

357. Crediteuren op één lijn: een introductie in de structuur van de LMA intercreditor agreement

MR. K.J. RIBBINK EN MR. H.J. STEINVOORT

LMA-documentatie wordt in de Nederlandse financieringspraktijk erg veel gebruikt. In navolging op een eerder artikel van de hand van I. van Gasteren met betrekking tot de LMA Facilities Agreement, bespreken wij de structuur van de LMA Intercreditor Agreement voor Leveraged Acquisition Finance Transacties (Senior/Mezzanine).

Inleiding

Bij grote (acquisitie)financieringen zijn veelal verschillende (soorten) crediteuren betrokken. Het is niet ongebruikelijk dat bij die financieringen gebruik wordt gemaakt van een gelaagde financieringsstructuur wat betreft de aan te trekken leningen (niet zijnde aandeelhoudersleningen). Dat wil zeggen dat de verstrekkers van die leningen ten aanzien van hun vorderingen een bepaalde rangorde overeenkomen. Een in de praktijk veel voorkomende structuur is de *senior/mezzanine* structuur, waarbij, niet geheel onverwacht, de groep *senior lenders* in die rangorde vóór de groep *mezzanine lenders* komt. Vaak worden tevens door de *borrower(s)*, al dan niet verplicht, bepaalde risico's die met de aan te trekken financieringen gepaard gaan, zoals een renterisico, afgedekt door het afsluiten van een derivatencontract met zogenaamde *hedge counterparties*. Voorts is het bij een acquisitiefinanciering niet ongevoerd dat de overnemende partij, de *investor*, en/of de verkoper van de over te nemen onderneming, de *vendor*, aan de (aandeelhouder van de) koper (een speciaal voor de acquisitie opgerichte vennootschap, *special purpose vehicle*) die de *parent* wordt genoemd financiering verstrekken. Tot slot zijn er de schuldverhoudingen tussen de *parent* en de vennootschappen die onderdeel uitmaken van de (over te nemen) onderneming en tussen die vennootschappen onderling, de crediteuren in die schuldverhoudingen, de *intra-group lenders*. De vorderingen van al deze crediteuren zullen door de relevante debiteuren¹, de *debtors*, moeten worden voldaan. In normale situaties zal dat geen problemen opleveren; de financiële verplichtingen die zijn aangegaan door de *debtors* zullen immers zijn afgestemd op de draagkracht van die

debtors. Echter, indien de omstandigheden verslechteren kunnen er onvoldoende middelen zijn om de vorderingen van alle crediteuren te voldoen. Veelal kiezen de betrokken crediteuren er voor om de onderlinge rangorde voor die situatie, maar ook ten aanzien van gebeurtenissen voorafgaand daaraan, vast te leggen in een overeenkomst, de *intercreditor agreement* of samenwerkingsovereenkomst crediteuren.

De LMA intercreditor agreement

Als de *senior* en *mezzanine* financiering worden gedocumenteerd in een leningsovereenkomst die is gebaseerd op een model van de *Loan Market Association* (de 'LMA')², een organisatie die in 1996 is opgericht met het oog op, onder andere, het ontwikkelen van gestandaardiseerde financieringsdocumentatie voor grote gesyndiceerde financieringen, zal veelal, gelet op de onderlinge afstemming, tevens gebruik worden gemaakt van het bij die leningsovereenkomst behorende model LMA *intercreditor agreement*³. Een bijkomend voordeel is dat de LMA *intercreditor agreement* rekening houdt met het model derivatenovereenkomst van de International Swaps and Derivatives Association (ISDA) die de *hedge counterparties* doorgaans gebruiken.

In de *intercreditor agreement* komen zoal de volgende onderwerpen aan bod:

1. de rangorde van de betrokken crediteuren, onder andere uitgewerkt in:
 - a. een (contractuele) achterstelling;
 - b. restricties op het ontvangen van betalingen;

1 Voor de volledigheid, in de context van de beschreven crediteuren omvat het begrip debiteuren de leningnemers en garantiegivers onder genoemde financieringen, de wederpartijen van de *hedge counterparties* onder de derivatencontracten en, waar relevant, overige verstrekkers van zekerheden.

2 Zie voor een introductie van het model leningsovereenkomst ontwikkeld door de LMA, I. van Gasteren, 'De LMA Facilities Agreement: een introductie in de structuur en de meest relevante bepalingen', *FIP* 2018/362.

3 De volledige naam van dit document is 'Intercreditor Agreement for Leveraged Acquisition Finance Transactions (Senior/Mezzanine)'. In verband met dit artikel is gekeken naar de versie van 20 maart 2020. Waar wordt verwezen naar *intercreditor agreement* in dit artikel, wordt verwezen naar dat model *intercreditor agreement* van de LMA.

- c. restricties op het wijzigen en afstand doen van rechten onder de financieringsdocumentatie⁴;
 - d. restricties op het voortijdig opeisen van voorrechten;
 - e. de verdeling van de opbrengsten van de zekerheidsrechten⁵; en
 - f. verplichtingen tot het doorbetalen van (in strijd met de *intercreditor agreement*) ontvangen betalingen; en
2. de regeling over (uitwinning van de) de gedeelde zekerheidsrechten en de toekenning van bepaalde rechten aan, onder andere, de *security agent* in dat kader.⁶

Wij zullen hieronder in vogelvlucht en zoveel mogelijk artikelsgewijs de belangrijkste bepalingen van de *intercreditor agreement* weergeven en afsluiten met een aantal overwegingen ten aanzien van het toepasselijke recht. Let wel, de *intercreditor agreement* zoals besproken betreft een model, en dient aldus te worden aangepast om de exacte commerciële afspraken tussen partijen correct weer te geven. Bespreking van de meer algemene artikelen en die met betrekking tot de benoeming van de *security agent* laten wij achterwege. In het belang van de leesbaarheid en herkenbaarheid zullen de in de *intercreditor agreement* gehanteerde begrippen ook hier gebruikt worden.

Betrokken partijen en definities

De *intercreditor agreement* begint, zoals veel overeenkomsten, met een opsomming van de partijen. Bij de *intercreditor agreement* zal ieder van de eerder genoemde betrokk-

ken crediteuren en debiteuren partij zijn.⁷ Daarnaast zijn ook de vertegenwoordigers van de *senior lenders*, de *senior agent*, en de *mezzanine lenders*, de *mezzanine agent*, partij,⁸ alsmede de houder van de zekerheden, de *security agent*. De *security agent* wordt benoemd (en geïnstrueerd) door de *primary creditors* en houdt de zekerheden ten behoeve van die crediteuren. Slechts de *primary creditors* kunnen aanspraak maken op de opbrengsten die bij uitwinning van de zekerheden worden gegenereerd.

De intercreditor agreement: een vastlegging van de onderlinge rangorde tussen crediteuren

In art. 1 staan de definities, die een aanzienlijk aantal pagina's beslaan. De definities worden op veel plaatsen in de *intercreditor agreement* gebruikt en dienen dus als een centraal referentiepunt. Ze zijn vooral mechanisch van aard; dat wil zeggen, zij bevatten in tegenstelling tot bepaalde andere modellen van de LMA weinig commerciële voorwaarden. Zo beschrijven veel van de definities de vorderingen van de verschillende crediteuren op de *debtors*, deze definities eindigen op *liabilities*, de overeenkomsten waaronder dergelijke *liabilities* kunnen ontstaan, deze definities eindigen op *documents*, en de groepen van crediteuren, deze definities eindigen op *creditors*.

De kern van het verhaal: de rangorde

Art. 2 bevat eigenlijk de kern van de *intercreditor agreement*. Hierin wordt de rangorde tussen de vorderingen van de verschillende crediteuren overeengekomen. Dat gebeurt door middel van een achterstelling. Er wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds de *primary creditors*, zijnde de *senior lenders*, de *mezzanine lenders*, de *senior agent*, de *mezzanine agent* en de *hedge counterparties* en de overige (eerdergenoemde) crediteuren anderzijds. De vorderingen van de overige crediteuren zijn achtergesteld ten opzichte van de vorderingen van de *primary creditors*. Binnen de groep van *primary creditors* zijn de vorderingen van *mezzanine lenders* en de *mezzanine agent* achtergesteld ten opzichte van de vorderingen van de *senior lenders*, de *senior agent* en de *hedge counterparties*. Tussen de overige crediteuren onderling geldt geen bepaalde rangorde. De rangorde tussen de *primary creditors*, de overige

4 Dit om te voorkomen dat door een wijziging in een van de financieringsdocumenten de overige crediteuren die partij zijn bij de *intercreditor agreement* worden benadeeld of dat de afspraken in de *intercreditor agreement* worden doorkruist.

5 De *intercreditor agreement* gaat uit van gedeelde zekerheidsrechten. Dat wil zeggen dat de door de *debtors* aan de *security agent* verstrekte zekerheidsrechten dienen ter securering van de vorderingen van diverse crediteuren, de *secured parties*, veelal zijnde de *senior lenders*, de *hedge counterparties* en de *mezzanine lenders*, waarbij de laatste genoemde crediteuren tweede in rang komen (in de *waterfall*, zie hierna). Het model maakt gebruik van het concept van een *trust* om het verstrekken van zekerheidsrechten aan een *security agent* te faciliteren. Het Nederlandse recht kent echter het concept van een *trust* niet. Teneinde de zekerheidsrechten door één entiteit te kunnen laten houden wordt er, ten behoeve van de Nederlandse zekerheidsrechten, door de *debtors* een parallelle *debt* aangegaan. Kortgezegd betekent dit dat de *debtors* een schuld aangaan jegens de *security agent* die gelijk is aan het totaal van vorderingen van de *secured parties* op de *debtors*. De Nederlandse zekerheidsrechten worden dan gevestigd ter securering van die parallelle betalingsverplichtingen.

6 De *security agent* is een puur administratieve rol; de *security agent* zal over het algemeen handelen op basis van instructies van crediteuren en niet uit eigen beweging. Art. 12 van de *intercreditor agreement* bepaalt wie de *security agent* kan instrueren om over te gaan tot uitwinning van de gemeenschappelijke zekerheden. Totdat de gehele *senior* financiering is terugbetaald zijn het, in lijn met de algemene rangorde, in principe de *senior lenders* en *hedge counterparties* die exclusief bevoegd zijn om de *security agent* die instructies te geven. De enige uitzondering die hierop geldt, is indien er sprake is van het verstrijken van een hierna aan te halen *standstill* periode. Na het eindigen van die *standstill* periode zijn tevens de *mezzanine lenders* bevoegd de instructie aan de *security agent* te geven.

7 Indien er gedurende de looptijd van de *intercreditor agreement* nieuwe crediteuren en/of debiteuren bijkomen die onder een van bovengenoemde categorieën vallen, zullen zij moeten toetreden tot de *intercreditor agreement*, die daarvoor een specifiek mechanisme bevat.

8 Syndicaten van *senior lenders* en/of *mezzanine lenders* kunnen bestaan uit soms wel meer dan 100 *lenders*. Het is niet ongebruikelijk dat dergelijke syndicaten geregeld van samenstelling wisselen. Ter bevordering en stroomlijning van de communicatie tussen het syndicaat en de onderneming en de betalingen van en aan het syndicaat van *lenders* en de administratie, benoemen de *lenders* vaak een vertegenwoordiger, de *agent*. De *agent* zal, onder andere, zorgen voor de communicatie met de onderneming en fungeren als doorgeefluik voor betalingen die moeten worden gedaan door of aan het syndicaat van *lenders*.

crediteuren en de *primary creditors* onderling, volgt verder ook uit de structurering van de zekerheidsrechten, die tevens is opgenomen in art. 2. De groep van crediteuren wier vorderingen worden gedekt door de zekerheidsrechten is namelijk beperkt tot de *primary creditors*. Met de opbrengsten van de uitwinning van zekerheidsrechten zullen eerst de vorderingen van de *senior lenders*, de *senior agent* en de *hedge counterparties (pari passu)* worden voldaan en vervolgens die van de *mezzanine lenders* en *mezzanine agent*.

De kern uitgewerkt: de geboden en verboden

Art. 3 t/m 8 bevatten een nadere uitwerking van de diverse afspraken. Door middel van geboden en verboden die gelden voor de verschillende crediteuren wordt bewerkstelligd dat zij handelen in overeenstemming met de tussen hen overeengekomen rangorde. Iedere soort crediteur heeft in dit kader een eigen artikel.

Ten aanzien van de *senior lenders* (en *senior agent*) bepaalt art. 3:

1. *Restricties op betalingen*: betalingen (van zowel rente als hoofdsom) aan de *senior lenders* conform de *senior* (krediet)documentatie zijn toegestaan.
2. *Restricties op wijzigen onderliggende (krediet)documentatie*: wijzigingen zijn toegestaan, tenzij die betrekking hebben op, kort gezegd, een verhoging van de hoofdsom die een vooraf overeengekomen bedrag overschrijft,⁹ de rentevoet, andere betalingsverplichtingen of een uitstel van betalingen; in dergelijke gevallen is de toestemming van de meerderheid van de *mezzanine lenders* vereist.
3. *Restricties op het verkrijgen van additionele zekerheidsrechten en/of garanties*: additionele zekerheidsrechten en garanties zijn toegestaan mits deze ook worden aangeboden aan de overige *primary creditors* en deze geen inbreuk maken op de overeengekomen rangorde.

Ten aanzien van de *hedge counterparties* bepaalt art. 4:

1. *Restricties op betalingen*: betalingen aan de *hedge counterparties* zonder toestemming van een meerderheid van de *senior creditors* zijn slechts toegestaan indien het in de *intercreditor agreement* gespecificeerde betalingen betreft, waaronder begrepen reguliere betalingen uit hoofde van een derivatencontract, compensatie voor ingehouden belastingen of gemaakte kosten en, al dan niet onder bepaalde voorwaarden,¹⁰ betalingen in verband met de beëindiging van het onderliggende derivatencontract.
2. *Restricties op inhoud of wijzigen van onderliggende derivatencontracten*: het derivatencontract dient te vol-

doen aan een aantal vereisten en wijzigingen zijn niet toegestaan, tenzij de wijziging geen inbreuk oplevert op de (overige) bepalingen van de *intercreditor agreement* en de *senior* en *mezzanine* (krediet)documentatie.

3. *Restricties op het verkrijgen van additionele zekerheidsrechten en/of garanties*: additionele zekerheidsrechten en garanties zijn in beginsel niet toegestaan.
4. *Restricties op het beëindigen van het derivatencontract en/of opeisbaar maken van vorderingen*: beëindigen van het derivatencontract en/of verrekenen of opeisbaar maken van vorderingen zijn niet toegestaan, tenzij er sprake is van een specifiek benoemde situatie, waaronder begrepen insolventie van een *debtor*, *overhedging*, het zich voordoen van een opeisingsgrond onder de *senior*(krediet)documentatie en een uitwinningproces met betrekking tot de zekerheden.

Ten aanzien van de *mezzanine lenders* (en de *mezzanine agent*) bepaalt art. 5:

1. *Restricties op betalingen*: betalingen aan de *mezzanine lenders* zonder toestemming van de meerderheid van de *senior creditors* zijn in beginsel slechts toegestaan indien de betaling geen terugbetaling van de hoofdsom of opgerolde rente betreft en zich geen betalingsverzuim of een andere materiële opeisingsgrond onder de *senior* financiering heeft voorgedaan.¹¹
2. *Restricties op wijzigen onderliggende (krediet)documentatie*: wijzigingen zijn toegestaan, tenzij ze betrekking hebben op, kort gezegd, de hoofdsom, de rentevoet, andere betalingen aan de *mezzanine lenders* of een uitstel van betalingen; in dergelijke gevallen is de toestemming van de meerderheid van de *senior creditors* benodigd.
3. *Restricties op het verkrijgen van additionele zekerheidsrechten en/of garanties*: additionele zekerheidsrechten en garanties zijn in beginsel niet toegestaan.
4. *Restricties op het opeisbaar maken van vorderingen en/of instructie geven aan de security agent om over te gaan tot uitwinning van de zekerheidsrechten*: het (vervroegd) opeisbaar maken van de vorderingen die uitstaan onder de *mezzanine* (krediet)documentatie of het geven van een instructie aan de *security agent* om over te gaan tot uitwinning van de zekerheden is niet toegestaan, tenzij er sprake is van een opeisingsgrond in de onderliggende (krediet)documentatie en er een door de *mezzanine agent* afgekondigde *standstill* periode is verstreken,¹² een *debtor* failliet wordt verklaard of de meerderheid van de *senior creditors* toestemming heeft gegeven. Deze beperkingen vervallen als de *senior creditors* volledig zijn voldaan.

⁹ Dit bedrag, ook wel *senior headroom* genoemd, zal over het algemeen een van de grootste commerciële discussiepunten vormen tussen de *senior lenders*, de *debtors* en de *mezzanine lenders*.

¹⁰ Zo geldt voor betalingen verschuldigd als gevolg van beëindiging van een derivatencontract op bepaalde gronden die te maken hebben met het onderliggende krediet of een situatie die zich voordoet met betrekking tot de relevante *debtor* de voorwaarde dat er op het moment van de betaling of als gevolg van de betaling er geen sprake zal zijn van een opeisingsgrond onder de *senior* (krediet)documentatie.

¹¹ De *mezzanine* (krediet)documentatie zal bepalen dat, indien als gevolg van deze restricties, rentebetalingen niet zijn toegestaan, de rente die niet wordt betaald wordt opgeteld bij de hoofdsom. Dit wordt ook wel het oprollen van rente genoemd.

¹² De duur van deze *standstill* periode zal over het algemeen een van de grootste commerciële discussiepunten vormen tussen de *senior lenders* en de *mezzanine lenders*.

Art. 6 ziet op de schuldverhoudingen binnen de gefinancierde groep ondernemingen, en heeft dus betrekking op de *intra-group lenders*. Met betrekking tot de *intra-group lenders* geldt het volgende:

1. *Restricties op betalingen*: betalingen aan *intra-group lenders* zijn toegestaan tenzij er sprake is van een op eisingsgrond onder de *senior* en/of *mezzanine* financiering.¹³
2. *Restricties op het verkrijgen van zekerheidsrechten en/of garanties*: zekerheidsrechten en garanties zijn slechts toegestaan voor zover toegestaan onder de *senior* en *mezzanine* (krediet)documentatie of indien toestemming is verkregen van de meerderheid van *senior lenders* en *hedge counterparties* en/of, in bepaalde gevallen, de *mezzanine lenders*.
3. *Restricties op het opeisbaar maken van vorderingen*: het (vervroegd) opeisbaar maken van de vorderingen van de *intra-group lenders* is niet toegestaan, tenzij de *primary creditors* volledig zijn voldaan of een *debtor* failliet wordt verklaard.

Door middel van geboden en verboden die gelden voor de verschillende crediteuren wordt bewerkstelligd dat zij handelen in overeenstemming met de tussen hen overeengekomen rangorde

In art. 7 wordt aandacht besteed aan de *parent*, de entiteit die aan het hoofd staat van de groep ondernemingen die gefinancierd wordt. De volgende restricties gelden voor de *parent*:

1. *Restricties op betalingen*: betalingen aan de *parent* zijn, zonder toestemming van de meerderheid van de *senior creditors* en *mezzanine lenders*, alleen toegestaan, voor zover daarin is voorzien in de *senior* en *mezzanine* (krediet)documentatie, de *primary creditors* volledig zijn voldaan of een *debtor* van de *parent* failliet wordt verklaard.
2. *Restricties op wijzigen onderliggende (krediet)documentatie*: alleen toegestaan voor zover toestemming is verkregen van meerderheid van de *senior creditors* en *mezzanine lenders*.
3. *Restricties op het verkrijgen van zekerheidsrechten en/of garanties*: zekerheidsrechten en garanties zijn in beginsel niet toegestaan.
4. *Restricties op het opeisbaar maken van vorderingen*: het (vervroegd) opeisbaar maken van de vorderingen van de *parent* is niet toegestaan, tenzij een *debtor* failliet wordt verklaard.

Als laatste komen in art. 8 de *vendor* en de *investors* aan de beurt. De volgende restricties gelden voor deze crediteuren:

1. *Restricties op betalingen*: betalingen aan de *vendor* en *investors* zijn, zonder toestemming van de meerderheid van de *senior creditors* en *mezzanine lenders*, alleen toegestaan voor zover daarin is voorzien in de *senior* en *mezzanine* (krediet)documentatie, de *primary creditors* volledig zijn voldaan of een *debtor* van de *vendor* of *investor* failliet wordt verklaard.
2. *Restricties op wijzigen onderliggende (krediet)documentatie*: alleen toegestaan voor zover toestemming is verkregen van de meerderheid van *senior lenders* en *hedge counterparties* en/of *mezzanine lenders*.
3. *Restricties op het verkrijgen van zekerheidsrechten en/of garanties*: zekerheidsrechten en garanties zijn in beginsel niet toegestaan.
4. *Restricties op het opeisbaar maken van vorderingen*: het (vervroegd) opeisbaar maken van de vorderingen van de *vendor* of de *investors* is niet toegestaan, tenzij een *debtor* failliet wordt verklaard.

De kern uitgewerkt: betalingen in een faillissementsprocedure

Om te voorkomen dat bij faillissement van een *debtor* crediteuren betalingen ontvangen in het kader van de vereffening van de boedel of door verrekening, terwijl zij daar op grond van de in de *intercreditor agreement* opgenomen rangorde geen recht op hebben, bepaalt art. 9 dat iedere crediteur de curator dient te verzoeken om dergelijke betalingen aan de *security agent* te doen dan wel, indien er sprake is van verrekening, een bedrag gelijk aan het bedrag dat het onderwerp was van de verrekening aan de *security agent* over dient te maken. De *security agent* zal deze gelden vervolgens aanwenden ter voldoening van de vorderingen van de verschillende crediteuren in overeenstemming met de tussen hen geldende rangorde. Daarnaast stelt iedere crediteur de *security agent* aan om namens hem vorderingen opeisbaar te maken en ter verificatie in te dienen en betalingen te innen.

De kern uitgewerkt: geboden na betalingen in strijd met de rangorde

Ondanks het feit dat de crediteuren en *debtors* duidelijke afspraken hebben gemaakt over de tussen hen geldende rangorde, kan het zo zijn dat de vordering van een crediteur desalniettemin in weerwil van die afspraak wordt voldaan. Voor die gevallen zijn art. 10 en 11 opgenomen. Zij bepalen dat, indien vorderingen in strijd met de overeengekomen rangorde worden voldaan, de relevante crediteur het ontvangen bedrag dient over te maken aan de *security agent*, die dat bedrag vervolgens moet aanwenden ter voldoening van de vorderingen van de crediteuren die op grond van de rangorde op dat moment als eerste dienen te worden voldaan.

¹³ De ratio van het zijn toegestaan van deze betalingen, is dat deze betalingen worden gedaan aan entiteiten die zich binnen de *credit base* van de *senior* en *mezzanine* financieringen bevinden; er verandert aldus niet ten aanzien van de verhaalsmogelijkheden van de *primary creditors*.

De kern uitgewerkt: aanwending van bijzondere opbrengsten

De vorderingen van de crediteuren zullen over het algemeen worden voldaan door reguliere betalingen door de relevante *debtors*. Het kan echter ook zo zijn dat er gedurende de looptijd van de financieringen opbrengsten worden gerealiseerd uit een ‘gewone’ of executieverkoop van aandelen in of activa van een of meer *debtors*, dan wel anderszins.¹⁴ Art. 13, 14, 15 en 16 bevatten een regeling over de aanwending van dergelijke opbrengsten waarbij het uitgangspunt is, dat die opbrengsten in overeenstemming met de rangorde worden uitgekeerd. Om de belangen van de verschillende crediteuren bij zo’n desinvestering te waarborgen en dergelijke processen te faciliteren, worden in art. 13 en 14 een aantal voorwaarden aan de verkoopprocessen gesteld en rechten aan de *security agent* toegekend. Zo is onder andere opgenomen dat bij een executieverkoop een *fair value*¹⁵ moet worden verkregen voor hetgeen wordt verkocht en kan de *security agent* namens de crediteuren afstand doen van hun vorderingen.¹⁶

Aanwending van opbrengsten: de Waterfall

De kern uitgewerkt: de ‘waterfall’

Zoals blijkt uit bovenstaande, kan de *security agent* betalingen ontvangen¹⁷ die hij moet doorbetalen aan de verschillende crediteuren conform de overeengekomen rangorde. De uitwerking van deze rangorde, ook wel de *waterfall* genoemd, en de wijze waarop rekening wordt gehouden met toekomstige vorderingen, is opgenomen in art. 18 van de *intercreditor agreement*. De *waterfall* bepaalt dat de door de *security agent* ontvangen bedragen eerst worden aangewend ter voldoening van vorderingen van de *security agent*, vervolgens ter voldoening van executiekosten, daarna wordt er uitgekeerd aan de *senior agent* (die het bedrag verdeelt onder de *senior lenders*) en de *hedge counterparties*, waarna er wordt uitgekeerd aan de *mezzanine agent* (die het bedrag onder de *mezzanine lenders* verdeelt) en wat overblijft wordt ten slotte uitgekeerd aan eventuele overige gerechtigden. Als er na het doorlopen van de *waterfall* nog een bedrag overblijft, wordt dat uitgekeerd aan de relevante *debtor*.

Het toepasselijke recht

Het door ons besproken model *intercreditor agreement* wordt, net als het model leningsovereenkomst van de LMA, beheerst door Engels recht. Afhankelijk van de context van de transactie, is het niet ongebruikelijk om een ander

rechtstelsel van toepassing te verklaren op de *intercreditor agreement*. Zo zal bij een financiering die met name raakvlakken heeft met Nederland,¹⁸ veelal worden gekozen voor het Nederlandse recht. Het enkele gegeven dat voor een ander toepasselijk recht wordt gekozen, betekent echter niet dat dat model onbruikbaar wordt. De betrokken partijen en hun adviseurs zullen echter wel rekening moeten houden met de vereisten die naar lokaal recht gelden voor en/of het wettelijk kader dat, voor zover aanwezig, van toepassing is op de afspraken die typisch worden gemaakt in de *intercreditor agreement*. Een en ander dient op een juiste wijze te worden gereflecteerd in de *intercreditor agreement*, onder andere om te voorkomen dat achteraf blijkt dat de afspraken die partijen hebben gemaakt, in dan wel buiten faillissement, niet afdwingbaar of uitvoerbaar blijken te zijn naar lokaal recht ten opzichte van de betrokken partijen (en een eventueel benoemde curator).¹⁹ Voor een *intercreditor agreement* die wordt beheerst door Nederlands recht komt het, gelet op het feit dat de Nederlandse wet grotendeels zwijgt over (de gevolgen van) de figuur van achterstelling, met name aan op het vermogen van de betrokken partijen en hun adviseurs om hun afspraken in te passen in de wat meer algemeen toepasselijke rechtsfiguren.

Tot slot

De *intercreditor agreement* is de overeenkomst waarin de crediteuren en, vaak ook, de debiteuren in het kader van de financiering van de groep waartoe die debiteuren behoren afspraken maken ten aanzien van de rangorde die geldt tussen de diverse crediteuren. Bij grote (acquisitie)financieringen zal veelal gebruik worden gemaakt van een model van de LMA. Het model van de LMA werkt de rangorde tussen de verschillende crediteuren uit door middel van, onder andere, achterstelling, verschillende geboden en verboden en het uitschrijven van een zogenoemde *waterfall*.

Dit artikel is afgesloten op 11 november 2020.

Over de auteurs

Mr. K.J. Ribbink

Senior Professional Support Lawyer en advocaat te Amsterdam bij Stibbe N.V.

Mr. H.J. Steinvooft

Advocaat te Amsterdam bij Clifford Chance LLP.

14 In de *intercreditor agreement* wordt in betaling met middelen anders dan geld, verzekeringspenningen en opbrengsten van claims op adviseurs in verband met de acquisitie van de onderneming voorzien.

15 In een Nederlandse context dient een *fair value* te worden geacht te zijn behaald indien er wordt verkocht in het kader van een uitwinningproces dat heeft plaatsgevonden in overeenstemming met Nederlands recht.

16 Immers, het bestaan van vorderingen en/of aanspraken op het verkochte zal van negatieve invloed zijn op de te behalen verkoopprijs.

17 Bijvoorbeeld op grond van art. 9 t/m 11 en 13 t/m 16.

18 Bijvoorbeeld indien de onderneming met name actief is in Nederland, de financiering geheel of grotendeels wordt verstrekt door Nederlandse partijen en/of de leningsovereenkomst en/of de overige vorderingen worden beheerst door Nederlands recht.

19 Voor Nederlandsrechtelijke situaties, zonder volledig te willen zijn, valt dan, afhankelijk van de soort achterstelling die wordt beoogd, te denken aan de vereisten van art. 3:277 lid 2 BW, het al dan niet opnemen van een derdenbeding om niet (daar waar de senior crediteur geen partij bij de achterstellingsovereenkomst is) en, indien relevant, aan het wetsvoorstel verpandingsverboden (als er een verbod tot overdracht van de juniorvordering wordt overeengekomen).