovereenkomst op bepaalde punten, bijvoorbeeld door de introductie van het liquiditeitsconvenant, door de beperking van de "Permitteds" en door de liquiditeitsinjectie in [schuldenares] door de (indirecte) aandeelhouders. Dat de geboden rentevergoeding (ten minste) marktconform is, wordt op z'n minst ondersteund door de consensuele overeenkomst die partijen zijn aangegaan in juni 2020, in het midden van de COVID-19 pandemie en dus in feite onder grote onzekerheid, en waarin eenzelfde basisrente van 6,75% per jaar en een PIK-rente van 9,75% per jaar is gehanteerd. De herstructureringsdeskundige heeft geen aanleiding gezien het rentepercentage voor [schuldeiser 6] als *super senior* schuldeiser te wijzigen, omdat deze vorderingen door [schuldenares] steeds tijdig en volledig zijn voldaan en ook onder de gewijzigde Kredietovereenkomst niet zullen worden opgerold. De liquidatiewaarde laat zien dat het erg onwaarschijnlijk is dat de *super senior* zelfs bij faillissement niet volledig wordt voldaan en dat is onder de gewijzigde Kredietovereenkomst niet onzekerder geworden, onder meer door de introductie van het liquiditeitsconvenant en de liquiditeitsinjectie die ook ten gunste van de *super senior* schuldeiser werkt. Voorts is van belang dat de *super senior* schuldeiser ook in juni 2020 geen verhoging van de rente op haar vordering heeft gekregen.

*Geen recht op 'cash-exit' (artikel 384 lid 4 sub c Fw)*

- 3.20. Geen van de in het akkoord betrokken schuldeisers heeft recht op een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat zij bij vereffening van het vermogen van [schuldenares] naar verwachting zou ontvangen. Dit is ook bevestigd door de rechtbank in haar beschikking van 2 september 2021.

*Geen aandelen of certificaten aangeboden (artikel 384 lid 4 sub d Fw)*

- 3.21. Het akkoord omvat geen schuldeisers die in het kader van een wijziging van hun rechten, aandelen of certificaten hiervan aangeboden krijgen. Er is dus geen sprake van strijdigheid met artikel 384 lid 4 sub d Fw, hetgeen ook door de rechtbank is bevestigd in haar beschikking van 2 september 2021.

*Geen andere afwijzingsgronden (artikel 384 lid 2 sub i Fw)*

- 3.22. Bij de herstructureringsdeskundige zijn geen andere redenen bekend met betrekking tot [schuldenares] en haar groepsvennootschappen die zich tegen homologatie zouden verzetten.

*Groepsakkoord*

- 3.23. De herstructureringsdeskundige concludeert dat aan alle voorwaarden voor homologatie van het akkoord is voldaan en dat het akkoord dient te worden gehomologeerd. Het akkoord voorziet in een wijziging van rechten van de schuldeisers jegens de groepsvennootschappen, hetgeen mogelijk is, zoals de rechtbank heeft bevestigd in haar beschikking van 5 augustus 2021. De groepsvennootschappen vormen ieder een groep met [schuldenares] op grond van artikel 2:24b BW, hetgeen ook niet betwist is door partijen. De groepsvennootschappen zijn hoofdelijk aansprakelijk onder de Kredietovereenkomst en onder de hoofdelijkheids- en subrogatieovereenkomst van 10 mei 2021. Zij bevinden zich net als [schuldenares] in een pre-insolventietoestand en zij behoeven niet in te stemmen met de wijzigingen van rechten nu het akkoord door de herstructureringsdeskundige is aangeboden. De rechtbank heeft rechtsmacht ten aanzien van deze groepsvennootschappen op grond van artikel 369 lid 7 aanhef en onder b en lid 8 Fw jo. artikel 3 Rv.

3.24. De herstructureringsdeskundige verzoekt het akkoord conform het verzoekschrift te homologeren en gelijktijdig het verzoek tot afwijzing van [schuldeiser 2] af te wijzen.

3.25. Tot slot verzoekt de herstructureringsdeskundige de rechtbank te bepalen dat hij op grond van artikel 371 lid 13 Fw na homologatie voor de duur van vijf jaar in functie kan aanblijven, zodat hij toegang houdt tot enig door de rechtbank vast te stellen budget. Hij doet dit verzoek om ervoor te zorgen dat, indien hij na homologatie in rechte zou worden betrokken en hij daartoe verweer zal moeten voeren, zijn kosten daarvoor zijn gedekt en hij deze niet in privé hoeft te dragen. Hij doet dit verzoek tegen de achtergrond van de discussies met partijen over eventueel tegen hem te richten aansprakelijkheidsstellingen na homologatie. Hierbij sluit de herstructureringsdeskundige niet uit dat zijn rol eerder zal kunnen eindigen, indien duidelijk wordt dat partijen de herstructureringsdeskundige niet aansprakelijk zullen stellen of deze procedures zijn afgerond.

#### **4 Zienswijze van [schuldenares]**

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

4.2. [schuldenares] acht het akkoord redelijk en eerlijk. Het stelt [schuldenares] in staat om zich, in het belang van al haar *stakeholders*, weer volledig te kunnen richten op haar onderneming, aan welk doel nagenoeg alle *stakeholders* bovendien (willen) bijdragen. De gronden waarop het verzoek van de herstructureringsdeskundige berust zijn duidelijk en onweerlegbaar. [schuldenares] sluit zich daarbij aan. Indien het akkoord niet wordt gehomologeerd, dreigt een faillissement van [schuldenares], althans in elk geval de onteigening van significante aandeelhouderswaarde. Dit is niet in het belang van de onderneming en haar *stakeholders*. Onder het thans voorliggende akkoord krijgt iedereen exact waar zij recht op heeft. Alle betrokkenen worden voor de volledige 100% voldaan, met een marktconforme compensatie voor eventuele vertraging, hetgeen per definitie een redelijke en eerlijke uitkomst is. [schuldenares] heeft altijd het standpunt ingenomen dat haar onderneming in de kern gezond en levensvatbaar is en dat zij uitsluitend als gevolg van de COVID-19 pandemie en de daarmee samenhangende beperkende overheidsmaatregelen, te kampen had met een tijdelijk liquiditeitsprobleem. De resultaten van de onafhankelijke en onpartijdige onderzoeken en waarderingen, die in opdracht van de eveneens onafhankelijke en onpartijdige herstructureringsdeskundige zijn uitgevoerd, en die door de rechtbank zijn gesanctioneerd, steunen [schuldenares] in haar opvatting. Het ter homologatie aangeboden akkoord is het resultaat van een eerlijk, transparant en gedegen proces onder leiding van de herstructureringsdeskundige en de door hem ingeschakelde (onafhankelijke) derden.

4.3. [schuldenares] sluit zich aan bij de door de herstructureringsdeskundige aangevoerde standpunten en argumenten. Die steun strekt zich ook uit over de door de herstructureringsdeskundige in randnummer 51 van zijn verzoekschrift – in meer abstractere termen – voorgestelde aanvullende beperkte wijzigingen. Om de bereidheid van [schuldenares] tot medewerking daartoe te tonen, en om de praktische uitvoering daarvan te vergemakkelijken, heeft [schuldenares] als productie 31 bij haar zienswijze op het verzoekschrift tot homologatie van de herstructureringsdeskundige een overzicht gehecht van de beoogde wijzigingen die, onder de voorwaarde van homologatie, de voorgestelde wijzigingen concreetiseert en die voor [schuldenares] acceptabel zijn. Los van deze formele parameters, staat [schuldenares] inhoudelijk achter het akkoord. Het akkoord adresseert de huidige tijdelijke financiële problemen binnen [schuldenares] en vraagt slechts het strikt noodzakelijke van de betrokken partijen. Het akkoord kan door [schuldenares] worden nagekomen (artikel 384 lid 2 sub e Fw), voldoet aan de prioriteitsregel (artikel 384 lid 4 Fw), bevat alle relevante informatie (artikel 375 Fw) en voldoet voor het overige ook aan alle andere relevante wettelijke vereisten.

- 4.4. Ondanks de expliciet uitgesproken steun voor het akkoord en de daarin gekozen marktconforme rentevergoeding die aan de relevante partijen wordt aangeboden, meent [schuldenares] dat de door de herstructureringsdeskundige vastgelegde rentevergoeding zelfs nog lager had kunnen uitvallen. De herstructureringsdeskundige gaat immers uit van een rentevergoeding van 6,75% (basisrente) per jaar en een rentevergoeding van 9,75% (PIK-rente) per jaar. Met het oog op het grotere plaatje kan [schuldenares] zich met die percentages verenigen. [schuldeiser 2] heeft echter betoogd dat de percentages hoger zouden moeten liggen, waartegen [schuldenares] zich verzet. In de eerste plaats geldt dat in de zomer van 2020, gedurende het hoogtepunt van de COVID-19 pandemie, toen partijen nog in onderling overleg waren, exact deze zelfde rentepercentages waren afgesproken. Reeds daaruit zou moeten volgen dat deze percentages op dit moment te hoog zijn. Immers ten tijde van het maken van die afspraak was de financiële positie van [schuldenares] beduidend minder sterk en bestond er bovendien ook minder zekerheid over de ontwikkelingen naar de toekomst toe (het eerste corona-vaccin werd pas enkele maanden later op 21 december 2020 goedgekeurd in Nederland). Ook waren er destijds geen rapporten beschikbaar, zoals dat nu wel het geval is met het Roland Berger rapport en het BFI rapport. In de tweede plaats volgt uit een analyse van [bedrijf 2] dat de gekozen rentepercentages te hoog zijn. [schuldenares] verwijst naar het commentaar van [bedrijf 2] op het *Debt Advisory Report* van BFI. [schuldenares] heeft een aantal punten en conclusies van [bedrijf 2] naar voren gebracht.
- 4.5. Daarnaast is [bedrijf 2] van mening dat een methode denkbaar is die afwijkt van de door BFI gehanteerde methode. De door [bedrijf 2] voorgestelde methode neemt de huidige situatie van [schuldenares] , met hogere *leverage ratios*, in acht, maar voorziet tegelijkertijd ook in een daling van marges als het risicoprofiel verbetert ten gevolge van dalende *leverage ratios* in de komende jaren. De door [bedrijf 2] voorgestelde methode is intern consistent met de bedrijfswaardering en/of de waardering van de reorganisatiewaarde van [schuldenares] , welke reeds is gesanctioneerd door de rechtbank. Met als belangrijk gevolg dat deze methode voorkomt dat er een waardeoverdracht van eigen naar vreemd vermogensverschaffers zal plaatsvinden. [schuldenares] brengt dit naar voren als reactie op de stellingen van [schuldeiser 2] , maar zij benadrukt dat zij zich aansluit bij het akkoord, inclusief de daarin opgenomen rentepercentages.
- 4.6. Over de positie van [schuldeiser 6] als *super senior* onder de Kredietovereenkomst merkt [schuldenares] het volgende op. [schuldeiser 2] heeft geprobeerd die positie uit te kopen en over te nemen. [schuldenares] heeft de geldigheid van die uitkoop echter steeds betwist. De rechtbank heeft zich daar echter niet in bevestigende of ontkennende zin over uitgelaten. Wel heeft de rechtbank bepaald dat, wat er ook van de (on)geldigheid van deze overdracht zij, [schuldeiser 6] nog steeds stemgerechtigd is onder het akkoord. De grondslag daarvoor was – kort gezegd – misbruik van bevoegdheid in de zin van artikel 3:13 BW. Niettegenstaande het voorgaande heeft [schuldeiser 6] ervoor gekozen om gebruik te maken van de mogelijkheid om zich te onthouden van stemmen. De situatie die nu is gecreëerd, waarin [schuldeiser 6] naar eigen zeggen geen formele rol heeft, waarop in elk geval voor wat betreft het stemrecht door de rechtbank anders is beslist, levert onduidelijkheden op en dat is niet in het belang van [schuldenares] . Zoals de herstructureringsdeskundige reeds aangekondigd, wenst [schuldenares] daarom tot een oplossing te komen voor deze gecreëerde patstelling, mede om aan [schuldeiser 2] tegemoet te komen die aan de overdracht wenst vast te houden. Daartoe heeft [schuldenares] inmiddels de (vermeende) overdracht van de *super senior* positie van [schuldeiser 6] aan [schuldeiser 2] alsnog erkend, met effect vanaf en onder de voorwaarde dat het akkoord gehomologeerd wordt.
- 4.7. [schuldenares] heeft voorts aangevoerd dat het verzoek tot afwijzing van homologatie van het akkoord door [schuldeiser 2] moet worden afgewezen. [schuldeiser 2] formuleert in haar afwijzingsverzoek een aantal bezwaren die volgens haar aan homologatie in de weg zouden staan, althans maken dat het homologatieverzoek moet worden afgewezen. [schuldenares] stelt dat de gronden in het verzoek van [schuldeiser 2] een herhaling van zetten is. Op nagenoeg alle gronden en argumenten die volgens [schuldeiser 2] zouden maken dat homologatie niet mogelijk zou zijn, is al door de rechtbank in ontkennende zin, en op een bindende manier, beslist bij

beschikkingen van

5 augustus en 2 september 2021. Uitsluitend over de concrete invulling van de rentevoet heeft de rechtbank zich nog niet eerder kunnen uitlaten.

- 4.8. [schuldeiser 2] heeft aangevoerd dat het akkoord niet de juiste, dan wel onvolledige, informatie zou bevatten. [schuldenares] weerspreekt dit. De informatie over de nominale waarde van de vordering van [schuldeiser 2], de aangeboden voorwaarden onder de gewijzigde Kredietovereenkomst evenals een toelichting waarom het aanbod marktconform is, zijn alle aanwezig in het akkoord. Het akkoord bevat daarnaast alle relevante informatie als bedoeld in artikel 375 Fw. [schuldeiser 2] is uitgebreid en op meerdere momenten in de gelegenheid geweest om feitelijke onjuistheden, zoals met betrekking tot de omvang van haar vordering, kenbaar te maken. Dat heeft [schuldeiser 2] niet gedaan. Bovendien is het enkel opnemen van incorrecte of onvolledige informatie geen afzonderlijke afwijzingsgrond. Zulke incorrecte of onvolledige informatie vormt slechts een afwijzingsgrond als "*zodanig gebrek redelijkerwijs (...) tot een andere uitkomst van de stemming had kunnen leiden.*" (artikel 384 lid 2 sub c Fw) of, voor als het (ook) doorwerkt in de beslissing over het bedrag waarvoor een schuldeiser tot stemming is toegelaten, als "*die beslissing niet tot een andere uitkomst van de stemming had kunnen leiden*" (artikel 384 lid 2 sub d Fw). Die situatie doet zich hier niet voor. [schuldeiser 2] kan immers niet volhouden dat zij of enige andere partij wel vóór het akkoord zou hebben gestemd als deze informatie overeenkomstig haar eigen inzichten was in- of aangevuld. Hetzelfde geldt als [schuldeiser 2] voor een ander bedrag zou zijn toegelaten tot stemming.
- 4.9. Verder kan [schuldeiser 2] niet volhouden dat [schuldeiser 3] anders zou hebben gestemd. Dat stelt [schuldeiser 2] ook zelf door aan te nemen dat [schuldeiser 3] "hoe dan ook" zou hebben voorgestemd. Een en ander had derhalve geen verschil gemaakt en kan dus reeds om die reden geen afwijzingsgrond vormen. Ook [schuldeiser 2] lijkt dat te onderkennen, maar meent dat zulks toch aan homologatie in de weg zou moeten staan, omdat "het ontbreken van de informatie onderstreept dat het akkoord kennelijk niet met voldoende zorgvuldigheid is samengesteld". [schuldenares] betwist deze stelling van [schuldeiser 2]. Het standpunt van [schuldeiser 2] vormt in elk geval geen afwijzingsgrond, ook niet op de voet van artikel 384 lid 2 sub i Fw. [schuldenares] stelt voorts dat [schuldeiser 2] ook zelf heeft opgemerkt dat de gewijzigde Kredietovereenkomst wel inzicht in de hoofdsom van de vordering van [schuldeiser 2] geeft en voorziet in een manier om de hoofdsom aan te vullen met verschuldigde rente. Aangezien de concrete datum van homologatie door de rechtbank nog voor ligt, is de datum van de zogeheten WHOA *Effective Date* eveneens onzeker. Om deze reden is in de gewijzigde Kredietovereenkomst een eenvoudige rekensom opgenomen die erin voorziet de daadwerkelijke hoofdsom per de WHOA *Effective Date* vast te stellen. Deze rekensom zal de zekerhedenagent onder de Kredietovereenkomst relatief eenvoudig kunnen maken, omdat er geen *payment in kind* rente verschuldigd is tot dat moment en derhalve slechts rekening gehouden dient te worden met een rentevoet van 6,75% plus (vanaf een bepaalde datum) een opslag van 1%. Dit is een duidelijke bepaling. Overigens heeft [schuldeiser 2] (ruim) de kans gehad om commentaar te geven op deze relevante bepaling(en), maar ook dit heeft zij nagelaten. Het liquiditeitsmodel voorziet daarnaast ook in het 'doortellen' van deze rente waarbij als geschatte datum 6 oktober 2021 is gehanteerd. Ook hieraan gaat [schuldeiser 2] voorbij en van enige "doorwerking" in de prioriteitsregel, zoals [schuldeiser 2] stelt, is geen sprake. Met betrekking tot het niet meenemen van de kosten van [schuldeiser 2] heeft [schuldenares] tot op heden geen enkel verzoek ontvangen ter vergoeding van concrete kosten noch een onderbouwing daarvan. [schuldeiser 2] heeft daar tot op heden ook geen inzicht in willen geven. Het is daarom praktisch niet mogelijk gebleken om het exacte bedrag van deze kosten vast te stellen en deze te verwerken in het akkoord. Om die reden heeft de herstructureringsdeskundige gekozen voor een pragmatische oplossing waarbij deze kosten – voor zover blijkt dat daar aanspraak op kan worden gemaakt op basis van de financieringsdocumentatie – op een later moment kunnen worden vastgesteld door middel van overeenstemming tussen partijen of, zo nodig, door de tussenkomst van een rechter. Dat [schuldeiser 2] over de kosten een rentevergoeding zou moeten ontvangen, wordt overigens

erkend door [schuldenares] . [schuldenares] voorziet dat dit zal worden betrokken bij de te maken afspraak of zal worden geadresseerd in een eventuele procedure. [schuldenares] is in ieder geval bereid om [schuldeiser 2] een rentevergoeding te bieden gelijk aan de *payment in kind* interest van 9,75% vanaf de datum dat de kosten zijn gemaakt, zodat de eventuele geuite zorgen van [schuldeiser 2] hierover kunnen worden weggenomen. [schuldenares] merkt op dat voor zover enige kosten van [schuldeiser 2] betaald moeten worden, deze pas betaalbaar worden aan het einde van de looptijd van de lening. De omvang van het bedrag en de rentecomponent daarbij hebben daarom geen invloed op de liquiditeitsprognose. Ook dit lijkt [schuldeiser 2] niet te onderkennen.

- 4.10. Verder betwist [schuldenares] de stelling van [schuldeiser 2] dat nakoming van het onderliggende akkoord niet voldoende is gewaarborgd. De liquiditeitsprognose is immers gebaseerd op de prognoses die door Roland Berger zijn gemaakt, welk rapport al in een eerder stadium door BFI is gebruikt om tot de reorganisatiewaarde te komen, hetgeen door de rechtbank is gesanctioneerd. [schuldenares] verzoekt de rechtbank dan ook aan dit verweer van [schuldeiser 2] voorbij te gaan.
- 4.11. Ook de stelling van [schuldeiser 2] dat het huidige akkoord zich niet zou lenen voor homologatie omdat alleen [schuldeiser 3] voor het akkoord zou hebben gestemd, is volgens [schuldenares] niet juist. [schuldeiser 2] lijkt nogmaals de stelling in te nemen dat [schuldeiser 3] niet een voor de WHOA relevante stemgerechtigde klasse is en dat om die reden aan zijn stem voorbij zou moeten worden gegaan. Dat is onjuist, hetgeen ook al eerder door de rechtbank is beslist. [schuldeiser 2] kan zich ex artikel 378 lid 9 Fw niet aan deze bindende beslissing(en) van de rechtbank onttrekken, door deze kwestie voor een derde maal aan de rechtbank voor te leggen. Daar komt bij dat de redenering van [schuldeiser 2] ten aanzien van het belang van [schuldeiser 3] voorbij gaat aan de daadwerkelijke situatie. [schuldeiser 3] heeft immers een additionele, nog veel grotere, vordering op [schuldenares] (te weten circa € 8 miljoen) die – buiten dit akkoord om – dezelfde behandeling zal krijgen als de vordering van [schuldeiser 3] die wel in dit akkoord betrokken wordt, zoals reeds overeengekomen is tussen [schuldenares] en [schuldeiser 3] . Het percentage dat de stem van [schuldeiser 3] dus zou vertegenwoordigen is hiermee kunstmatig laag weergegeven door [schuldeiser 2] . Daarnaast is de bijdrage van [schuldeiser 3] aan het akkoord een veel verstrekkender offer dan dat van [schuldeiser 2] . [schuldeiser 3] moet onder het akkoord namelijk langer wachten op (algehele) terugbetaling, zonder aanvullende compensatie, terwijl de oorspronkelijke looptijd en de einddatum van de lening van [schuldeiser 2] juist ongewijzigd blijft en zij aanvullende compensatie ontvangt.
- 4.12. Het voorgaande geldt ook voor de positie van [schuldeiser 7] en de stelling van [schuldeiser 2] dat deze schuldeiser betrokken had moeten worden in het akkoord. Ook deze stelling is onjuist. De rechtbank heeft immers reeds geoordeeld dat [schuldeiser 7] geen onderdeel uit kan maken van het akkoord, omdat aan haar geen stemrecht toekomt, zodat deze schuldeiser dus ook niet betrokken kan worden in het akkoord. Daarmee is echter niet gezegd dat [schuldeiser 7] niet gebonden kan raken aan het akkoord. Om iedere onduidelijkheid hierover weg te nemen heeft [schuldeiser 7] dit – ten overvloede – ook aan [schuldenares] bevestigd. Dit sluit ook aan bij de liquiditeitsprognose waaronder [schuldeiser 7] op dezelfde data als [schuldeiser 3] zal worden betaald.
- 4.13. [schuldenares] is van mening dat het akkoord voldoet aan de prioriteitsregel. De rechtbank heeft reeds bepaald dat geen sprake van een schending van de prioriteitsregel is "*indien en voor zover de contante waarde van hetgeen aan de betreffende schuldeisers onder het akkoord wordt aangeboden gelijk is aan de hoogte van hun vordering*", derhalve dat "*een marktconforme vergoeding wordt aangeboden*". Onder het onderhavige akkoord is daar sprake van, zoals uitvoerig door de herstructureringsdeskundige is betoogd. De stelling van [schuldeiser 2] dat de rentevergoeding te laag is, en dus niet marktconform, is onjuist. Als er al iets met deze rentevoet zou zijn dan is het wel dat deze juist te hoog is, zoals door [schuldenares] is betoogd. [schuldenares] merkt op dat ieder ander redelijk handelende schuldeiser direct zou hebben ingestemd met een akkoord waarin

zij 100% aangeboden zou krijgen als een faillissement van de schuldenaar anders dreigde. [schuldeiser 2] wil kennelijk meer dan 100%.

- 4.14. [schuldenares] en ook de herstructureringsdeskundige hadden aanvankelijk slechts een beperkte wijziging van de Kredietovereenkomst voor ogen, maar op aandringen van [schuldeiser 2] hebben deze wijzigingen een breder bereik gekregen. Zoals de herstructureringsdeskundige al heeft opgemerkt, is als uitgangspunt van de gewijzigde Kredietovereenkomst een voorstel gebruikt dat door [schuldeiser 2] zelf is opgesteld. Thans maakt [schuldeiser 2] bezwaar op een aantal punten in de gewijzigde Kredietovereenkomst. Dit ziet op de navolgende (negen) punten:
1. de *covenant holiday* (in zijn algemeenheid);
  2. de *net leverage ratio* (meer bepaald de wijze van berekening daarvan);
  3. de *net leverage ratio* (meer bepaald het daadwerkelijke gekozen getal daarvoor);
  4. de definitie van *Financial Indebtedness* (meer bepaald de kosten-*carve-out*);
  5. de WHOA-kosten (meer bepaald de uitsluiting daarvan in berekeningen);
  6. de kosten van [schuldeiser 2] (meer bepaald de uitsluiting daarvan in berekeningen);
  7. de *cross-default* bepaling (meer bepaald met betrekking tot voormelde kosten);
  8. de *Permitted Payments* (meer bepaald met betrekking tot de aandeelhouders); en
  9. de kosten van [schuldeiser 2] (meer bepaald de wijze van betaling daarvan).
- 4.15. Het bezwaar van [schuldeiser 2] tegen het hanteren van een *covenant holiday* is voor [schuldenares] onbegrijpelijk en zij verzoekt de rechtbank hieraan voorbij te gaan. Een *covenant holiday* is in een situatie als deze essentieel en ook marktconform. Een andersluidend standpunt zou er immers op neer komen dat [schuldeiser 2], gelet op de uitzonderlijke omstandigheden waarin [schuldenares] zich op dit moment bevindt, vrijwel direct weer zou kunnen overgaan tot vervoegde opeising van haar lening wegens een technische schending van deze ratio's. De *covenant holiday* is daarnaast aangevuld met de minimum *liquidity covenant*. Dit betekent dat er ook additionele bescherming tegenover staat.
- 4.16. [schuldenares] is voorts van mening dat ook aan het bezwaar van [schuldeiser 2] over de (wijze van) berekening van de *net leverage ratio* voorbij dient te worden gegaan. Met haar bezwaarpunten betoogt [schuldeiser 2] dat de financiële ratio's strakker ingestoken moeten worden. [schuldeiser 2] wil eerder en sneller het recht krijgen om alsnog over te gaan tot vervroegd opeisen van haar lening. Dat is niet wenselijk en bovendien in een situatie als deze niet marktconform. Deze financiële ratio's zijn simpelweg berekend op basis van de liquiditeitsprognose welke gedeeltelijk gebaseerd is op de opgestelde rapporten, waaronder het Roland Berger rapport. De daarin gehanteerde techniek waarbij de *Relevant Period* wordt beperkt in tijd in combinatie met een *headroom* is zeer gebruikelijk. Hiermee wordt bewerkstelligd dat de impact van Corona-crisis niet doorwerkt en dat vanaf het moment van testen er weer sprake is van een genormaliseerde situatie. Het hanteren van een *headroom* bij een *leverage covenant* is ook gebruikelijk en volgt ook de methode onder de oorspronkelijke Kredietovereenkomst. Het aanpassen van de *Relevant Period* kwam daarnaast ook terug in het eigen voorstel van [schuldeiser 2].
- 4.17. De bezwaren over de *Financial Indebtedness*, meer specifiek de kosten-*carve-out* en de WHOA-kosten door [schuldeiser 2] zien op het uitsluiten van historische transacties waardoor deze niet meelopen in de *leverage* berekening. Deze historische uitsluiting ziet slechts op het verleden en doet niets met het risicoprofiel van [schuldenares] richting de toekomst. Daar komt bij dat de voornaamste, zo niet enige post, namelijk de schulden van [schuldenares] aan [schuldeiser 3] en [schuldeiser 7], zijn voorzien in de liquiditeitsprognose. Het wel mee optellen van deze posten in de *leverage covenant* en het model, had tot een andere *covenant setting* moeten leiden en dit heeft dus geen gevolgen voor het daadwerkelijke risicoprofiel van [schuldenares]. Op verzoek van [schuldeiser 2] zijn huurverplichtingen, hoewel ongebruikelijk, juist wel onder omstandigheden meegenomen. Met het oog op de toekomst sluit de gewijzigde Kredietovereenkomst aan bij de oorspronkelijke Kredietovereenkomst en zal aan de hand van de zogenaamde *Accounting Principles* moeten worden vastgesteld of schulden wel of niet moeten worden meegewogen voor de *leverage*



*covenant*, hetgeen marktconform is. [schuldenares] meent dan ook dat de rechtbank aan deze bewaren dient voorbij te gaan.

- 4.18. Ook aan het bezwaar van [schuldeiser 2] over de uitsluiting van haar juridische kosten, die [schuldeiser 2] mogelijk nog in rekening wenst te brengen, in de *leverage covenant* berekening dient te worden voorbij gegaan. Aangezien deze kosten nog niet zijn vastgesteld, is het niet mogelijk geweest deze in de *leverage covenant* berekening mee te laten wegen. De uitsluiting kent dus een praktische achtergrond. Daar komt bij dat deze kosten, voor zover betaalbaar, slechts betaalbaar worden aan het einde van de looptijd van de [schuldeiser 2] lening en derhalve geen invloed hebben op de liquiditeit van [schuldenares] .
- 4.19. Ook het bezwaar van [schuldeiser 2] op het ontbreken van het laten meewegen van de historische schulden aan [schuldeiser 3] in de zogenoemde *cross default* bepaling is niet relevant. [schuldenares] heeft immers reeds aangegeven bereid te zijn deze wijzigingen alsnog te willen maken. Daarmee is deze zorg weggenomen, mits [schuldeiser 2] bereid is in te stemmen met het voorstel van [schuldenares] .
- 4.20. Het bezwaarpunt van [schuldeiser 2] op de *Permitted Payments* ziet op het doen van betalingen aan aandeelhouders. [schuldeiser 2] meent dat deze uitzondering te ruim geformuleerd is. [schuldenares] heeft evenwel reeds aangegeven niet van deze (mogelijke) ruimte gebruik te zullen maken. Bovendien heeft [schuldenares] reeds aangegeven desnoods bereid te zijn deze wijzigingen alsnog te maken. Concreet komt de door [schuldenares] voorgestelde wijziging erop neer dat paragraaf (c) van de definitie van *Permitted Payments*, de bepaling waar [schuldeiser 2] over valt, wordt teruggedraaid naar de tekst van de oorspronkelijke Kredietovereenkomst en dat de ruimte die deze bepaling vermeend geeft buiten toepassing wordt verklaard voor de duur dat er *payment in kind* rente uitstaat. De zorg is hiermee weggenomen, mits [schuldeiser 2] bereid is in te stemmen met het voorstel van [schuldenares] .
- 4.21. [schuldenares] verzoekt de rechtbank het afwijzingsverzoek primair niet-ontvankelijk te verklaren en subsidiair af te wijzen en zowel primair als subsidiair in plaats daarvan overeenkomstig op het verzoek van de herstructureringsdeskundige ex artikel 383 Fw te beslissen en tot homologatie van het voorliggende akkoord over te gaan. Voor zover de rechtbank geen ruimte ziet om aan het afwijzingsverzoek voorbij te gaan, verzoekt [schuldenares] – zo nodig onder toepassing van artikel 379 Fw en/of artikel 3:13 BW – desalniettemin daartoe over te gaan in het belang van alle *stakeholders* van [schuldenares] .
- 4.22. Met betrekking tot het verzoek van de herstructureringsdeskundige ex artikel 371 lid 13 Fw refereert [schuldenares] zich aan het oordeel van de rechtbank.

## **5 Zienswijze van [schuldeiser 1]**

- 5.1. heeft schriftelijk haar zienswijze uitgebracht. Dit komt – samengevat en voor zover relevant – erop neer dat [schuldeiser 1] zich inhoudelijk aansluit bij de zienswijze van [schuldenares] . [schuldeiser 1] is van mening dat het akkoord dat thans voorligt redelijk en eerlijk is en aan alle gestelde randvoorwaarden voldoet. [schuldeiser 1] verzoekt de rechtbank dan ook om overeenkomstig het verzoek van de herstructureringsdeskundige te beslissen en tot homologatie van het akkoord over te gaan.

## **6 Standpunten Belastingdienst**

6.1. [schuldeiser 3] heeft ter zitting bij monde van de heer Vestjens verklaard dat hij het akkoord van de herstructureringsdeskundige ondersteunt. De belastingschuld die onder het akkoord valt, zal vanaf 2023 in 57 termijnen worden voldaan. Een en ander is door de herstructureringsdeskundige voldoende onderbouwd in het akkoord.

## **7 Standpunten [schuldeiser 4] en [schuldeiser 5]**

7.1. [schuldeiser 4] en [schuldeiser 5] hebben hun standpunten ter zitting nader toegelicht. Ook zij ondersteunen het akkoord van de herstructureringsdeskundige. De bezwaren die [schuldeiser 2] heeft zijn, zoals [schuldenares] terecht heeft aangevoerd, nagenoeg allemaal al aan de orde gekomen in de verzoeken ex artikel 378 Fw en daarop heeft de rechtbank reeds beslist. Het enige punt waar de rechtbank nog niet over heeft geoordeeld betreft de hoogte van de gehanteerde rentevergoeding. [schuldeiser 4] en [schuldeiser 5] hebben Value Insights onderzoek laten doen naar de hoogte van de gehanteerde rentepercentages en of deze marktconform zijn. Value Insights heeft vastgesteld dat de rentepercentages zoals door de herstructureringsdeskundige zijn gehanteerd hoger zijn dan de huidige marktconforme rente. Dit betekent feitelijk dat er waarde van de onderneming naar [schuldeiser 2] vloeit, maar [schuldeiser 4] en [schuldeiser 5] hebben daar vrede mee. Ook zij hebben er belang bij dat het akkoord slaagt en door de rechtbank wordt gehomologeerd.

## **8 Verzoek tot afwijzing van [schuldeiser 2]**

- 8.1. heeft namens een aantal stemgerechtigde schuldeisers – zowel schriftelijk als ter zitting – gemotiveerd verweer gevoerd tegen het onderhavige verzoek. Ter onderbouwing heeft [schuldeiser 2] – kort samengevat en voor zover relevant – het volgende aangevoerd.
- 8.2. [schuldeiser 2] verzet zich tegen homologatie van het akkoord, omdat zij ten onrechte wordt gekort onder het akkoord. Ook ontbreekt de benodigde draagkracht onder het akkoord. Een aandeel gelijk aan 3,1% van de totale waarde van de vorderingen heeft voorgestemd. Derhalve heeft het overgrote deel tegengestemd (96,9%). Voorts voert [schuldeiser 2] een aantal gronden aan waarom het akkoord niet zou kunnen worden gehomologeerd.

### *Informatie akkoord voldoet niet*

- 8.3. Volgens het aangeboden akkoord heeft de *senior* schuldeisers klasse ( [schuldeiser 2] ) een vordering van in totaal € 105.604.243,81 en volgens de herstructureringsdeskundige is deze vordering onbetwist. Dit is volgens [schuldeiser 2] onjuist, omdat de rente buiten beschouwing wordt gelaten. Deze rente lijkt wel in de gewijzigde Kredietovereenkomst meegenomen te worden, alhoewel daar dan weer geen expliciet bedrag wordt genoemd, maar slechts in algemene bewoording middels een rekenmethode aan de hand waarvan de exacte vordering van [schuldeiser 2] mogelijk kan worden berekend. De bewoording in de voorgestelde gewijzigde Kredietovereenkomst is vaag en onduidelijk is wanneer respectievelijke rentetarieven ingaan en tot welk bedrag deze tarieven leiden. Naar [schuldeiser 2] meent is deze onduidelijkheid een omissie in de gewijzigde Kredietovereenkomst die tot grote onduidelijkheid kan leiden. Volgens een eigen berekening van [schuldeiser 2] , op grond van bepalingen die uit de gewijzigde Kredietovereenkomst zouden volgen, zou de vordering van [schuldeiser 2] inclusief de rente thans € 111.176.259,33 bedragen. Bij het bepalen van de hoogte van de vordering van [schuldeiser 2] is nog geen rekening gehouden met de kosten die zij zelf heeft gemaakt in het WHOA traject van tenminste € 1.750.000,=. De werkelijke vordering van [schuldeiser 2] bedraagt derhalve € 112.926.259,33.

Het had voor de hand gelegen deze vordering als hoofdsom in het akkoord te betrekken. De herstructureringsdeskundige heeft aangevoerd genoemde kosten niet te willen betrekken in het akkoord, omdat hij niet de hoogte van de historische kosten wil bepalen, en dus ook niet de rente daarover, aangezien dit al volgt uit de (gewijzigde) Kredietovereenkomst. Dit standpunt miskent de beschikking van de rechtbank van 5 augustus 2021, waarin is geoordeeld dat [schuldeiser 2] ook voor deze kosten stemrecht toekomt en dat deze kosten dus in het akkoord moeten worden betrokken, en ook miskent dit standpunt de vraag wat nu precies de hoogte van de vordering van [schuldeiser 2] is, nu juist die vraag essentieel is om te bepalen of wat [schuldeiser 2] wordt aangeboden een contante waarde heeft die gelijk is aan de nominale waarde van haar vordering. Dat deze kosten wel zouden zijn meegenomen onder het akkoord is een misvatting. Bovendien worden de kosten slechts in aanmerking genomen aan het einde van de looptijd van de voorgestelde gewijzigde Kredietovereenkomst, waarbij [schuldeiser 2] mogelijk gehouden is eerst een rechterlijk oordeel te verkrijgen waaruit blijkt dat deze kosten verschuldigd zijn en of over de hoofdsom rente verschuldigd is. Het akkoord van de herstructureringsdeskundige is derhalve op twee punten onvolledig en strijdig met artikel 375 lid 2 sub b onder 2 Fw, reden om de homologatie op grond van artikel 384 lid 2 sub c Fw te weigeren. [schuldeiser 2] vermoedt overigens dat, indien wel de juiste vordering van [schuldeiser 2] zou zijn opgenomen, dit niet tot een andere stemuitslag zou hebben geleid. Desalniettemin is het ontbreken van deze informatie toch aanleiding om de homologatie te weigeren. Het ontbreken van de informatie onderstreept dat het akkoord kennelijk niet met voldoende zorgvuldigheid is samengesteld, hetgeen aanleiding is de homologatie te weigeren op grond van artikel 384 lid 2 sub i Fw.

*Akkoord voldoet niet aan de prioriteitsregel*

- 8.4. Het ten onrechte niet opnemen van de kosten van [schuldeiser 2] leidt tot een onjuiste nominale vordering, hetgeen doorwerkt in de prioriteitsregel. Met het akkoord biedt de herstructureringsdeskundige een bedrag aan waarvan hij meent dat de contante (markt)waarde gelijk is aan wat volgens de herstructureringsdeskundige de nominale waarde is. Nu de herstructureringsdeskundige de nominale waarde tenminste € 1.750.000,= te laag inschat, is de contante waarde van hetgeen hij ter compensatie aanbiedt niet gelijk aan de werkelijke nominale waarde, wat maakt dat zijn aanbod geen recht doet aan de daadwerkelijke vordering van [schuldeiser 2]. Het akkoord is wat [schuldeiser 2] betreft te mager; als wel de juiste nominale waarde was opgenomen, dan was het akkoord aanzienlijk gunstiger geweest voor [schuldeiser 2]. De stelling van de herstructureringsdeskundige dat deze kosten van [schuldeiser 2] voor vergoeding in aanmerking komen onder de *WHOA Plan Expenses* is te kort door de bocht. Over de *WHOA Plan Expenses* is namelijk geen rente verschuldigd. Een verschil van € 1.750.000,= kan niet worden weggeschreven door drie jaar later alsnog dit bedrag ineens zonder rente uit te betalen. Nu de nominale waarde die aan [schuldeiser 2] toekomt hoger is, moet ook reorganisatiewaarde overeenkomstig anders worden verdeeld. [schuldeiser 2] krijgt dan een groter aandeel van deze opbrengst wat doorwerkt in hetgeen voor andere schuldeisers beschikbaar is, ook wat betreft de beschikbare liquiditeit. Mogelijk zou hierdoor [schuldeiser 3] pas later betaald kunnen worden, of ook minder worden betaald. Zonder nadere toelichting van de herstructureringsdeskundige, die ontbreekt, is het niet duidelijk of het verkeerd opnemen van de waarde van de vordering van [schuldeiser 2] niet doorwerkt in de stemmingsuitslag.

*Voorwaarden zijn niet marktconform*

- 8.5. [schuldeiser 2] heeft voorts aangevoerd dat het huidige voorstel op negen punten een wijziging van de Kredietovereenkomst bevat ten nadele van [schuldeiser 2]. De oorspronkelijke Kredietovereenkomst was wel marktconform. Deze negen nadelen maken dat de gewijzigde Kredietovereenkomst die nu voorligt niet langer marktconform is.

Het eerste nadeel is de *covenant holiday*. In de Kredietovereenkomst wordt de *net leverage ratio covenant* opgeschort tot 31 december 2022. De *net leverage ratio* is van belang omdat dit een verhouding weergeeft tussen inkomsten (EBITDA) en vreemd vermogen. Als deze verhouding

ongunstig is, dan neemt het risico voor een kredietverstrekker toe. De inkomsten lopen dan immers uit de pas met de schulden, hetgeen ook maakt dat de mogelijkheid voor een herfinanciering aan het einde van de looptijd, en het aflossen van de bestaande financier, lager is. Ook werkt een minder strikte verhouding tussen schuld en inkomsten door in de *cash flow*; het risico op een verlies neemt toe. Voor [schuldeiser 2] is het daarom van essentieel belang toezicht te houden op deze verhouding en bij een verstoorde verhouding maatregelen te kunnen treffen conform haar contractuele rechten. Nu [schuldeiser 2] tot in ieder geval 31 december 2022 de mogelijkheid wordt ontnomen gevolgen te verbinden aan een verstoorde schuld / inkomsten verhouding, loopt [schuldeiser 2] het risico dat zij pas kan ingrijpen nadat schade is ingetreden. [schuldeiser 2] is effectief vleugellam; het opnemen van het *net leverage ratio covenant* verhoogt derhalve het risico van [schuldeiser 2] .

Het tweede nadeel is dat de eerste beoordeling op 31 december 2022 van de *net leverage ratio* niet langer op zuiver historische gegevens wordt gemaakt. Voor dit eerste beoordelingsmoment wordt de *Relevant Period* gedefinieerd op een wijze waardoor de beoordeling gaat op basis van het resultaat vanaf juli 2022 tot en met december 2022 vermenigvuldigd met twee, en dus niet op basis van het resultaat van de twaalf maanden daarvoor. Op deze wijze wordt het risico weggenomen dat in de eerste maanden een door COVID-19 pandemie vertekend resultaat bestaat. Het buiten toepassing houden van die situatie gebeurt al op een veelvoud op andere plaatsen, waaronder in de *headroom*, het opschorten van de PIK-rente en de *covenant holiday*. Het meervoudig meenemen hiervan zorgt voor een vertekend beeld van de status van [schuldenares] en brengt een bijkomend risico voor [schuldeiser 2] met zich mee. Dit bevestigt dat de financiering niet marktconform is.

Het derde nadeel is dat de *net leverage ratio* aanzienlijk ruimhartiger is geworden. Op 31 december 2020 zou deze onder de oorspronkelijke Kredietovereenkomst maximaal 3.5 tot 1 zijn geweest. Onder de gewijzigde Kredietovereenkomst is dat 7.75 tot 1, derhalve meer dan een verdubbeling. Dit betekent dat [schuldenares] effectief veel meer schulden en/of lagere inkomsten mag hebben dan oorspronkelijk de bedoeling was. Wederom loopt [schuldeiser 2] hiermee een hoger risico en is de ratio niet marktconform.

Het vierde nadeel is de bepaling in de Kredietovereenkomst dat kosten die verband houden met een ten tijde van het akkoord bestaande transactie of een transactie die verband houdt met het WHOA akkoord niet langer als *Financial Indebtedness* hebben te gelden. [schuldeiser 2] meent dat volstrekt onduidelijk is wat precies kosten zijn die verband houden met een ten tijde van het akkoord bestaande transactie of een transactie die verband houdt met het WHOA akkoord. Tussen de herstructureringsdeskundige en [schuldeiser 2] bestaat overeenstemming dat de uitgestelde belastingschulden onder deze definitie vallen, maar mogelijk valt ook huuruitstel hieronder en een veelvoud van andere posten. Nu [schuldeiser 3] is uitgezonderd is de *net leverage ratio*-test een dode letter geworden. Substantiële belastingschulden van enkele miljoenen euro's worden immers buiten beschouwing gelaten. De onduidelijkheid over de betekenis van de bepaling is in het nadeel van [schuldeiser 2] .

Het vijfde nadeel is dat voornoemde kosten zeer substantieel kunnen zijn. Door dergelijke kosten categorisch uit te sluiten van de beoordeling, bestaat een reëel risico dat de ratio beoordeling een geheel vertekend beeld geeft. Een vergelijk tussen de schulden en inkomsten is alleen zinvol als alle schulden in deze vergelijking worden betrokken. Nu substantieel kosten worden uitgezonderd, is de beoordeling niet meer zinvol en is wederom sprake van een toegenomen risico voor [schuldeiser 2] .

Het zesde nadeel is, in vergelijkbare zin, dat de door [schuldeiser 2] gemaakte juridische en financiële kosten niet meer meetellen voor de *net leverage* beoordeling. Ook deze kosten zijn substantieel, tenminste € 1.750.000,=. Het buiten beschouwing laten van deze kosten is een wezenlijk nadeel voor [schuldeiser 2] .

Het zevende nadeel is dat nu kosten die verband houden met een ten tijde van het akkoord bestaande transactie of een transactie die verband houdt met het WHOA akkoord niet langer als *Financial Indebtedness* hebben te gelden, er ook geen *cross default* is voor het geval deze kosten niet worden betaald. Het onbetaald laten van andere schuldeisers is een serieuze aanwijzing dat

een schuldenaar in zwaar weer verkeert. Het is dan ook niet zonder reden gebruikelijk dat een *cross default* bepaling deel uitmaakt van alle grote financieringen. De gewijzigde Kredietovereenkomst regelt dit echter niet. De *cross default* wordt hiermee ondergraven, wat een aanzienlijk hoger risico voor [schuldeiser 2] meebrengt.

Het achtste nadeel is de wijziging van de *Permitted Payment* clause. Aanvankelijk was opgenomen dat het [schuldenares] niet was toegestaan om betalingen te verrichten aan investeerders of gelieerde partijen zolang een verzuim voortduurt. In de gewijzigde Kredietovereenkomst is de uitzondering voor verzuimsituaties verdwenen. Dat is een schending van de prioriteitsregel. Ook wordt het risico dat [schuldeiser 2] loopt daarmee nog verder vergroot.

Het negende nadeel is dat de gewijzigde Kredietovereenkomst [schuldeiser 2] geen vergoeding toekent voor de reeds gemaakte juridische kosten. [schuldeiser 2] moet nog maar zien of deze kosten betaald worden aan het einde van de looptijd, en mogelijk moet zij eerst nog een rechterlijk oordeel verkrijgen waaruit blijkt dat de kosten terecht verschuldigd zijn. Ook moet [schuldeiser 2] onder de gewijzigde Kredietovereenkomst aantonen dat de kosten *reasonable* zijn, hetgeen zij onder de oorspronkelijke Kredietovereenkomst niet hoeft te doen. Ook renderen de kosten niet, waardoor het feitelijk een gratis krediet van tenminste € 1.750.000, = is. Dit acht [schuldeiser 2] niet redelijk en in het geheel niet marktconform.

Onder de voorgestelde Kredietovereenkomst zijn de voorwaarden aanmerkelijk slechter dan in 2018. Deze slechte voorwaarden, waaronder de *net leverage ratio*, vereisen een aanmerkelijke hogere *margin*. Verder is [schuldenares] aanmerkelijk minder kredietwaardig dan zij in 2018 was, hetgeen wederom een hogere *margin* vereist. Toch is de *margin*, en daarmee de rente, niet navenant hoger gesteld. Dit is op hetzelfde niveau als in 2018. De negatieve voorwaarden maken dan ook dat de overeenkomst niet marktconform is.

- 8.6. [schuldeiser 2] voert voorts aan dat de *net leverage*-test bepaling betekenisloos is geworden in verband met toepassing van de *headroom*. De herstructureringsdeskundige heeft een *headroom* op de door hem verwachte EBITDA gehanteerd van initieel 40%. Deze lagere toekomstige EBITDA is vervolgens als bodem gebruikt voor de minimumratio waar [schuldenares] op dat moment aan moet voldoen. Eind 2022 behoeft [schuldenares] om haar ratioverplichtingen te behalen dus niet de verwachte EBITDA te behalen, maar kan zij volstaan met 60% van deze EBITDA. De herstructureringsdeskundige heeft deze *headroom* ingesteld omdat geenszins zeker is dat de EBITDA zoals geprognostiseerd daadwerkelijk haalbaar is. Het hanteren van een *headroom* op de verwachte EBITDA is voor wat betreft het vaststellen van de *net leverage*-test niet ongebruikelijk. Wat wel ongebruikelijk is, is de *headroom* vast stellen zonder enige relatering aan het risico dat de kredietverstrekkers zullen lopen, zoals mede ingegeven door de hoogte van de *equity* bijdrage van de aandeelhouders. Ruimhartige *covenants* voor een periode van vijf kwartalen, een dusdanige hoge *headroom* en het niet opnemen van enige wezenlijke *equity* bijdrage is ongekennd en niet volgens de praktijk. Hierdoor loopt [schuldeiser 2] het risico dat zij enkel mag opeisen en executeren als haar onderpand een waarde vertegenwoordigt die lager is dan haar vordering. De *net leverage*-test dient ter bescherming van de schuldeisers. Uitgangspunt is de financier in staat te stellen in te grijpen voordat een tekort onoverkomelijk is, en niet pas daarna. De bepaling zoals nu geformuleerd voldoet niet en is ook niet marktconform.

*BFI methodiek is onjuist*

- 8.7. [schuldeiser 2] voert voorts aan dat de BFI methodiek niet aansluit bij de gewijzigde Kredietovereenkomst en dat het BFI rapport voorts een hogere rente vereist dan nu wordt aangeboden. Om een redelijke rente te kunnen bepalen is in ieder geval de kredietwaardigheid van de schuldenaar van belang alsmede de voorwaarden van de lening. Indien de schuldenaar niet kredietwaardig is en/of een reputatie heeft andere leningen niet af te lossen dan zal de schuldeiser een hogere rente willen ontvangen. Dit geldt ook als de voorwaarden van de lening ongunstig zijn. BFI heeft niet beide aspecten beoordeeld. Bij haar beoordeling heeft zij de exacte voorwaarden van de gewijzigde Kredietovereenkomst niet meegenomen.

Zij heeft immers een analyse gemaakt op grond van de oorspronkelijke Kredietovereenkomst. [schuldeiser 2] merkt op dat dat het rapport van BFI op 9 september 2021 in concept gereed lag, derhalve voor de gewijzigde Kredietovereenkomst beschikbaar was, en het concept daarna niet substantieel is gewijzigd. BFI betreft in haar analyse dus niet de precieze voorwaarden van de voorgestelde wijzigingen in de Kredietovereenkomst. BFI veronderstelt de bestaande financiering, inclusief rentebetalingen, en maakt vervolgens een analyse van de kredietwaardigheid van [schuldenares] . Rentebetaling is nu juist iets dat tijdelijk niet zal plaatsvinden onder de gewijzigde Kredietovereenkomst, namelijk tot 2023, en uiteindelijk dus voor drie jaar lang. De aannahme van BFI dat [schuldenares] wel rente zal betalen onderstreept dat BFI deze overeenkomst niet heeft meegenomen in haar analyse. Omdat een wezenlijk aspect voor prijsbepaling buiten beschouwing wordt gelaten is het BFI rapport dan ook niet leidend bij de bepaling wat een redelijke rente is. Het rentetarief dat BFI noemt is derhalve slechts een vertrekpunt, waarbij om de echte prijs te bepalen de voorwaarden van de gewijzigde Kredietovereenkomst zullen moeten worden betrokken. Deze voorwaarden zijn beduidend slechter dan de oorspronkelijke voorwaarden en bovendien niet marktconform.

Voorts heeft BFI het post-WHOA liquiditeitsmodel als uitgangspunt gebruikt. Dit model veronderstelt de gewijzigde Kredietovereenkomst, waarbij geen rente wordt betaald, terwijl in het BFI rapport de oorspronkelijke Kredietovereenkomst als uitgangspunt is gebruikt, waarbij wel rente worden betaald. Dit is inconsequent en deze methodiek laat te wensen over. Bij toepassing van een juiste methodiek had het oordeel moeten zijn dat de gewijzigde Kredietovereenkomst niet voorziet in daadwerkelijke rentebetalingen en dat dus de renteschaal hoger had moeten worden gesteld.

[schuldeiser 2] maakt voorts bezwaar dat BFI als aannahme aan haar rapport ten grondslag legt dat de EBITDA medio september 2024 circa € 30 miljoen zal bedragen. [schuldeiser 2] acht dit onwaarschijnlijk. Bij de minste tegenslag slaat de EBITDA volledig uit het lood. Verder hanteert BFI verkeerde vergelijkingstransacties. BFI kijkt naar twee transacties, maar maakt niet inzichtelijk dat en waarom deze transacties vergelijkbaar zijn. Het is goed mogelijk dat bedrijven in dezelfde sector een fundamenteel ander *business* model hebben, en daarmee andere financiën en een andere *credit rating*. Bovendien moeten de voorwaarden van de leningen worden betrokken, hetgeen BFI nalaat. Dit acht [schuldeiser 2] voldoende om de gemaakte vergelijking te diskwalificeren. Daarnaast is van belang dat [schuldenares] thans in verzuim is wat een rating van D zou verdienen. BFI kent nu een C rating toe; zij stelt dus dat de rating is verbeterd na de WHOA. *Credit Rating Agency's* zijn in het algemeen zeer terughoudend met het verhogen van *ratings*. [schuldeiser 2] maakt een vergelijking met een onderneming die na een *Chapter 11* (vergelijkbare) procedure naar een *rating* hoger dan D werd gezet, omdat de bestaande schuld met 83% werd afgewaardeerd. Een hogere *rating* wordt derhalve niet enkel toegekend op basis van een plan, maar ook omdat de vermogenspositie daadwerkelijk verbetert. Een dergelijke verbetering blijft bij [schuldenares] uit en de schuldpositie wordt juist slechter vanwege uitstellen van rente. Een rating van D zou volgens [schuldeiser 2] passend zijn, hetgeen een hogere rente rechtvaardigt. Ook al zou de analyse van BFI wel juist zijn, dan rechtvaardigt dat nog altijd niet het door de herstructureringsdeskundige aangeboden rentepercentage. In haar advisering veronderstelt BFI immers een marktconforme financieringsovereenkomst, iets wat de aangeboden financiering niet is. De rente die BFI voor een dergelijk normale overeenkomst adviseert is 6,7% tot 10,2%, met een *blended rate* van 8.5%. De rente voor een niet marktconforme lening waarvan de voorwaarden aanzienlijk slechter zijn, zou boven deze breedte moeten liggen. In de gewijzigde Kredietovereenkomst ligt de *blended rate* echter op 8% (14 maanden 9,75% en 22 maanden 6,75%), dus zelfs onder het advies van BFI. De herstructureringsdeskundige biedt [schuldeiser 2] derhalve een niet marktconforme rente aan.

*Herstructureringsdeskundige kan niet zijn aanbod verslechteren*

8.8. [schuldeiser 2] merkt verder op dat hetgeen de herstructureringsdeskundige thans aanbiedt

lager is dan eerdere voorlopige voorstellen. Eerst zou de rente vanaf het vierde kwartaal van 2021 worden voldaan. In het huidige voorstel wordt de rente tenminste tot eind 2020 opgeschort. Het oorspronkelijke voorstel voorzag ook niet in een verdere renteopschorting als de NOW-gelden moeten worden terugbetaald. Het nieuwe voorstel kent deze regeling wel. Ook voorzag het oorspronkelijke voorstel in trapsgewijze rentetarifiering, waarbij de rente lager werd als de *net leverage ratio* beter werd. In gelijke zin was de rente hoger zolang de ratio ongunstig was: bij een ratio van hoger dan 5.75:1 was de rente 9,75%. In het huidige voorstel is de *cash* rente in alle gevallen slechts 6,75%, het huidige voorstel veronderstelt dat de ratio op ieder moment slechter is dan 6:1. De koppeling tussen rente en ratio is derhalve aanzienlijk ongunstiger, terwijl ook een ruimhartigere ratio wordt verondersteld. Dit is in het nadeel van [schuldeiser 2]. Verder voorzag het oorspronkelijke voorstel in een *covenant holiday* tot 30 juni 2022; het huidige voorstel voorziet in een opschorting van de *covenant*-test tot eind 2022. Als de convenanten langer worden opgeschort, loopt [schuldeiser 2] meer risico. Daar komt bij dat de oorspronkelijke voorwaarden van de consensuele regeling niet zijn geadresseerd onder het huidige voorstel. Het aanbod van de herstructureringsdeskundige is derhalve steeds nadeliger geworden voor [schuldeiser 2]. Volgens de herstructureringsdeskundige is een en ander noodzakelijk voor het zekerstellen van de "economische uitgangspunten van het akkoord". [schuldeiser 2] meent dat de prioriteitsregel niet kan worden geofferd om de nakoming van het akkoord veilig te stellen. [schuldeiser 2] wijst er op dat een liquiditeitsinjectie noodzakelijk is. In plaats van [schuldeiser 2] zonder grondslag te korten, zou de herstructureringsdeskundige een akkoord moeten opstellen waarbij andere partijen een bijdrage leveren. Dit nalaten is een cruciale schending van de prioriteitsregel, althans de nakoming van het akkoord is niet gewaarborgd. De herstructureringsdeskundige meent echter dat de positie van [schuldeiser 2] op "bepaalde punten" zou verbeteren. Hij noemt er slechts twee: het nieuwe liquiditeitsconvenant en de liquiditeitsinjectie. [schuldeiser 2] acht het liquiditeitsconvenant echter te laag. De herstructureringsdeskundige onderkent dat [schuldenares] € 6 miljoen aan liquiditeit behoeft. Hij onderkent echter ook dat in de huidige omstandigheden [schuldenares] niet in staat is dit bedrag in liquiditeit aan te houden. Hij stelt het convenant derhalve slechts op € 3 miljoen, omdat zeker is dat [schuldenares] dit bedrag wel kan aanhouden. Dit is een doelredenering, hetgeen volgens [schuldeiser 2] niet juist is. Ook is volstrekt onduidelijk of de beloofde liquiditeitsinjectie van € 4 miljoen verstrekt zal worden en bovendien is de injectie onvoldoende om daadwerkelijk zekerheid te bieden.

#### *Nakoming is niet gewaarborgd*

- 8.9. [schuldeiser 2] stelt zich voorts op het standpunt dat nakoming van het akkoord niet gewaarborgd is en homologatie om deze reden moet worden geweigerd. Nakoming is niet gezekerd, omdat het succes van [schuldenares] uiterst precair is. De niet uit te sluiten kleine tegenvallers, zoals ter zitting ook door [schuldeiser 2] bij monde van de heer Wallit is betoogd en zoals de herstructureringsdeskundige onderkent, zullen buitensporig doorwerken in de EBITDA. Als de prognose op één of meer elementen niet wordt gehaald, wat uiterst reëel is, dan is nakoming niet gewaarborgd. [schuldeiser 2] heeft haar twijfels bij de prognose van de herstructureringsdeskundige.

[schuldeiser 2] acht de kans dat [schuldenares] met de minste tegenslag in acute geldproblemen komt groot. Om een dergelijke tegenslag op te vangen zou een adequate *cash* voorziening aangehouden moeten worden, en dit gebeurt thans niet. Volgens de herstructureringsdeskundige is een buffer van € 3 miljoen voldoende omdat [schuldenares] in werkelijkheid € 6 miljoen zal aanhouden en in staat zal zijn om € 3 miljoen aan *cash swings* te behalen. [schuldenares] krijgt onder het akkoord immers 10 werkdagen de tijd om een verzuim te helen. In die tijd kan [schuldeiser 2] geen actie ondernemen. Hiermee is [schuldeiser 2] volledig afhankelijk van de aandeelhouder of hij al dan niet besluit om het verzuim te helen, waarna [schuldeiser 2] mogelijk met de schade achterblijft. [schuldeiser 2] pleit ervoor om een *cash* buffer van € 6 miljoen te hanteren met eenzelfde termijn om het verzuim te helen, dan wel op de gestelde € 3 miljoen te laten staan met een korte herstelperiode. Ook zou, zoals eerder betoogd, een hogere cashinjectie dan de voorgestelde € 4 miljoen een oplossing bieden. [schuldeiser 2] is van mening dat onder

deze omstandigheden de nakoming van het akkoord niet is gewaarborgd, althans onvoldoende onderbouwd is.

*Structuur akkoord leent zich niet voor toewijzing akkoord*

8.10. [schuldeiser 2] voert voorts aan dat alleen [schuldeiser 3] voor het akkoord heeft gestemd. De stem van [schuldeiser 3] kan niet worden betrokken bij de vraag of homologatie geboden is. De stem van [schuldeiser 3] is oneigenlijk. Zijn stem niet is ingegeven omdat hij een beter aanbod krijgt onder het akkoord of omdat de wil van [schuldeiser 3] daadwerkelijk is gericht op het tot stand brengen van het akkoord. Zijn stem is ingegeven door het feit dat het aanbod past binnen de kaders van het "Besluit Noodmaatregelen Coronacrisis". Buiten en onder het akkoord ontvangt [schuldeiser 3] eenzelfde bedrag onder dezelfde voorwaarden. De voorstem van [schuldeiser 3] kan daarom geen grondslag zijn andere *stakeholders*, die in tegenstelling tot [schuldeiser 3] wel een belang hebben bij de uitkomst van het akkoord, via homologatie te binden. Bovendien vertegenwoordigt de vordering van [schuldeiser 3] een zeer gering aandeel van de stemgerechtigde schuldeisers, slechts 3,1%. In totaal is derhalve 96,9% niet voor het akkoord. De voorstem van [schuldeiser 3] moet dan ook buiten beschouwing blijven voor de vraag of het akkoord gehomologeerd kan worden, althans homologatie van het akkoord moet op grond van artikel 384 lid 2 sub i Fw worden geweigerd.

*[schuldeiser 7] ten onrechte buiten akkoord*

8.11. [schuldeiser 2] stelt zich voorts op het standpunt dat [schuldeiser 7] ten onrechte buiten het akkoord is gehouden. De aandeelhouders van [schuldenares] zijn van mening dat een deel van de fiscale schuld van [schuldenares] is gekocht door [schuldeiser 7], een aan de aandeelhouders gelieerde partij.

In een eerdere beschikking heeft de rechtbank geoordeeld dat [schuldeiser 7] geen stemrecht heeft op de vordering die zij vermeend heeft overgenomen. Dit laat echter onverlet dat [schuldeiser 7] wel aanspraak zal maken op betaling van deze vordering, ook nadat het akkoord zou zijn gehomologeerd. [schuldeiser 7] zou zich op het standpunt kunnen stellen dat zij niet aan het akkoord is gebonden, omdat zij geen partij is bij deze procedure. [schuldeiser 2] merkt op dat als [schuldeiser 7] dit doet en onverkort betaling vordert, zij effectief buiten het akkoord is gelaten. Hiervoor is geen grondslag. Temeer omdat [schuldeiser 7] is opgericht om het akkoord proces te verstoren en dus in het geheel geen recht heeft op betaling. [schuldeiser 7] had derhalve bij het akkoord betrokken moeten worden als betwiste schuldeiser. Nu dit is nagelaten, ligt homologatie van het akkoord voor afwijzing gereed op basis van artikel 384 juncto 375 Fw.

8.12. [schuldeiser 2] concludeert dat het akkoord principieel verkeerd is. De aandeelhouder legt niets toe en loopt geen enkel risico, terwijl de financier wordt geacht zijn vordering en de rentebetalingen voor drie jaar te parkeren tegen niet-marktconforme voorwaarden. Het akkoord, zoals het thans voorligt, voldoet niet aan de vereisten die de Faillissementswet hieraan stelt. Zij verzoekt de rechtbank het verzoek tot homologatie van het akkoord af te wijzen.

## **9 De beoordeling**

9.1. In de beschikking van 15 februari 2021 ex artikel 376 Fw heeft de rechtbank geoordeeld dat haar rechtsmacht toekomt ten aanzien van alle aan de rechtbank voorgelegde kwesties in verband met het door [schuldenares] (en later de herstructureringsdeskundige) aan haar schuldeisers voor te leggen akkoord. Voorts is daarin vastgesteld dat is gekozen voor een besloten akkoordprocedure buiten faillissement.

9.2. Ingevolge artikel 384 lid 1 Fw wijst de rechtbank het verzoek tot homologatie toe, tenzij zich één of meer van de afwijzingsgronden als bedoeld in artikel 384 lid 2 tot en met



4 Fw voordoet.

9.3. [schuldeiser 2] heeft namens 16 schuldeisers een verzoek tot afwijzing van de homologatie van het akkoord ingediend. Van die 16 partijen zijn er twee, [schuldeiser 8] en [schuldeiser 9], niet stemgerechtigd onder het akkoord. De herstructureringsdeskundige heeft hun (tegen)stem dan ook ongeldig verklaard. Niet is aangevoerd dat dit ten onrechte zou zijn geweest. Nu deze twee schuldeisers niet stemgerechtigd zijn onder het akkoord, kan de rechtbank genoemde schuldeisers niet ontvangen in hun verzoek tot afwijzing. De overige 14 schuldeisers namens wie [schuldeiser 2] een verzoek tot afwijzing heeft ingediend zijn wel stemgerechtigd onder het akkoord, zodat zij in hun verzoek kunnen worden ontvangen.

9.4. Bij de beoordeling van de verzoeken stelt de rechtbank het volgende voorop. Het gaat hier om een akkoord dat is voorbereid en aangeboden aan de stemgerechtigde schuldeisers door een onafhankelijke en onpartijdige, op verzoek van [schuldeiser 2] door de rechtbank aangewezen, herstructureringsdeskundige. De herstructureringsdeskundige heeft bij de vervulling van zijn taak aan onafhankelijke en onpartijdige derde partijen opdracht gegeven onderzoeken uit te voeren, onder meer naar de reorganisatiewaarde van de onderneming en, recent, naar de waarde van hetgeen de schuldeisers onder het akkoord wordt aangeboden.

De rechtbank heeft ten aanzien van de reorganisatiewaarde van de onderneming in haar beschikking van 2 september 2021 onder verwijzing naar voornoemde onafhankelijke en onpartijdige onderzoeksrapporten, die uitgaan van een reorganisatiewaarde van € 190,5 miljoen, vastgesteld dat de reorganisatiewaarde hoger is dan de schulden van de onderneming, zodat de waarde "in de aandelen breekt". Zoals eveneens door de rechtbank vastgesteld, heeft dit tot gevolg dat de schuldeisers recht hebben op volledige betaling van hun vorderingen en dat de aandeelhouders niet betrokken (kunnen) worden in het akkoord. Gezien de hoogte van de reorganisatiewaarde is het uitgangspunt dat wat aan de schuldeisers onder het akkoord zal worden aangeboden neer moet komen op een volledige betaling van hun vordering.

#### Artikel 384 lid 2 sub a

9.5. In haar beschikking van 2 september 2021 heeft de rechtbank (zie r.o. 10.18.) reeds geoordeeld dat op dat moment voldoende was gebleken van een pre-insolventietoestand ten aanzien van [schuldenares] en haar groepsmaatschappijen. Aangezien voor deze toestand een ex nunc toetsing geldt dient de rechtbank ook thans te beoordelen of (nog steeds) sprake is van een pre-insolventietoestand. Gesteld noch gebleken is dat niet langer sprake is van een pre-insolventietoestand.

#### Artikel 384 lid 2 sub b

9.6. De herstructureringsdeskundige heeft het akkoord op 16 september 2021 per e-mail aangeboden aan de stemgerechtigde schuldeisers. De stemgerechtigde schuldeisers zijn verzocht om uiterlijk 24 september 2021 het stemformulier aan de herstructureringsdeskundige op te sturen. Hiermee is voldaan aan de redelijke termijn voor voorlegging van het akkoord aan de stemgerechtigde schuldeisers als bedoeld in artikel 381 lid 1 Fw. Tevens is voor de stemming de procedure gevolgd waarvan de rechtbank in haar beschikking van 2 september 2021 (zie r.o. 10.16.) heeft geoordeeld dat deze voldoet aan de wettelijke vereisten.

#### Artikel 384 lid 2 sub c en d

9.7. [schuldeiser 2] stelt zich op het standpunt dat het akkoord niet voldoet aan het vereiste van artikel 375 Fw. De in het akkoord opgenomen informatie over de hoogte van haar vordering is onjuist. Zij stelt daartoe het volgende: (i) haar vordering is niet voor het juiste nominale bedrag

opgenomen in het akkoord, omdat de reeds verschuldigde (historische) rente buiten beschouwing wordt gelaten, (ii) alhoewel in de nieuwe Kredietovereenkomst wel het juiste nominale bedrag en de juiste rente is opgenomen, is de rekenmethode van de historische rente in dusdanig vage termen omschreven dat onduidelijk is tot welke bedrag dit gaat leiden, (iii) de kosten die [schuldeiser 2] zelf maakt in het WHOA traject, tot nu toe begroot op

€ 1.750.000,=, zijn niet bij de vordering opgeteld, terwijl in de beschikking van 5 augustus 2021 door de rechtbank is geoordeeld dat deze kosten vallen onder hetgeen is bepaald in artikel 20.3 van de Kredietovereenkomst, en (iv) [schuldeiser 7] is ten onrechte buiten het akkoord gehouden waarin zij als betwiste schuldeiser had moeten worden opgenomen.

[schuldeiser 2] stelt kortom voor een onjuist bedrag tot de stemming te zijn toegelaten. Alhoewel zij stelt dat het wél opnemen van de juiste vordering geen verschil voor de stemming had gemaakt, werkt het opnemen van een te lage vordering van [schuldeiser 2] door in het akkoord waardoor [schuldeiser 2] een te laag aanbod wordt gedaan dat geen getrouwe compensatie voor de rechten van [schuldeiser 2] biedt. Een juiste inschatting van de vordering zou een andere liquiditeitsprognose vereisen en zou vermoedelijk wel doorwerken in de stemuitslag, aldus nog steeds [schuldeiser 2] .

9.8. De herstructureringsdeskundige stelt hier tegenover dat het standpunt van [schuldeiser 2] onjuist is en dat de nieuwe Kredietovereenkomst op basis van de artikelen 31.1 en 34.2 voldoende aanknopingspunten biedt om door middel van een eenvoudige berekening tot de hoogte van de (historische) rente te komen. Het totale bedrag van de vordering van [schuldeiser 2] verschilt door de doorlopende rente per dag. Maar dit heeft geen invloed op de stemuitslag.

In het akkoord is over de kosten opgenomen dat alle kosten die onder de Kredietovereenkomst voor vergoeding door [schuldenares] in aanmerking komen ook als zodanig op de onderneming kunnen worden verhaald en in het akkoord worden meegenomen. Voor zover in het akkoord niet is opgenomen dat rente verschuldigd is over deze kosten is die mogelijke tekortkoming gedekt door de toezegging van [schuldenares] dat zij bereid is hierover rente te voldoen gelijk aan de PIK-rente vanaf de datum dat de kosten zijn gemaakt.

9.9. De rechtbank is van oordeel dat gelet op de tekst van het akkoord en de nieuwe Kredietovereenkomst geen sprake is van onjuiste informatie ten aanzien van de hoogte van de vordering van [schuldeiser 2] . Deze is voor de nominale waarde opgenomen, met daaraan gekoppeld een procedure voor het berekenen van de (historische) rente. Hiermee is op ieder moment het exacte bedrag van de verschuldigde rente op de openstaande vordering eenvoudig te berekenen. Het standpunt van [schuldeiser 2] dat [schuldeiser 7] als betwiste schuldeiser had moeten worden opgenomen kan de rechtbank evenmin volgen. In haar beschikking van 5 augustus 2021 (zie r.o. 10.9.) is immers bepaald dat [schuldeiser 7] in deze procedure geen stemgerechtigde schuldeiser is. Niet valt in te zien op welke grond [schuldeiser 7] thans dan wel als betwiste schuldeiser – en derhalve als een aparte klasse – dient te worden betrokken bij het akkoord. Het beroep op artikel 384 lid 2 sub c Fw kan derhalve niet slagen. Het standpunt van [schuldeiser 2] dat het niet meenemen van kosten die voor vergoeding in aanmerking komen onder de Kredietovereenkomst bij de vaststelling van de hoogte van haar vordering waarvoor zij tot de stemming had moeten worden toegelaten moet leiden tot een afwijzing op grond van artikel 384 lid 2 sub d Fw kan evenmin slagen. De toets die hier door de rechtbank dient te worden aangelegd is of het wél opnemen van de juiste hoogte van de vordering daadwerkelijk tot een andere stemuitslag over het akkoord had geleid. De rechtbank is, gelet op het standpunt van [schuldeiser 2] zelf en het feit dat zij de enige schuldeiser is in haar klasse, van oordeel dat dit niet het geval zou geweest zijn. Overigens houdt de rechtbank [schuldenares] aan haar toezegging over deze kosten de PIK-rente te vergoeden vanaf het moment dat de kosten zijn gemaakt.

#### Artikel 384 lid 2 sub e

9.10. De rechtbank zal bij de beoordeling van de vraag of nakoming voldoende is gewaarborgd

betrekken de stellingen van [schuldeiser 2] dat (i) de opschorting van de *covenant holiday* in het nadeel is van [schuldeiser 2], omdat zij daarmee haar risico niet kan beoordelen en ook niet kan ingrijpen als de verwachtingen tegenvallen, (ii) de beoordeling van de *net leverage ratio* niet op basis van historische gegevens gaat maar op basis van de gegevens vanaf juli 2022 en (iii) de *net leverage ratio* veel ruimhartiger is geworden, (iv) bij de *net leverage ratio* niet meespelen de kosten die verband houden met een ten tijde van het akkoord bestaande transactie of een transactie die verband houdt met het akkoord en onduidelijk is welke kosten dit zijn en (v) datzelfde geldt voor de juridische kosten van [schuldeiser 2] in verband met de onderhavige akkoordprocedure en voorts (vi) al die kosten geen deel uitmaken van de definitie van *Financial Indebtedness* en geen rol spelen bij de vraag of sprake is van een *cross default*. Volgens [schuldeiser 2] leveren al deze punten, (ook) in onderlinge samenhang beschouwd, voor [schuldeiser 2] het aanzienlijke risico op dat [schuldenares] het akkoord niet kan nakomen.

9.11. De rechtbank is van oordeel dat nakoming van het akkoord voldoende is gewaarborgd. Daarbij wordt overwogen dat artikel 384 lid 2 sub e Fw niet vereist dat de rechtbank moet vaststellen dat de vennootschap de toekomstige verplichtingen daadwerkelijk zal kunnen nakomen.

Vooropgesteld wordt dat in de door de onafhankelijke deskundigen opgestelde rapporten (juist) wordt voorzien in groei van de vennootschap. De rechtbank heeft geen enkele aanwijzing dat de verwachtingen, zoals die tot uitdrukking worden gebracht in die rapporten,

en die de rechtbank bij de beoordeling tot uitgangspunt heeft genomen (zie beschikking van 2 september 2021, r.o. 10.4.), op dit moment achterhaald zijn. Dat betekent dat niet kan worden geoordeeld dat nakoming van het akkoord onvoldoende is gewaarborgd omdat de verwachtingen in de praktijk kunnen tegenvallen. Bovendien biedt het akkoord [schuldeiser 2] voldoende ruimte om in te grijpen als de prestaties van [schuldenares], anders dan op dit moment op basis van de overgelegde, onafhankelijke deskundigenrapporten de verwachting is, achterblijven. Als de prestaties sterk afwijken van de in het rapport van Roland Berger gepresenteerde verwachtingen kan [schuldeiser 2] ingrijpen op grond van de *leverage ratio*. Die test geldt weliswaar pas vanaf december 2022 (en op basis van de prestaties van [schuldenares] vanaf juli 2022) en in dat geval zal, zoals [schuldeiser 2] terecht naar voren heeft gebracht, de reorganisatiewaarde lager zijn dan in deze procedure tot uitgangspunt is genomen, maar ook dan kan [schuldeiser 2] nog steeds de liquidatiewaarde realiseren. Daar komt bij dat [schuldeiser 2] (ook) zal kunnen ingrijpen als [schuldenares] niet voldoet aan het liquiditeitsconvenant. Daarvoor geldt geen *covenant holiday*; het liquiditeitsconvenant geldt onmiddellijk. Daarbij is van belang dat, zoals bij de homologatiezitting naar voren is gebracht, aan de hand van het wel of niet voldoen aan dit convenant (juist) bij een vennootschap als [schuldenares] (inkomsten via incasso bij de leden, dus via de kaspositie snel inzicht in terugloop ledental en lagere abonnementsprijzen dan verwacht) door [schuldeiser 2] kan worden vastgesteld in hoeverre de prestaties van de onderneming achterblijven bij de verwachtingen en [schuldeiser 2] dus vroegtijdig kan ingrijpen. De tien dagen termijn die daarbij in acht moet worden genomen is niet dermate lang dat aldus nakoming niet voldoende gewaarborgd is in de hiervoor bedoelde zin. Die termijn doet recht aan het belang van de vennootschap dat niet onmiddellijk wordt ingegrepen zodat een tijdelijke dip kan worden overwonnen, althans geld bijgestort kan worden, en aan het belang van de schuldeiser dat zij nog steeds tijdig genoeg haar recht kan uitoefenen als de prestaties achterblijven bij de verwachtingen. Ook aan de stelling van [schuldeiser 2] dat een buffer van € 6 miljoen is vereist wordt voorbijgegaan. De herstructureringsdeskundige en [schuldenares] hebben ter zitting uitgelegd waarom het voldoende is uit te gaan van € 3 miljoen. [schuldeiser 2] heeft hier onvoldoende tegenover gesteld.

9.12. De rechtbank neemt hierbij overigens wel tot uitgangspunt dat [schuldenares] de toezegging die in het verzoekschrift tot homologatie opgenomen wijzigingen van de Kredietovereenkomst (zie onder 51 van het verzoekschrift) over te nemen zal nakomen. Zie hiervoor, onder 3.6., 4.3. en 8.5.

Art 384 lid 2 sub f, g en h

9.13. Geen van de partijen heeft een beroep gedaan op een van deze gronden. Ook de rechtbank is niet gebleken van toepasselijkheid van een van deze bepalingen. Er is geen sprake van het aangaan van nieuwe financiering ten nadele van de gezamenlijke schuldeisers. De door de (uiteindelijke) aandeelhouders toegezegde kapitaalinjectie van € 4 miljoen is niet te beschouwen als een nieuwe financiering ten nadele van de schuldeisers. Ook is niet gebleken van bedrog, begunstiging of andere oneerlijke middelen bij het tot stand komen van het akkoord. Tevens is vast komen te staan dat het loon en voorschotten van de herstructureringsdeskundige zijn voldaan.

#### Artikel 384 lid 2 sub i

9.14. Naar het oordeel van de rechtbank zijn er geen andere redenen die zich tegen homologatie verzetten. [schuldeiser 2] heeft zich op het standpunt gesteld dat sprake is van een marginaal akkoord. De rechtbank volgt [schuldeiser 2] daarin niet, althans niet in die zin dat dit aan homologatie van het akkoord in de weg zou staan.

9.15. Het akkoord is aangeboden aan een beperkte groep schuldeisers, namelijk de groep schuldeisers die wordt vertegenwoordigd door [schuldeiser 2], [schuldeiser 3] en [schuldeiser 6]. In feite betreft het, naast [schuldeiser 3], de externe financiers van [schuldenares]. Zoals hiervoor reeds aan de orde kwam, zijn en konden de aandeelhouders niet (worden) betrokken in het akkoord in verband met de hoogte van de reorganisatiewaarde. Dat neemt niet weg dat de aandeelhouders, juist in verband met de hoogte van de reorganisatiewaarde, wel belang hebben bij een akkoord. [schuldeiser 3] heeft vóór het akkoord gestemd; [schuldeiser 2] heeft namens de door haar vertegenwoordigde schuldeisers tegen gestemd. Rabobank heeft zich van stemming onthouden. De positie van [schuldeiser 6] is aan de orde geweest in de beschikking van 5 augustus 2021. Daar was de vraag aan de orde of [schuldeiser 2] de vordering van [schuldeiser 6] rechtsgeldig heeft overgenomen en in dat kader het stemrecht verbonden aan die vordering kon uitoefenen. De rechtbank heeft geoordeeld dat [schuldeiser 2] misbruik heeft gemaakt van recht door het stemrecht van [schuldeiser 6] naar zich toe te trekken, met als gevolg dat het stemrecht verbonden aan die vordering bij [schuldeiser 6] is gebleven. [schuldeiser 6] heeft zich in het vervolg van de procedure (bij de behandeling van het tweede op artikel 378 Fw gegronde verzoek) op het standpunt gesteld dat – samengevat – het economisch belang bij [schuldeiser 2] ligt en zij zich om die reden onthoudt van stemming. Rabobank is door de herstructureringsdeskundige wel telkens actief betrokken bij de procedure. De positie van [schuldeiser 6] wordt onder het akkoord in (slechts) één opzicht gewijzigd, namelijk dat sprake is van een gewijzigde *leverage ratio*. Hoewel derhalve in aantallen zich slechts één schuldeiser achter het akkoord heeft gesteld, kan de rechtbank aan het onthouden van stemming door [schuldeiser 6] tegen de achtergrond van hetgeen [schuldeiser 6] onder het akkoord wordt aangeboden niet afleiden dat [schuldeiser 6] niet achter het akkoord staat, terwijl bovendien ook de aandeelhouders achter het akkoord staan, maar dat niet tot uitdrukking hebben kunnen brengen via een stemprocedure, nu op hun rechten niet ingegrepen is en kon worden door middel van het akkoord.

#### Artikel 384 lid 3

9.16. [schuldeiser 2] heeft haar verzoek tot afwijzing van het verzoek tot homologatie van het akkoord mede gebaseerd op het feit dat zij van mening is dat zij slechter af is op basis van het akkoord dan bij vereffening van het vermogen van [schuldenares]. In dit artikel is de zogenaamde *best interest of creditors* test opgenomen die inhoudt dat summierlijk moet blijken dat een individuele schuldeiser of aandeelhouder die niet met het akkoord heeft ingestemd op basis van het akkoord slechter af is dan bij vereffening in faillissement. Dit betekent dat de liquidatiewaarde van de onderneming het uitgangspunt is voor de beoordeling of de schuldeiser of aandeelhouder beter af is met hetgeen hij op basis van het akkoord krijgt aangeboden. Naar het oordeel van de rechtbank wordt met dit akkoord voldaan aan de *best interest of creditors* test. Tussen partijen is niet in geschil dat de liquidatiewaarde van [schuldenares] ligt tussen de € 49,4 miljoen en € 69

miljoen (zie r.o. 10.2. van de beschikking van 2 september 2021) en dat de vordering van [schuldeiser 2] op [schuldenares] deze waarde (ver) overstijgt. In het akkoord is opgenomen dat de vordering van [schuldeiser 2] op [schuldenares] aan het einde van de looptijd van dit akkoord volledig zal worden voldaan. Zonder (nadere) onderbouwing van de zijde van [schuldeiser 2], die ontbreekt, dat desondanks niet voldaan is aan de test als bedoeld in dit artikel, stelt de rechtbank vast dat niet summierlijk is gebleken dat [schuldeiser 2] op basis van het akkoord slechter af is dan bij vereffening in faillissement.

#### Artikel 384 lid 4 sub b

- 9.17. [schuldeiser 2] stelt zich op het standpunt dat bij de verdeling van de waarde wordt afgeweken van de prioriteitsregel. Zoals de rechtbank in haar beschikking van 2 september 2021 (r.o. 10.8.) heeft geoordeeld, en thans in r.o. 9.4. heeft herhaald, gaat het er in dit kader om dat herstructurering via toekenning van een schuldinstrument, waarbij de vordering volledig wordt voldaan, mogelijk is indien dit tegen een marktconforme rente gebeurt. De rechtbank is van oordeel dat dat in het thans voorliggende akkoord het geval is.
- 9.18. De herstructureringsdeskundige heeft voor de vaststelling van een marktconforme rente BFI als onafhankelijke deskundige ingeschakeld. BFI heeft, zo blijkt uit het *Debt Advisory Report*, zich gebaseerd op het Roland Berger rapport en gebruik gemaakt van een modelmatige benadering en de uitkomst daarvan afgezet tegen een marktbenadering. Daarbij is uitgangspunt geweest de reorganisatiewaarde van de onderneming. Uit de modelmatige benadering volgt een *CC rating* van de onderneming, die na marktbenadering is gecorrigeerd naar CCC+ / CCC-, waarop vervolgens de rentevergoeding is gebaseerd. Zowel de modelmatige benadering, als de marktbenadering, zijn gebaseerd op de onderneming na herstructurering en deugdelijk onderbouwd, waarbij de marktbenadering louter ter controle van de modelmatige benadering is gehanteerd. Op basis van het *Debt Advisory Report* kan worden vastgesteld dat de aangeboden rente marktconform is.
- 9.19. De stelling van [schuldeiser 2] dat de onderneming niet op CCC+ / CCC- kan worden gekwalificeerd, maar dat op een lagere *rating* zou moeten worden uitgekomen, is (deels) gebaseerd op de situatie van [schuldenares] op dit moment, terwijl bij de beoordeling van het akkoord moet worden uitgegaan van de situatie na herstructurering. Bovendien heeft [schuldeiser 2] deze stelling onvoldoende onderbouwd om tegenwicht te kunnen bieden tegen de uitgebreid onderbouwde rapportages van de door de herstructureringsdeskundige ingeschakelde onafhankelijke deskundigen. Zoals ter zitting nader is toegelicht zijn de nu gehanteerde voorwaarden, waaronder het rentepercentage en de gebruikte ratio's, in lijn met (het risicoprofiel dat volgt uit) deze *rating*.
- 9.20. De door [schuldeiser 2] verder opgeworpen bezwaren met betrekking tot de *net leverage ratio* zijn hiervoor onder r.o. 9.10. en 9.11. aan de orde gekomen. Zoals hiervoor reeds is overwogen worden de risico's die [schuldeiser 2] signaleert ondervangen, waardoor niet kan worden gesteld dat de aangeboden rente niet past bij de nieuwe inrichting van de financiering. Daarbij wordt overwogen dat het inleggen van geld door de aandeelhouders, zoals [schuldeiser 2] voorstaat, niet passend is onder dit akkoord, gegeven de hoogte van de reorganisatiewaarde.
- 9.21. De rechtbank stelt vast dat [schuldenares] heeft aangeboden om het achtste en negende bezwaar van [schuldeiser 2] tegen het akkoord weg te nemen, zoals reeds hiervoor onder r.o. 9.12. is overwogen.
- 9.22. De rechtbank komt dan ook tot de conclusie dat het aangeboden akkoord voldoet aan de prioriteitsregel.

#### Artikel 371 lid 13

- 9.23. De herstructureringsdeskundige heeft verzocht te bepalen dat zijn aanwijzing nog gedurende

een periode van (maximaal) vijf jaar voort zal duren. De andere partijen hebben daartegen geen bezwaar. De rechtbank zal conform het verzoek van de herstructureringsdeskundige beslissen.

## **10 De beslissing**

De rechtbank:

- verklaart [schuldeiser 8] en [schuldeiser 9] niet-ontvankelijk in hun verzoek;
- wijst af het verzoek van [schuldeiser 2] , namens de 14 stemgerechtigde schuldeisers, tot afwijzing van het homologatieverzoek;
- wijst toe het verzoek van de herstructureringsdeskundige tot homologatie van het door hem aangeboden akkoord;
  
- bepaalt dat de aanwijzing van de herstructureringsdeskundige voor een periode van maximaal vijf jaar voortduurt, te rekenen vanaf de dag van deze beslissing.

Gewezen 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 3 november 2021.