

Directe overeenkomsten in projectfinanciering

Mr. W.J. van den Berg*

Inleiding

Zowel in de publieke als in de private sector worden veel industriële en infrastructurele projecten met behulp van projectfinanciering gerealiseerd. Te denken valt hier aan de realisatie en exploitatie van een elektriciteitscentrale of aan publiek-private samenwerkings- (hierna: PPS-)projecten, zoals het ontwerpen, bouwen en onderhouden van een snelweg, school of ziekenhuis.

Projectfinanciering is een vorm van financiering waarbij een project wordt gefinancierd op basis van een vaak in de toekomst te genereren kasstroom vanuit het project (*cashflow*), waarmee de financiers kunnen worden terugbetaald. Directe overeenkomsten worden ter aanvulling van het reguliere zekerheidspakket van deze financiers aangegaan. Zij zijn instrumenten die karakteristiek zijn voor projectfinanciering nu zij zich toespitsen op het waarborgen van een ononderbroken *cashflow* en specifiek passen binnen de typische projectstructuur. In deze bijdrage wordt de directe overeenkomst nader beschreven. Eerst worden de principes van projectfinanciering en de daaraan gerelateerde projectstructuur uitgelegd, waarna meer specifiek wordt ingegaan op de mechanismes uit de directe overeenkomst waarmee de *cashflow* kan worden gewaarborgd. Nadat is ingegaan op de plaats van de directe overeenkomst in het Nederlandse recht, volgt ten slotte een korte conclusie.

Projectfinanciering

Projectfinanciering is een vorm van financiering die in de jaren tachtig is ontstaan in de proces- en olie-industrie. Projecten in die industrieën, zoals de bouw en exploitatie van een boorplatform, zijn pas rendabel als de voorziening daadwerkelijk beschikbaar of exploitabel is – in de fasen daarvoor komen weinig tot geen inkomsten binnen. De zekerheid van een stroom aan projectinkomsten vormt de basis van de door de verschaffers van vreemd vermogen (meestal: banken) bij de start van het project te verstrekken financiering.

Om te waarborgen dat de projectinkomsten beschikbaar zijn om de financiers van het project te kunnen terugbetalen en ervoor te zorgen dat deze inkomsten op geen enkele wijze door risico's buiten het project worden beïnvloed, richten de betrokken partijen een speciale projectvennootschap op. Deze projectvennootschap heeft geen andere taken dan het uitvoeren van het

project en wordt meestal met de Engelse term 'Special Purpose Vehicle' (hierna: SPV) aangeduid. De taken van de SPV worden vastgelegd in een projectovereenkomst, waaruit de belangrijkste inkomsten worden gegenereerd. Deze overeenkomst komt in verscheidene vormen voor, afhankelijk van het type project. Voorbeelden zijn DBFMO (*Design, Build, Finance, Maintain and Operate*), BOT (*Build, Operate and Transfer*), *offtake* en *power purchase agreements*. Essentieel voor projectfinanciering is dat in de projectovereenkomst een voorspelbare kasstroom aan projectinkomsten – *cashflow* – wordt gecreëerd. Dit wordt bereikt door de SPV zo risicovrij mogelijk te maken, hetzij door risico's te leggen bij de opdrachtgever, hetzij door deze door te geven aan andere opdrachtnemers, hetzij door deze te verzekeren of anderszins af te dekken.

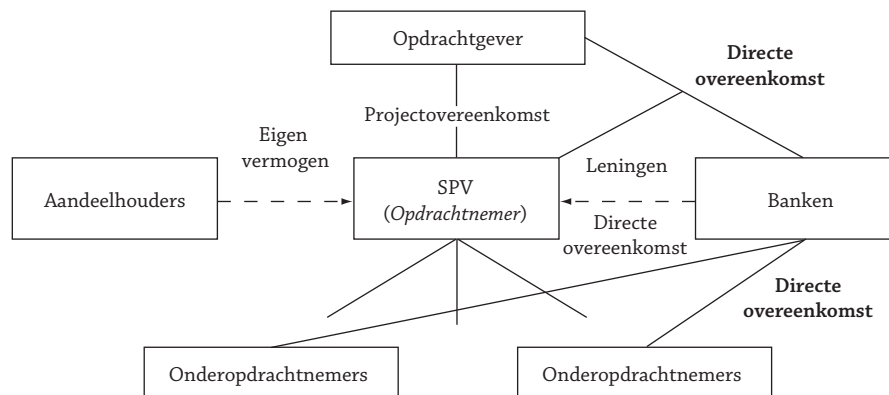
De projectovereenkomst wordt gesloten tussen een opdrachtgever en de SPV als opdrachtnemer. De opdrachtgever is in het geval van een PPS-project een overheid en in een privaat project bijvoorbeeld een elektriciteitsbedrijf.

De kern van projectfinanciering is dat projecten op basis van *limited recourse* (gelimiteerd verhaal op aandeelhouders in de SPV) of zelfs *non-recourse* (geen verhaal op aandeelhouders in de SPV) worden gefinancierd. Daarmee vormt niet de solvabiliteit van de aandeelhouders de basis bij projectfinanciering, maar slechts het vertrouwen dat de financiers kunnen hebben in een ononderbroken *cashflow*. Projectfinanciering biedt daardoor de mogelijkheid een project *off-balance* te financieren: zij is een vorm van financiering waarbij de balansen van investeerders en aandeelhouders niet of nauwelijks door het project worden bezwaard. De verhouding van vreemd en eigen vermogen (*debt-equity ratio*) ligt bij projectfinanciering bovendien vrij hoog. *Off-balance* financieren kan ook voor overheden een voordeel opleveren wanneer projectfinanciering plaatsvindt in de vorm van PPS: (uitgaven voor) overheidsvoorzieningen drukken immers in eerste instantie niet op de balans van de overheid en leiden niet tot een verhoging van het overheidstekort.

Vanwege de afhankelijkheid van de *cashflow* houden de financiers nauwlettend toezicht op de structuur van het project: zij verrichten uitvoerig boekenonderzoek (*due diligence*) om alle relevante risico's in kaart te kunnen brengen. Het project is financieringswaardig (*bankable*) als de projectrisico's beheersbaar zijn. Concreet betekent dat dat de SPV, die partij wordt bij de financieringsovereenkomsten, zo risicovrij mogelijk zal wor-

* Mr. W.J. van den Berg is werkzaam als advocaat bij Clifford Chance. Met speciale dank aan mr. J.H.W. Koster, tevens advocaat bij Clifford Chance, voor het proeflezen van deze bijdrage.

Figuur 1: Projectstructuur



den gemaakt en haar taken en risico's niet alleen worden doorgeschoven naar de opdrachtgever, maar ook naar onderopdrachtnemers en andere partijen waarmee de SPV overeenkomsten sluit. De overeenkomsten met de andere partijen bevatten zo veel mogelijk bepalingen identiek aan de relevante bepalingen in de projectovereenkomst. Door deze risicoallocatie, ook wel *back-to-back* allocatie genoemd, wordt de SPV grotendeels een entiteit die zich uitsluitend bezighoudt met het management van het project en de financiële afwikkeling van betalingsstromen.

De projectstructuur ziet er schematisch weergegeven als volgt uit in bovenstaand figuur 1.

Directe overeenkomsten

Opvallend in deze projectstructuur zijn de zogenoemde 'directe overeenkomsten'. Deze overeenkomsten zijn karakteristiek voor projectfinanciering en hebben ten doel de financiers te waarborgen dat de *cashflow* beschikbaar blijft voor de aflossing van de leningen en de betaling van de rente. Tussen de financiers, de opdrachtgever in een project en de SPV wordt allereerst een directe overeenkomst aangegaan. Daarnaast sluiten de financiers doorgaans ook directe overeenkomsten met onderopdrachtnemers en andere relevante partijen in een project, zoals leveranciers van cruciale technologie en houders van intellectuele eigendomsrechten. Het gevaar dat de *cashflow* niet blijft lopen, kan immers uit diverse hoeken komen; er bestaan meerdere contractuele situaties die voor het in stand houden van de *cashflow* van belang zijn. Directe overeenkomsten zijn een aanvulling op het zekerheidspakket van de financiers. Dit pakket bestaat vaak niet uit de conventionele zekerheidsrechten; vooral in PPS-projecten is het vestigen van rechten van pand of hypotheek op overheidsgoederen vaak niet realiseerbaar vanwege de publieke functie van deze goederen.

Naast het vestigen van bepaalde rechtstreekse aanspraken van de financiers jegens de wederpartijen in de directe overeenkomst is het kenmerk van dergelijke overeenkomsten dat zij mecha-

nismes bevatten op grond waarvan de financiers het roer kunnen overnemen van de SPV, zodra de stabiliteit van de *cashflow* in gevaar komt. De financiers doen dit door 'in de schoenen van de SPV te stappen' – om die reden worden de rechten uit de directe overeenkomsten ook wel instaprechten of *step-in rights* genoemd. Vaak voorkomende gronden waarop financiers kunnen instappen, zijn:

- een (aanvraag voor) faillissement of surseance van betaling (insolventie);
- een tekortkoming onder de financieringsovereenkomsten;
- (het risico op) beëindiging van de desbetreffende projectovereenkomst; of
- het door de opdrachtgever gebruikmaken van rechten onder een garantie.

Zodra een van deze scenario's plaatsheeft, moet de SPV of de andere partij daarvan mededeling doen aan de financiers. De overeenkomst dient daarmee een belangrijk doel: het creëren van een *early warning system* voor de financiers dat de *cashflow* in gevaar komt.

Na de mededeling volgt er normaliter een adempauze, die wel de interim-periode of *freeze period* wordt genoemd. De financiers kunnen in deze periode beslissen wat zij willen doen: instappen of niet. Soms is instappen niet eens nodig en kunnen de financiers in deze periode de neuzen van partijen al dezelfde kant op krijgen, waardoor het project kan worden voortgezet. Als dat niet lukt, maar de financiers wel een serieuze kans zien om het project te kunnen redden, zullen zij op grond van de directe overeenkomst instappen; daarmee vangt de 'instapperperiode' aan.

Wijzigingen van zowel tijdelijke als permanente aard

Tijdens de instapperperiode kunnen door de financiers wijzigingen van zowel tijdelijke als permanente aard worden aangebracht. Meestal wordt overeengekomen dat alle partijen daaraan verplicht mee zullen werken. De instappende partij (dit kunnen de financiers zijn, al of niet via een speciaal vehikel, maar ook een

beoogde nieuwe projectsponsor) is alleen gedurende de instapperiode aansprakelijk voor de verplichtingen jegens haar contractuele wederpartijen. Mocht de reddingsoperatie niet mogelijk blijken, dan blijft de SPV voor de overige schulden aansprakelijk.

Wijzigingen met een tijdelijk karakter zijn vooral wijzigingen om tussentijds orde op zaken te stellen in afwachting van de finale herstructurering. Dergelijke wijzigingen kunnen bijvoorbeeld met behulp van een op grond van de directe overeenkomst verkregen onherroepelijke last en volmacht worden aangebracht.

Een voorbeeld van het aanbrengen van een wijziging met een permanent karakter is het overdragen van de projectovereenkomst naar een vervangende SPV. Gezien haar allesomvattende karakter kan de rechtsfiguur van contractsovername ex artikel 6:159 BW daarvoor geschikt zijn. Contractsovername doet de gehele rechtsverhouding overgaan en heeft tot gevolg dat de vervangende SPV in de rechtspositie van de originele SPV treedt.¹ Dit betekent dat niet alleen de vorderingsrechten en de schulden van de SPV naar de vervangende SPV overgaan, maar ook zogenoemde wilsrechten. Er zijn natuurlijk ook situaties denkbaar waarin het juist wenselijk is dat bepaalde vorderingen in de oorspronkelijke SPV achterblijven. De herstructurering dient dan een andere vorm te krijgen.

Minder ingrijpend, maar nog steeds van permanente aard, is het aanbrengen van één of meer wijzigingen in de contractuele, vennootschappelijke, management- of zeggenschapsstructuur van of rond de SPV of een andere partij. Dergelijke wijzigingen kunnen bijvoorbeeld worden aangebracht door de financiers een onherroepelijke last en volmacht te geven tijdens de instapperiode. Voorbeelden van wijzigingen die hiermee kunnen worden aangebracht, zijn het vervangen van bestuursleden, het wijzigen van de statuten of het overdragen van de aandelen aan een derde partij.

Plaats van de directe overeenkomst in het Nederlands recht

De directe overeenkomst heeft – zoals projectfinanciering in het algemeen – een Angelsaksische oorsprong en haar structuur is sinds haar introductie in Nederland niet dramatisch gewijzigd. Zij heeft hierdoor nog een hoge mate van gedetailleerdheid en vertrouwt weinig op de aanvullende werking van het Burgerlijk Wetboek.²

Een project is in beginsel niet-*bankable* als de financiers niet ook tijdens een faillissement of surseance van betaling het roer van de SPV in de projectstructuur kunnen overnemen. In tegenstelling tot bijvoorbeeld het Engels recht kan het Nederlandse faillissementsrecht de financiers die ruimte niet verschaffen.

Immers, in geval van een faillissement of surseance van betaling heeft een curator of een bewindvoerder het beheer en de beschikking over het vermogen van de SPV. Het gebruik van de instaprechten zou derhalve afhankelijk zijn van medewerking van een curator of bewindvoerder.

Om de financiers toch de gewenste ruimte te geven zonder een dergelijke afhankelijkheid wordt in de directe overeenkomst meestal een speciale voorziening opgenomen voor het geval er sprake van insolventie is. Op grond van deze voorziening vervangt een eerder opgerichte entiteit de SPV als wederpartij bij de projectovereenkomst op het moment van insolventie. Het vervangen gebeurt door de automatische beëindiging van de oorspronkelijke projectovereenkomst en de ogenblikkelijke inwerkingtreding van een identieke projectovereenkomst met de entiteit als vervangende wederpartij.

Tot slot

Directe overeenkomsten zijn in projecten die met behulp van projectfinanciering worden gerealiseerd, vaak een vitaal onderdeel van het zekerhedenpakket van externe financiers, nu zij een waarborg bieden dat de essentiële kasstroom aan projectinkomsten, de *cashflow*, ononderbroken blijft. Gezien het feit dat zij weinig afhankelijk zijn van dwingend recht, kunnen directe overeenkomsten gemakkelijk naar de wensen van partijen en per project worden aangepast.

Directe overeenkomsten bevatten vaak systemen waarmee de financiers worden gewaarschuwd als de *cashflow* in gevaar komt. Daarnaast bevatten zij rechten op grond waarvan de financiers na deze waarschuwing voor een beperkte periode (de instapperiode) het roer in het project van partijen kunnen overnemen. In de instapperiode bieden directe overeenkomsten de financiers doorgaans een verscheidenheid aan instrumenten, zoals bijvoorbeeld contractsovername, waarmee herstelwerkzaamheden kunnen worden verricht en wijzigingen in de projectstructuur kunnen worden aangebracht.

Om vorenstaande redenen vormen directe overeenkomsten een uitermate flexibele vorm van zekerheid en kunnen zij in een verscheidenheid aan projecten worden toegepast.

1. Zie T.J. Mellema-Kranenburg, (T&C BW), art. 6:159 BW, Deventer: Kluwer 2007, p. 2463-2464.

2. F.J.P. Delissen, Publiek-private samenwerking, in: Contracten met de overheid, losbl., Deventer: Kluwer 1997, B.III.1-4, p. 2-8.