

Minister van Justitie en Veiligheid  
t.a.v. mr A.M. Wolfram-van Doorn  
Postbus 20301  
2500 EH DEN HAAG

Tevens per email en via <https://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie>

mr R. van den Sigtenhorst  
prof. mr R.D. Vriesendorp  
mr drs. R.M. Hermans  
Datum 30 november 2017  
Onze ref. sigtenhr\Desktop\20171130 Reactie  
Consultatie WHOA\RvdS

Betreft: Internetconsultatie WHOA

Excellentie,

## 1 INLEIDING

### 1.1 Een goed voorstel dat spoedige invoering verdient

1.1.1 Op 5 september 2017 heeft u via internet een openbare consultatie uitgezet voor het bijgewerkte tweede wetsvoorstel (het "**Wetsvoorstel**") van de tweede pijler van het wetgevingsprogramma "Herijking faillissementsrecht" tot invoering van de *Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement* ("**WHOA**"). Evenals eerder bij de internetconsultatie over het concept-voorstel *Wet continuïteit ondernemingen II* ("**WCO II**"), waarop de WHOA voortborduurde, geven wij graag onze zienswijze op het Wetsvoorstel gezien de betrokkenheid van ons kantoor bij tal van grote (inter-)nationale herstructureringen waarbij grote economische belangen en geregeld ook veel werkgelegenheid op het spel staan.

## Inhoudsopgave

1	Inleiding .....	1
1.1	Een goed voorstel dat spoedige invoering verdient .....	1
1.2	Belangrijke gerealiseerde verbeteringen .....	3
1.3	Nog te realiseren verbeterpunten: beperkte aanpassingen en aanvullingen .....	5
1.4	"Beter" als grootste vijand van "goed" – belangrijk om de WHOA niet meer ingrijpend te wijzigen .....	6
2	Belangrijkste punten om ongewijzigd te behouden .....	7

2.1	Essentie van de WHOA: no <i>holdouts</i> .....	7
a.	Nut en noodzaak van cram-down .....	7
b.	WHOA kent terecht beide vormen van cram-down .....	8
2.2	De nodige, maar ook voldoende bescherming voor tegenstemmende schuldeisers/aandeelhouders en -klassen.....	9
a.	Bescherming door de homologatiecriteria.....	9
b.	Gepercipieerde risico's cross-class cram down in de praktijk beperkt .....	11
c.	Bescherming ook door de rechterlijke toetsing, die meeevert met de mate van steun voor het akkoord .....	12
d.	Cash-out option: liefst schrappen, anders ongewijzigd behouden .....	13
e.	Voldoende (vangnet-)bescherming tegen misbruik, chicanes, of (economisch) onaanvaardbare uitkomsten: binnen de WHOA door (specifieke en algemene) homologatieweigeringsgronden en daarbuiten. ....	15
	Algemene weigeringsgrond eventueel ambtshalve toets maken .....	15
2.3	Geen, of in ieder geval geen zwaardere toegangstoets .....	16
2.4	Het akkoord kan ook na aanbieding nog worden gewijzigd .....	19
2.5	Akkoord op initiatief van de schuldeisers, via een deskundige.....	20
2.6	Alleen de schuldenaar kan vroege beslissingen vragen over essentiële elementen van het akkoord.....	21
2.7	Behoud en versterk de bescherming van het akkoord tegen ipso facto-clausules en bepalingen met een vergelijkbaar effect .....	22
2.8	Geen rechtsmiddelen: essentieel dat geen hoger beroep wordt opengesteld .....	23
2.9	Vereiste van minnelijk voortraject niet formaliseren .....	24
2.10	Afschaffing van het getalscriterium bij stemming dient te worden gehandhaafd .....	26
2.11	Overige te behouden sterke punten van het Wetsvoorstel .....	27
3	Een enkel fundamenteel (verbeter)punt .....	29
3.1	Gespecialiseerde rechters .....	29
a.	WHOA-akkoorden horen thuis bij één – gespecialiseerd en deskundig – gerecht.....	29
b.	Welke rechter is de meest aangewezen instantie? Financiering door gedifferentieerd griffierecht .....	31
3.2	(Niet-)toepasselijkheid van de Europese insolventieverordening .....	31

	a.	Het Wetsvoorstel moet kiezen: WHOA komt wel of niet op Annex A van de herschikte Europese Insolventieverordening ("InsVo").....	31
4		Overige knelpunten en mogelijkheden tot verbetering .....	33
	4.1	Overzicht .....	33
	4.2	Schorsing faillissementsverzoeken en afkoelingsperiode dienen ruimer / meer flexibel te zijn (art. 3d / 375).....	33
	4.3	<i>Safe haven</i> voor herstructureringskrediet: bescherming is niet sterk genoeg/verkeerd ingestoken .....	36
	4.4	Akkoord in surseance of schuldsanering na mislukt WHOA-akkoord dient wel mogelijk te zijn (art. 252 / 287a).....	39
	4.5	De exclusieve bevoegdheid van economisch belanghebbenden boven juridische schuldeisers (art. 369 lid 4) is niet altijd juist .....	41
	4.6	Het Wetsvoorstel regelt ten onrechte niet de positie van de pandhouder van aandelen en vorderingen en kan verbeterd worden waar het de certificaathouders van aandelen betreft.....	42
	4.7	De opsomming van aansprakelijke derden in het kader van de mogelijkheid om rechten tegen borgen, medeschuldenaren etc. aan te tasten (art. 369 lid 7 en 370 lid 2) is onvolledig.....	43
	4.8	Uitzonderingen op de <i>absolute priority rule</i> : <i>gifting</i> ontbreekt.....	44
5		Tot besluit .....	47

1.1.2 Waar het wetsvoorstel voor WCO II al een grote stap in de juiste richting was, is het Wetsvoorstel WHOA op een aantal punten nog belangrijk verbeterd. Het Wetsvoorstel is duidelijk 'volwassener' geworden. Wanneer het zou worden ingevoerd zoals het nu voorligt, kan het een belangrijk middel zijn om in financiële moeilijkheden verkerende, maar potentieel levensvatbare ondernemingen te redden en zo waarde en werkgelegenheid te behouden in het belang van alle bij de onderneming betrokken stakeholders: onder meer schuldeisers, werknemers en leveranciers, en meer in het algemeen de Nederlandse samenleving.

## 1.2 Belangrijke gerealiseerde verbeteringen

1.2.1 In het Wetsvoorstel is een aantal concepten uit het voorstel WCO II nog beter uitgewerkt, op belangrijke punten in lijn met onze reactie op de consultatie over dat wetsvoorstel,<sup>1</sup> met andere reacties uit praktijk en wetenschap, en met bestaande en komende internationale wet- en regelgeving, waaronder de het voorstel van de Europese Commissie voor een Richtlijn inzake Preventieve

<sup>1</sup> [Reactie De Brauw Blackstone Westbroek N.V. Consultatie WCO 2, 15 december 2014](http://www.debrauw.com/wco2), zie ook <http://www.debrauw.com/wco2>.

Herstructureringen<sup>2</sup> (de “**Concept Richtlijn**”). Daarnaast hebt u een aantal belangrijke bepalingen toegevoegd en obstakels geschrapt, eveneens vaak in lijn met de hiervoor aangehaalde reacties en regelingen. Bijna steeds hebt u zo een nog betere balans bereikt tussen de belangen van betrokken stakeholders en de vereiste doelmatigheid, effectiviteit en efficiëntie van de WHOA, c.q. tussen belangen van stakeholders onderling. Wij doelen onder meer op:

- De *safe haven* voor herstructureringskrediet (art. 42a)  
→ Zie echter ook onze opmerkingen / aanvullingen daarbij in 4.3)
- De mogelijkheid om rechten tegen borgen, medeschuldenaren etc. in het akkoord te betrekken (art. 369 lid 7 en 370 lid 2)  
→ Zie echter ook onze opmerkingen / aanvullingen daarbij in 4.7
- De mogelijkheid om wederkerige overeenkomsten te herstructureren (art. 372 lid 1 en 2)
- De bescherming van het akkoord tegen ipso facto-clausules en bepalingen met een vergelijkbaar effect (art. 372 lid 3)  
→ Zie echter ook onze opmerkingen / aanvullingen daarbij in 2.7
- Het verbeterde criterium voor klassenindeling (art. 373)
- De bescherming van het akkoord tegen faillissementsverzoeken en andere individuele verhaalsacties door opschorting / een afkoelingsperiode (art. 375)  
→ Zie echter ook onze opmerkingen / aanvullingen daarbij in 4.2)
- De geschillenregeling om snel duidelijkheid te krijgen over essentiële elementen van het akkoord (art. 376)  
→ Zie onze opmerkingen daarover in 2.6
- De beperking van het instellen van rechtsmiddelen (art. 371 lid 6, 375 lid 5, 376 lid 6 en 381 lid 6)  
→ Zie onze opmerkingen daarover in 2.8
- Afschaffing van het getalscriterium bij stemming (art. 378 lid 4)  
→ Zie onze opmerkingen daarover in 2.10
- De maatwerkbepaling (art. 377)
- De verbeterde homologatiecriteria (artt. 380 en 381)  
→ Zie echter ook onze opmerkingen / aanvullingen daarbij in 4.8

1.2.2 Gezien het voorgaande is de balans sterk positief. Wij bevelen invoering van de WHOA op korte termijn dan ook van harte aan, om aan het Nederlandse insolventierecht een modern herstructureringsinstrument toe te voegen, dat nu node wordt gemist en zonder welk middel Nederland internationaal uit de pas blijft lopen. Het reorganiserend vermogen van ondernemingen zal met de WHOA worden versterkt, zonder dat wordt afgedaan aan de thans gegroeide praktijk van informele, (min of meer) consensuele buitengerechtelijke herstructureringen. Die

---

<sup>2</sup> Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van Richtlijn 2012/30/EU, [COM/2016/0723 final - 2016/0359 \(COD\)](#).

praktijk zal door de WHOA juist worden versterkt. Het wetsvoorstel kent namelijk het heldere uitgangspunt dat de onderneming in de problemen eerst met de relevante stakeholders een oplossing moet proberen te bereiken, alvorens een WHOA-akkoord wordt aangeboden.

- 1.2.3 De WHOA dient hierbij als een stok achter de deur: mits de essentie van het Wetsvoorstel wordt behouden, loont het voor schuldeisers of andere stakeholders niet meer, of veel minder, om in onderhandelingen over de redding van een onderneming een onredelijk minderheidsstandpunt in te nemen of die onnodig te vertragen. Voor de schuldenaar geldt hetzelfde, gezien de mogelijkheid voor schuldeisers om een deskundige te laten benoemen die een akkoord kan aanbieden. Voorts raken ook aandeelhouders hun vetorecht kwijt, aangezien zij in het akkoord kunnen worden betrokken en de WHOA de ruimte biedt om in geval van een onredelijke opstelling statutaire of obligatoire blokkeermogelijkheden buiten werking te stellen. Deze, en een aantal andere belangrijk hiervoor al (1.2.1) genoemde obstakels worden in het Wetsvoorstel aangepakt, waar nu in herstructurerings 'omheen moet worden gewerkt of -gestructureerd' – wat onnodig tijd en geld kost, onzekerheid met betrekking tot de uitkomst oplevert, en in verband daarmee stakeholders ongerechtvaardigd *leverage / nuisance value* oplevert (zie daarover in het algemeen, en waarom het moet worden vermeden, 2.1.4 e.v.). Gezien het voorgaande, en de grote nadelen die daaraan zouden zijn verbonden, pleiten wij ertegen om het vereiste van (een poging tot) een minnelijk voortraject te formaliseren: zie hierna 2.9.

### 1.3 Nog te realiseren verbeterpunten: beperkte aanpassingen en aanvullingen

- 1.3.1 In het vervolg gaan wij op een aantal van de hiervoor bedoelde aanpassingen nader in. Daarnaast stellen wij nog een aantal aanvullingen en aanpassingen voor, waarbij wij wederom aanhaken bij de uitgangspunten die – zoals in onze reactie op het wetsvoorstel WCO II meer uitgebreid toegelicht – ten grondslag zouden moeten liggen aan een goede regeling van het buitengerechtelijk akkoord:
- (a) Discretie en snelheid
  - (b) *Deal certainty*
  - (c) Snel definitieve duidelijkheid over de belangrijkste uitgangspunten, zoals akkoordvoorstel, klassen en stemming
  - (d) Ter zake kundige rechters
  - (e) Het volgen van buitenlandse voorbeelden en de internationale ontwikkelingen in het algemeen (met vermindering van nadelen)
- 1.3.2 Wij verwachten opnieuw dat met onze aanvullingen en aanpassingen het Wetsvoorstel, dat al goed is, nog beter kan worden. Daarbij is onze aanpak overigens geweest, ons zoveel mogelijk te beperken. Wij bevelen ook u sterk aan om wijzigingen aan het Wetsvoorstel na de consultatie zo beperkt mogelijk te houden.

#### 1.4 "Beter" als grootste vijand van "goed" – belangrijk om de WHOA niet meer ingrijpend te wijzigen

- 1.4.1 Het is u thans goed gelukt om voor een ingewikkelde materie een relatief eenvoudige, flexibele kaderregeling voor te stellen,<sup>3</sup> die toch welhaast alle essentiële kwesties voldoende adresseert en waarvan mag worden verwacht dat die in de praktijk goed zal functioneren en de gestelde doelen zal bereiken. Er moet nu voor worden gewaakt de regeling toch nog weer uit te breiden of fijnmaziger te maken, bijvoorbeeld met gedetailleerde uitzonderingen of regelingen voor op dit moment – dat wil zeggen aan de tekentafel – wellicht (door bepaalde stakeholders) gepercipieerde problemen. Het is namelijk welhaast onvermijdelijk dat de wet daardoor alleen maar minder flexibel zou worden en dat eerder aanvullende problemen zouden worden gecreëerd, dan significante verbeteringen bereikt. "Beter" is in dit opzicht de grootste vijand van "goed".
- 1.4.2 Vanuit dit perspectief zou het een optie kunnen zijn om de regeling in grofweg de huidige vorm spoedig in werking te laten treden en vervolgens in de praktijk te bezien, welke knelpunten er daadwerkelijk blijken te zijn. Die kunnen dan in eerste instantie worden geadresseerd door de rechter die – in gevallen waar homologatie met *cram down* van tegenstemmers nodig is, en er dus blijkbaar serieuze verschillen van inzicht tussen stakeholders bestaan over de juiste uitkomst onder de WHOA – een belangrijke rol heeft. Als de beoordeling van geschillen over en homologatieverzoeken van WHOA-akkoorden (en aanpalende kwesties zoals pre-akkoordgeschillen en de maatwerkbepaling) wordt opgedragen aan gespecialiseerde, ter zake kundige, actieve, daadkrachtige rechters (zie hierna 3.1), dan zullen zij de door de wet gestelde *flexibele* kaders op een praktijkgerechte wijze invullen.
- 1.4.3 Voor dan toch nog overblijvende, daadwerkelijke knelpunten die niet zonder wetwijziging kunnen worden opgelost, zoals bijvoorbeeld de werknemersproblematiek die nu – uit een oogpunt van politieke haalbaarheid van het wetsvoorstel terecht – buiten beeld is gehouden (art. 369 lid 9), kan reeds nu een evaluatie- of horizonbepaling in de wet worden opgenomen, op basis waarvan de WHOA bijvoorbeeld na 5 jaar kan worden geëvalueerd en zo nodig aangepast. Wat dit betreft verdient de aanpak van de Belgische wetgever navolging, waar men naar verluidt bewust en openlijk voor deze aanpak kiest bij de invoering van moderne herstructureringsinstrumenten en de wet desnoods na een jaar repareert, in plaats van nodeloos lang over invoering te doen.<sup>4</sup> Ook de Nederlandse wetgever zou, zelfs als wordt uitgegaan van evaluatie na 5 jaar, eerder kunnen ingrijpen als de wet onverwacht na invoering in de praktijk toch zeer nijpende onvolkomenheden of lacunes zou bevatten.

---

<sup>3</sup> MvT, p. 4.

<sup>4</sup> Aldus toegelicht door S. Brijs (NautaDutilh Brussel) tijdens de jaarvergadering van de Nederlandse Vereniging voor Rechtsvergelijkend en Internationaal Insolventierecht (NVRII) op 9 november 2017.

## 2 BELANGRIJKSTE PUNTEN OM ONGEWIJZIGD TE BEHOUDEN

### 2.1 Essentie van de WHOA: no *holdouts*

#### a. *Nut en noodzaak van cram-down*

2.1.1 De essentie van het Wetsvoorstel zoals dit er nu ligt, is dat wanneer een onderneming tevergeefs heeft geprobeerd via de minnelijke weg een akkoord te bereiken met (het relevante deel van) haar schuldeisers en/of aandeelhouders om de onderneming te behoeden voor faillissement, een akkoord dwingend kan worden opgelegd aan een relatief kleine groep die daaraan op onredelijke gronden in de weg staat.<sup>5</sup> Dat kan wanneer de vereiste meerderheid van schuldeisers c.q. aandeelhouders (zie art. 378 lid 4 resp. 5 en art. 380 lid 1) wél heeft voorgestemd – een sterke indicatie, dat instemmen met het akkoord economisch rationeel is –, iedereen meer krijgt dan bij liquidatie in faillissement, de behouden waarde van de onderneming eerlijk wordt verdeeld, en er ook overigens geen (dwingende) gronden zijn om homologatie te weigeren. De redelijkheid wordt met name ingevuld aan hand van economische maatstaven: de homologatiecriteria in art. 381 lid 3 onder d en lid 4.

2.1.2 Het verbindend opleggen van het akkoord aan tegenstemmers staat in de internationale herstructureringspraktijk bekend als '*cram-down*' van die tegenstemmers. Dit kent twee vormen:<sup>6</sup>

- (i) '*simple*' of *intra class cram-down*,<sup>7</sup> het opleggen van het akkoord aan de tegenstemmers binnen een bepaalde klasse terwijl in die klasse de benodigde meerderheid wel heeft voorgestemd; vergelijk het verbindend worden van de huidige insolventieakkoorden in faillissement (art. 157 Fw), surseance van betaling (art. 273 Fw) en Wsnp (art. 340 lid 2 Fw), en
- (ii) *cross-class cram-down*, het opleggen van het akkoord aan bepaalde klassen schuldeisers of aandeelhouders waarin niet de benodigde meerderheid heeft voorgestemd, en die dus als klasse hebben tegengestemd, terwijl door een of meer andere klassen wel is voorgestemd. In die gevallen worden, mede gelet op bepaalde sterke waarborgen die het Wetsvoorstel bevat en waaraan ook moet zijn voldaan (waarover hierna meer), de belangen en rechten van de tegenstemmers niet onredelijk geschaad, gemeten aan hun daadwerkelijke economische positie (al dan niet *out of the money*) in de precaire situatie waarin de onderneming verkeert en afgezet tegen die belangen de worden gediend met een redding van de onderneming. Bij dat laatste gaat het niet zozeer om de belangen van de voorstemmers,

<sup>5</sup> MvT, p. 3.

<sup>6</sup> Vgl. Concept Richtlijn, Article 2 (7) en (8).

<sup>7</sup> De Engelse Scheme of Arrangement praktijk spreekt hier ook wel van '*cram-in*'.

maar om de belangen van de onderneming en alle daarmee verbonden stakeholders.

*b. WHOA kent terecht beide vormen van cram-down*

- 2.1.3 De WHOA bevat zowel de *intra-class* als de *cross-class cram-down* (art. 380 lid 1, zie ook 381 lid 1 en 4). Beide vormen zijn onontbeerlijk voor een effectief herstructureringsinstrument. Doordat de WHOA ook een *cross-class cram-down* bevat, kan zo nodig de *gehele* kapitaalstructuur van de onderneming worden geherstructureerd en kan die worden gered ook als een bepaalde klasse schuldeisers of aandeelhouders als geheel zich daartegen op onredelijke gronden verzet. Dit is in de praktijk eerder regel dan uitzondering, vooral bij klassen die gezien de economische realiteit geheel of gedeeltelijk *out of the money* zijn, dat wil zeggen aan wie geen aanspraak toekomt op enige waarde van de geherstructureerde onderneming gezien hun rang en het totale bedrag van alle hoger gerangschikte vorderingen, dat die waarde reeds overstijgt. Het plan zal hen dus weinig of niets toebedelen. Dan is er weinig *incentive* om vóór te stemmen.
- 2.1.4 Zonder de mogelijkheid dat de rechter een voor het overige gerechtvaardigd akkoord ook in zo een geval alsnog verbindend verklaart, zouden dergelijke klassen van schuldeisers of aandeelhouders een '*holdout*'-positie krijgen. Zij zouden door hun tegenstem of onthouding het reddingsplan kunnen frustreren en die positie aan de onderhandelingstafel kunnen misbruiken om meer te bedingen dan hen toekomt – ten nadele van de overige stakeholders, of in het ergste geval, met faillissement tot gevolg met het daarbij horende grote verlies aan waarde en werkgelegenheid.<sup>8</sup> In de (internationale) herstructureringspraktijk is het schering en inslag, dat wanneer een bepaald rechtssysteem een *holdout*-positie in het leven roept of toestaat, bepaalde schuldeisers die positie opzoeken en maximaal in waarde proberen om te zetten. Dit staat bekend als '*leverage*' die *nuisance value* oplevert: de waarde die in de herstructurering aan de betreffende schuldeiser(s) moet worden toegeschoven om diens blokkeergedrag (letterlijk: overlast) af te kopen. De WHOA dient een dergelijke majeure weeffout te vermijden.

---

<sup>8</sup> Ook in de huidige praktijk zijn er vaak (maar niet altijd) wel middelen om tegenwerkende schuldeisers of aandeelhouders buitenspel te zetten (bijvoorbeeld aandeelhouders door een pandrecht op aandelen uit te winnen als onderdeel van de herstructurering of via een voorziening van de Ondernemingskamer), maar dit brengt onnodige vertraging, moeite, kosten, en risico's/onzekerheid over de uitkomst met zich. Daardoor gaat onnodig waarde verloren: overigens niet alleen voor de stakeholders van de onderneming, maar ook in directe zin voor de samenleving als geheel, bijvoorbeeld door onnodige betrokkenheid van de rechterlijke macht. Tegelijk relativeert dit alles een eventueel gepercipieerde zwaarte van het middel *cross-class cram-down* – het is niet zo dat thans onredelijke tegenstemmers in het geheel niet kunnen worden gedwongen.



- 2.1.5 Het kan ook zo zijn dat een klasse gezien zijn economische positie nog wel iets toekomt onder het akkoord, maar dat minder dan twee derde van de leden zich kan vinden in de vorm of hoeveelheid van de voorgestelde aanpassing van rechten onder het akkoord. Ook dan is het gerechtvaardigd die klasse de mogelijkheid te ontnemen het hele akkoord te frustreren c.q. *nuisance value* te realiseren. Intuïtief lijkt dit in eerste instantie minder voor de hand te liggen dan bij klassen die geen of zeer weinig aanspraak op waarde hebben. Toch geldt hetzelfde, maar voor zulke tegenstemmers dient er dan wel extra bescherming te zijn – en de WHOA bevat die. Men moet zich steeds blijven realiseren dat het gaat om het vermijden van het faillissement met daaropvolgende ontbinding van de rechtspersoon en liquidatie van het vermogen van een – in de (operationele) kern – levensvatbare onderneming.
- 2.1.6 Door de voorgestelde bescherming in de WHOA van schuldeisers of aandeelhouders als hier bedoeld kunnen deze nooit slechter af zijn dan wanneer het plan niet door zou gaan en de onderneming failliet zou gaan. Doordat het onderhands akkoord toch verbindend kan worden verklaard, zijn zij en andere schuldeisers, aandeelhouders, werknemers en overige stakeholders juist beter af dan bij een faillissement (als zij niet *out of the money* zijn, anders in ieder geval niet slechter). Daarom is ook de *cram-down* van *in the money* klassen onder omstandigheden gerechtvaardigd, waarbij het niet ter zake doet of de tegenstemmende klasse hoger of lager gerangschikt is dan de klasse(n) die wel voorstemmen, of dat het een klasse van preferente of gezekerde schuldeisers betreft.
- 2.1.7 Met de nu opgenomen mogelijkheden is de WHOA ook in lijn met internationale ontwikkelingen, zoals bijvoorbeeld het Amerikaanse chapter 11,<sup>9</sup> de Engelse Scheme of Arrangement<sup>10</sup> en de Europese Concept Richtlijn.<sup>11</sup> Samen met de mogelijkheid om het akkoord te beperken tot die stakeholders waarvan het werkelijk nodig is om de rechten te wijzigen teneinde de onderneming te redden (art. 370 lid 1), loopt de WHOA internationaal zelfs voorop: in andere relevante jurisdicties is nog niet zo een krachtig precisie-instrument voor *going concern* reorganisatie te vinden. Nog niet, want ook andere rechtssystemen zetten in op aanpassingen in dezelfde richting, met dezelfde kernelementen.

## 2.2 De nodige, maar ook voldoende bescherming voor tegenstemmende schuldeisers/aandeelhouders en -klassen

### a. Bescherming door de homologatiecriteria

- 2.2.1 De WHOA bevat bij dit alles de nodige, maar ook voldoende bescherming voor tegenstemmers, eveneens in lijn met de hiervoor genoemde internationale

---

<sup>9</sup> M.n. § 1129(b) Bankruptcy Code.

<sup>10</sup> Al kent de Scheme of arrangement uit zijn aard geen cross-class cram-down.

<sup>11</sup> Zie m.n. Overwegingen 26-29 en Articles 9-11.

(voorbeeld-)regelingen. Ten eerste worden zij beschermd door de procedurele vereisten en de vereisten aan de eventuele klassenindeling, het akkoord zelf, en de informatie daarover (m.n. art. 373, 374, 378, 379 en 380 lid 1 in verband met de weigeringsgronden in art. 381 lid 2 en lid 3 a, b en c). Ten tweede worden tegenstemmers goed beschermd tegen onredelijke aantasting van hun (daadwerkelijke)<sup>12</sup> economische positie door:

- (i) De *best interest of creditors test* (art. 381 lid 3 onder d, lid 4 onder e),
- (ii) De *absolute priority rule* (art. 381 lid 4 onder a),
- (iii) De *not more than 100% rule* (art. 381 lid 4 onder b), en
- (iv) De *unfair discrimination test* (art. 381 lid 4 onder c en d).

2.2.2 Wij gaan hier nog nader op in bij 2.2.6 e.v. en 4.8. Waar het ons hier om gaat, is dat het Wetsvoorstel de juiste balans heeft gevonden tussen bescherming van (individuele) belangen van stakeholders en de mogelijkheid om effectief te herstructureren ten behoeve van het collectief van alle betrokkenen. Een redelijk akkoord dat voldoende steun heeft, voldoet aan formele en procedurele vereisten, aan de *best interest of creditors test* en aan de *absolute priority rule*, en geen onredelijk onderscheid maakt tussen schuldeisers in vergelijkbare posities, wordt gehomologeerd. Hieraan moet niet getornd worden. Terecht zijn de criteria die het wetsvoorstel WCO II bevatte verlaten, die selectief en onevenwichtig (en ineffectief) bepaalde belangen leken te beschermen met veel te ingewikkelde, fijnmazige bepalingen. Er moet voor worden gewaakt, dat dergelijke bepalingen weer worden toegevoegd aan de uiteindelijke wettelijke regeling: regering en parlement moeten weerstand bieden aan dergelijke voorstellen, zo die in de consultatie of de daarop volgende parlementaire behandeling worden gedaan. Daarmee zou namelijk de essentie van het evenwichtige Wetsvoorstel worden aangetast.<sup>13</sup>

2.2.3 Uitzonderingsposities die worden gecreëerd, of zwaardere eisen die worden gesteld, doen af aan de beoogde flexibiliteit en effectiviteit van de WHOA als simpele, relatief begrijpelijke en in de praktijk goed toepasbare kaderregeling (MvT, p. 4) met *algemene* beschermingsnormen. Bovendien creëren die daarmee dat bedoeld of onbedoeld *holdout*-posities in het leven worden geroepen zoals kan worden geïllustreerd als men bijvoorbeeld zou pleiten voor het vereisen van meer steun dan die van één instemmende klasse om tot homologatie te komen (art. 380 lid 1). Op het eerste gezicht doet deze drempel wellicht laag aan, maar het is precies de juiste, omdat de gepercipieerde risico's beperkt zijn en een hogere drempel de regeling aan haar doel voorbij laat schieten.

---

<sup>12</sup> Dat wil zeggen gemeten aan hun verwachte *recovery* in faillissement, in plaats van (puur) aan de rang van hun vordering(en) en andere rechten.

<sup>13</sup> Dit geldt overigens niet alleen voor de homologatiecriteria, die het hart van de regeling vormen, maar ook in het algemeen, zoals hiervoor in de inleiding opgemerkt

b. *Gepercipieerde risico's cross-class cram down in de praktijk beperkt*

- 2.2.4 De vrees zou kunnen bestaan, dat als bijvoorbeeld slechts één voorstemmende klasse voldoende is om het akkoord ter homologatie aan de rechtbank voor te leggen, bijvoorbeeld die van de aandeelhouders (die vermoedelijk *out of the money* zijn), het akkoord tegen de wens van de (gesecureerde) schuldeisers wordt doorgedrukt. Het wil ons voorkomen dat in een dergelijk geval de kans zeer groot is dat de rechtbank homologatie achterwege laat, al dan niet op basis van de 'restgrond' in art. 381 onder h. In het tegenovergestelde geval waarin alleen de klasse van bijvoorbeeld de gesecureerde schuldeisers voorstemt en alle andere klassen (die *out of the money* zijn) tegenstemmen, zou de eis dat meer dan één klasse moet hebben voorgestemd de homologatie van het onderhands akkoord – en daarmee de herstructurering – ten onrechte tegenhouden.
- 2.2.5 Denkt men het systeem zoals voorgesteld dus goed door, dan blijkt dat er weinig of geen praktische gevallen zijn voor te stellen waarbij het nu gestelde vereiste daadwerkelijk tot onwenselijke uitkomsten c.q. onvoldoende bescherming voor stakeholders zou leiden. Men moet zich realiseren, dat – anders dan in bijvoorbeeld chapter 11, waar steeds alle klassen door het *plan of reorganisation* worden bestreken – alleen die klassen aan een WHOA-akkoord meedoen, waarvan de rechten worden aangetast. Het gaat dus alleen om schuldeisers en aandeelhouders die onder het akkoord minder krijgen dan zonder het akkoord, of in het geheel niets. Het risico bestaat dus niet, dat een klasse voorstemt die het volle pond ongewijzigd behoudt: die doet namelijk niet mee aan het akkoord (zie art. 378 lid 2). De instemmende klasse is dus per definitie een klasse van belanghebbenden, die iets inleveren onder het akkoord: een sterke aanwijzing dat het akkoord economisch rationeel is.
- 2.2.6 Tegenstemmende klassen die door de homologatie op grond van art. 380 lid 1 worden overstemd (alsmede tegenstemmers in de vóórstemmende klasse), worden bovendien in sterke mate beschermd door de in het Wetsvoorstel nieuw toegevoegde homologatievereisten, met name de *best interest of creditors test* (art. 381 lid 3 onder d en lid 4 onder e), de *absolute priority rule / not more than 100% rule* (art. 381 lid 4 onder a en b), *unfair discrimination* (art. 381 lid 4 onder c en d) én door de rechterlijke toetsing zoals die onder de WHOA behoort te gaan werken.
- 2.2.7 Om met het eerste te beginnen: het akkoord zal slechts kunnen worden goedgekeurd, als de tegenstemmende klassen niet minder krijgen dan in faillissement. Een akkoord, waarvan de aandeelhouders beter worden maar de banken en andere schuldeisers slechter dan zij in faillissement af zouden zijn, is dus niet mogelijk.
- 2.2.8 Het belangrijkste is echter dat geen klasse met lager gerangschikte belanghebbenden waarde kan krijgen of behouden, tenzij alle hoger gerangschikte schuldeisers en aandeelhouders volledig zijn voldaan (*absolute*

*priority rule*); en als lager gerangschikte klassen worden gekort, mogen hoger gerangschikte schuldeisers c.q. aandeelhouders niet méér krijgen of behouden dan waar zij recht op hebben (*not more than 100% rule*). Met andere woorden: schuldeisers kunnen pas worden gekort, als aandeelhouders helemaal niets meer krijgen. Gezekerde schuldeisers pas, als concurrente crediteuren niets krijgen (behoudens de *trade creditors*, zie ook 4.8).

2.2.9 Het gevreesde voorbeeld, waarbij de aandeelhouders de overige schuldeisers overstemmen, is dus in theorie wel bestaanbaar – maar homologatie is behoudens het in de volgende alinea genoemde voorbeeld in de praktijk uitgesloten, want als schuldeisers worden gedwongen in te leveren, houdt dat per definitie in dat de aandeelhouders hun hele kapitaal moeten inleveren onder het akkoord.

2.2.10 De enige situatie waarin dit voorbeeld denkbaar is, is die van de *new money exception* (art. 381 lid 4 onder a, slot). Op basis daarvan zouden de aandeelhouders nieuw kapitaal kunnen inbrengen en, tot de waarde daarvan, hun aandelenkapitaal kunnen behouden (of nieuwe aandelen krijgen), terwijl het akkoord alle andere klassen een *haircut* oplegt – en dat dit werkt, is nu ook precies de bedoeling. De bescherming voor de hoger gerangschikte klassen, die worden gekort, is dan dat zij alsnog beter af zijn dan in faillissement. Zo eEen dergelijk akkoord dient de WHOA, gelet op het doel daarvan om levensvatbare bedrijven te redden, inderdaad te sanctioneren.

*c. Bescherming ook door de rechterlijke toetsing, die meeveert met de mate van steun voor het akkoord*

2.2.11 Bij het voorgaande is wel van belang dat de tegenstemmende klassen dan wél goed moeten worden beschermd door de rechterlijke toetsing. Bij het toepassen van de homologatietests dient de rechter mee te wegen, hoe groot de steun voor het akkoord is. Geconfronteerd met een akkoord waar slechts één klasse voor heeft gestemd, zeker als dat een klasse van (*out of the money*) aandeelhouders is, dient de rechter bijzonder goed te toetsen of alle stakeholders daadwerkelijk beter af zijn dan in faillissement. Hetzelfde geldt voor de vraag, of de *new money* die die aandeelhouders inbrengen, ook inderdaad overeenkomt met de waarde die zij toebedeeld krijgen. Daarbij kan zelfs rekening worden gehouden met de verwachtingswaarde van het aandelenkapitaal na herstructurering (*upside*): vgl. MvT p. 4, bij 3. b).

2.2.12 Net zo dient de rechter te werk te gaan bij het toetsen van de vragen of een onderscheid in behandeling binnen het akkoord tussen gelijk gerangschikte schuldeisers een redelijke grond heeft (art. 381 lid 4 onder c) of dat er een redelijk grond is om bepaalde schuldeisers buiten het akkoord te laten, terwijl gelijk of lager gerangschikte schuldeisers niet buiten het akkoord blijven (art. 381 lid 4 onder d). De gekozen invalshoek van de wetgever is nu juist dat deze vragen slechts aan de orde komen indien ze door een tegenstemmer worden

gesteld in een geval van *cross-class cram-down* van (in ieder geval ook) de klasse waartoe die tegenstemmer behoort. De schuldenaar die het akkoord aanbiedt moet voor elk onderscheid zoals hiervoor bedoeld, dat hij in het akkoord maakt, een redelijke, dat wil zeggen zakelijke, reden geven. Wordt die op grond van art. 381 lid 4 aan de rechter ter beoordeling voorgelegd, dan dient de rechter des te indringender naar de gegeven reden te kijken, naarmate de steun voor het akkoord geringer is. Daarbij gaat het zowel om de stempercentages binnen klassen, als om hoeveel klassen voor en tegen hebben gestemd, welke bedragen daarmee gemoeid zijn, welke rang en soort van de schuldeisers/aandeelhouders het betreft en hun voorgestelde behandeling onder het akkoord.

*d. Cash-out option: liefst schrappen, anders ongewijzigd behouden*

- 2.2.13 Het sluitstuk van de bescherming van tegenstemmers wordt gevormd door art. 381 lid 4 onder e: de *cash out option*. Deze houdt in dat schuldeisers die in een faillissement naar verwachting een betaling in geld zouden ontvangen, de keuze voor een dergelijke betaling moet worden geboden in het akkoord. Ook als hen daarin iets anders wordt aangeboden, moeten zij volgens de WHOA ervoor kunnen kiezen om in geld uitgekeerd te krijgen het bedrag dat zij naar verwachting in de faillissementsvereffening zouden krijgen. Het meest voor de hand liggende voorbeeld is de separatist (vaak: de bank), die een *debt for equity swap* krijgt aangeboden. Hiertoe is de werking van art. 381 lid 4 onder e echter terecht niet beperkt; het gaat potentieel om elke schuldeiser of – in theorie – aandeelhouder die waar kan maken dat hij in faillissement een uitkering in contanten zou krijgen. Ondanks de hierna te bespreken fundamentele bezwaren en praktische haken en ogen dient deze bepaling in de kern te worden behouden. Zij vormt de rechtvaardiging voor *cross-class cram down*, ook van hoger gerangschikte schuldeisers die niet voorstemmen, met inbegrip van preferente of gezeekerde schuldeisers. Want zulke schuldeisers kunnen het akkoord dus niet blokkeren, maar zij zijn tenminste niet slechter af dan in faillissement, doordat zij dan geld zouden krijgen maar door het akkoord worden gedwongen de onderneming door te financieren.
- 2.2.14 De belangrijkste fundamentele bezwaren zijn, dat zo toch een soort van *holdout*-positie wordt gecreëerd. Schuldeisers kunnen zich namelijk op het standpunt stellen dat zij zich op de *cash out option* zouden kunnen beroepen, en dreigen dit te zullen doen, tenzij het aanbod in het akkoord wordt verbeterd. Dat laat meteen zien wat het tweede fundamentele bezwaar is. Art. 381 lid 4 onder e schept een herfinancieringsprobleem voor de schuldenaar. Om het akkoord te kunnen uitvoeren, zal hij immers moeten voorzien in (*cash*) financiering van het totaalbedrag aan *cash out*-kiezers (wat een rol speelt bij de homologatietoets van art. 381 lid 3 onder e, dat de nakoming van het akkoord voldoende moet zijn gewaarborgd). Financiering vinden zal in een herstructurerings situatie vaak principieel al lastig zijn; daarbij is wellicht moeilijk te voorzien, hoeveel *cash out*-tegenstemmers er zullen zijn.

- 2.2.15 De praktische bezwaren sluiten hierbij aan. Hoe moet worden vastgesteld of een schuldeiser bij vereffening (in faillissement) een uitkering in geld zou krijgen? En hoe hoog die dan zou zijn? Speelt het een rol wanneer die uitkering zou worden verkregen, relatief snel na faillietverklaring of mag het ook na jaren zijn, bij de uitdeling? In wezen vergt de bepaling dat de boedel – virtueel – wordt afgewikkeld, want alleen zo kan dit alles worden vastgesteld. Dat is haast ondoenlijk ingewikkeld en bezwaarlijk, en de uitkomst is noodzakelijkerwijs een zeer grove schatting (grote bandbreedte), gezien de grote hoeveelheid informatie die daarvoor nodig is en de vele factoren die daarbij een rol spelen. Bovendien zijn veel hiervan (juridisch of feitelijk) onzeker: bijvoorbeeld afhankelijk van de nog niet te voorspellen feiten en omstandigheden op dat moment, de opstelling en keuzes van de verschillende betrokkenen (de curator!), de wijze van afwikkeling, of de uitkomst van geschillen over verificatie, zekerheden en dergelijke. Kortom, praktisch ondoenlijk en niet uitvoerbaar.
- 2.2.16 Deze bezwaren zouden aanleiding kunnen geven de bepaling af te schaffen. Naar onze mening zou dit kunnen, met behoud van de *cross-class cram down*, want de overige vormen van bescherming zijn ook voldoende voor de schuldeisers die zich op deze bepaling zouden kunnen beroepen. De vraag of van zulke schuldeisers kan worden gevergd door te financieren en genoeg te nemen met een *non-cash* uitkering dient echter wel in aanmerking te worden genomen. Dat kan bijvoorbeeld ook als onderdeel van de homologatietoets waarin moet worden vastgesteld of zij niet minder krijgen dan in faillissement. Dan moet namelijk het aandeel of de (in voorwaarden bijgestelde) vordering die de schuldeisers op grond van het akkoord krijgen, ook worden gewaardeerd. De vast te stellen waarde, is de waarde in het economisch verkeer. Daarbij wordt noodzakelijkerwijs rekening gehouden met het *non-cash* karakter. Als aan deze toets wordt voldaan zal de schuldeiser met andere woorden, datgene wat hij onder het akkoord krijgt direct na nakoming van het akkoord op de markt kunnen verkopen voor ten minste de waarde die hij in faillissement zou hebben gekregen. Om het doel van deze bepaling (art. 381 lid 4 onder e) te bereiken, is de '*hardwired cash out option*' dus niet strikt noodzakelijk – hooguit biedt zij een meer rechtstreekse en daardoor sterkere bescherming. Schrapping heeft dan het voordeel dat de eerder gesignaleerde herfinancieringsproblemen en *holdout*-risico's niet spelen.
- 2.2.17 Mocht de uitkomst toch zijn, dat een bepaling als 381 lid 4 onder e nodig wordt geacht om een *cross-class cram-down* te rechtvaardigen, dan stellen wij voor de bepaling ondanks de genoemde bezwaren in grofweg de huidige vorm te behouden, met hooguit enkele *tweaks*. De genoemde bezwaren en nadelen wegen niet op tegen behoud van de *cross-class cram down* als onderdeel van de WHOA.

- e. *Voldoende (vangnet-)bescherming tegen misbruik, chicanes, of (economisch) onaanvaardbare uitkomsten: binnen de WHOA door (specifieke en algemene) homologatieweigeringsgronden en daarbuiten.*

*Algemene weigeringsgrond eventueel ambtshalve toets maken*

- 2.2.18 Tegen daadwerkelijk misbruik, chicanes, of (economisch) onaanvaardbare uitkomsten die al niet door alle in het voorgaande behandelde vormen van bescherming van tegenstemmers worden bestreken, worden de schuldeisers en aandeelhouders ten slotte ook nog beschermd door de specifieke weigeringsgrond van art. 381 lid 3 onder f en de algemene weigeringsgrond van art. 381 lid 3 onder h. Al met al moet er dus niet meer worden getornd (behalve *fine tuning*) aan de homologatietoetsen in het Wetsvoorstel, die ook in lijn zijn met internationale voorbeeldwetgeving en de Concept Richtlijn.
- 2.2.19 In dit verband gaat de WHOA er terecht vanuit dat ook de in de vorige paragraaf genoemde toetsen alleen door de rechter worden gedaan, als een tegenstemmende schuldeiser of aandeelhouder zich erop beroept ('piepsysteem'). De WHOA hanteert deze insteek waarbij het initiatief wordt gelegd bij degene die mogelijk nadeel ondervindt vrij consequent. Dit moet worden behouden. Het vergroot de effectiviteit (*deal certainty*) ten zeerste en voorkomt dat de WHOA een onnodig groot en tijdrovend beslag legt op kostbare capaciteit van de rechterlijke macht. Bovendien dwingt het de onderneming/schuldenaar (maar ook de stakeholders) om onenigheid omtrent het akkoord zoveel én zo vroeg mogelijk, waar nodig met gebruikmaking van de geschillenregeling van art. 376, aan de orde te stellen. Zo niet, dan neemt men immers het risico dat het op de voet van art. 381 (pas) bij homologatie aan de orde wordt gesteld; oordeelt de rechter het bezwaar dan gegrond, lijdt het akkoord schipbreuk en is het verre van denkbeeldig dat alsnog toch een faillissement volgt.
- 2.2.20 Aangezien schuldeisers en aandeelhouders wel tijdig en behoorlijk moeten worden opgeroepen en voldoende geïnformeerd zijn, worden zij door deze benaderingswijze ook niet onnodig in hun belangen geraakt. Wanneer de onderneming in zwaar weer verkeert, mag ook van hen worden verwacht dat zij actief en betrokken deelnemen aan een herstructurering.
- 2.2.21 Alleen voor wat betreft de algemene weigeringsgrond die nu op grond van art. 381 lid 3 onder h alleen kan worden gebruikt als er ten minste één tegenstemmende klasse is, kunnen wij ons voorstellen dat die aan de rechter wordt opgedragen om daaraan in alle gevallen ambtshalve te toetsen, telkens wanneer een akkoord ter homologatie wordt voorgelegd. Dus ook als er geen enkele tegenstemmende klasse is. Daarmee wordt de bescherming van de stakeholders tegen misbruik, chicanes, of (economisch) onaanvaardbare uitkomsten versterkt. De rechter dient dan als uitgangspunt marginaal te

toetsen;<sup>14</sup> ook hier dient de toetsing echter mee te veren met de steun en de inhoud van het akkoord (en alle overige omstandigheden van het geval). Als er slechts zeer weinig steun binnen de voorstemmende klasse(n) en/of slechts één voorstemmende klassen is en/of *cram-down* van tegenstemmende hoger gerangeschikte klassen wordt gevraagd, kan de rechter – ook als hij daar niet specifiek door schuldeisers of aandeelhouders om wordt gevraagd – zwaarder toetsen en meer toelichting en rechtvaardiging van de schuldenaar vragen voordat hij homologeert (zie ook 2.2.11 - 2.2.12).

- 2.2.22 Als van de algemene weigeringsgrond een ambtshalve toets wordt gemaakt, vormt dat (zo men dit nodig heeft) bovendien een verdere rechtvaardiging voor het niet openstellen van rechtsmiddelen (hoger beroep), waarvoor nu terecht is gekozen in het Wetsvoorstel en waarvan het essentieel is, dat dit ook in het definitieve voorstel behouden blijft; zie hierna 2.8.
- 2.2.23 Ten slotte zijn er nog voldoende andere remedies, in het civiele, vennootschaps- en faillissementsrecht, wanneer achteraf mocht blijken dat de schuldenaar onjuiste of onvoldoende informatie heeft verschaft, of dat er anderszins sprake is van chicanes of misbruik, waardoor schuldeisers of aandeelhouders ten onrechte niet bij homologatie tegen het akkoord zijn opgekomen. Wanneer het niet (juist, volledig, tijdig) wordt nagekomen, kunnen stakeholders ontbinding vorderen (art. 384), wat in het akkoord met het oog op *deal certainty* overigens ook kan worden uitgesloten.<sup>15</sup> Ook vorderingen op basis van onrechtmatige daad / (bestuurders-) aansprakelijkheid kunnen een remedie zijn: het is denkbaar dat bestuurder(s), aandeelhouder(s) of ander(n), die betrokken zijn bij een chicanes akkoord, aansprakelijk zijn jegens de onderneming (vennootschap), de curator, of individuele schuldeisers of aandeelhouders voor door hen geleden schade als gevolg van hun handelen.

## 2.3 Geen, of in ieder geval geen zwaardere toegangstoets

- 2.3.1 Wij pleiten ervoor om elke toegangstoets, die vereisten stelt aan de (financiële) toestand van de schuldenaar als voorwaarde om een WHOA-akkoord te mogen indienen, af te schaffen. Een toegangstoets verkleint de effectiviteit van de WHOA als preventief herstructureringsinstrument, doordat schuldenaren daardoor kunnen worden afgeschrikt om vroeg (genoeg) aan een herstructurering

---

<sup>14</sup> Dit kan in de MvT worden verduidelijkt of in het artikel zelf, waar al staat dat het moet gaan om “zwaarwegende” redenen om homologatie te weigeren. Dat ziet echter meer op de inhoud van de weigeringsgrond. Door “kennelijk” of “klaarblijkelijk” toe te voegen, wordt de marginale toetsing nog duidelijker tot uitdrukking gebracht.

<sup>15</sup> Dat volgens art. 384, slot, ook vernietiging in het akkoord kan worden uitgesloten lijkt te wijzen op een abusievelijke – althans ongemotiveerde – afwijking van het reguliere akkoord in de bestaande insolventieprocedures. Reeds in de aanloop naar de huidige Faillissementswet eind 19<sup>e</sup> eeuw werd de mogelijkheid om een akkoord te laten vernietigen door het parlement geschrap; zie Van der Feltz II, p. 195-199.



te beginnen. Voert dat te ver, dan dient het huidige criterium van art. 370 lid 1 (371 lid 1) te worden gehandhaafd zonder verzwaring of het toevoegen van andere eisen.

- 2.3.2 Onder het Wetsvoorstel dient een schuldenaar, om bevoegd te zijn een WHOA-akkoord aan te bieden, te voorzien dat hij met het betalen van zijn opeisbare schulden niet zal kunnen voortgaan (art. 370 lid 1). Idealiter zou zo een eis in het geheel niet worden gesteld. In veel gevallen in de praktijk beginnen ondernemingen in financiële problemen te laat aan een herstructurering; zelfs aan (serieuze) onderhandelingen met hun schuldeisers,<sup>16</sup> maar zeker aan een 'formele' procedure. Bestuurders zijn er doorgaans op ingesteld om problemen zelf op te lossen, waarbij zij denken vanuit hun onderneming en hoe zij de – operationele – resultaten daarvan voldoende op peil kunnen brengen. Bovendien hebben zij (op zijn minst deel terecht) de vrees dat de onderneming op een hellend vlak terecht komt, dat leidt naar discontinuïteit, als naar buiten komt dat er serieuze operationele en/of financiële problemen zijn (*insolvency blight*, zie hierna 4.2.3).<sup>17</sup> Wordt te lang gewacht, dan is echter vaak de liquiditeit al dusdanig gedaald, c.q. stapelen de problemen (niet meer voldoen aan bankconvenanten, afbouw van dekking door kredietverzekeraars, stringentere betalingscondities van leveranciers, etc.) dat er niet meer voldoende tijd is om de onderhandelingen tot een goed eind te brengen.
- 2.3.3 De WHOA mitigeert dit probleem tot op zekere hoogte, doordat de schuldenaar het akkoord kan beperken tot die schuldeisers of aandeelhouders waarvan het daadwerkelijk nodig is de rechten aan te tasten. Anderen hoeven niet op de hoogte te worden gebracht van de akkoordonderhandelingen of daarbij te worden betrokken. Zo zullen bijvoorbeeld doorgaans de markt in het algemeen, handelscrediteuren en klanten het beeld kunnen behouden van 'business as usual', omdat de schuldenaar onderneming kan voortgaan met zijn verplichtingen jegens hen nakomen (en nieuwe verplichtingen aangaan) zoals gebruikelijk. Andere belangrijke elementen hierin zijn, dat de betrokkenheid van de rechter zo beperkt mogelijk wordt gehouden en dat belangrijke, gevoelige zittingen in raadkamer zijn (372 lid 5, verzoek schuldeiser tot benoeming van een deskundige; 376 lid 5, behandeling geschillen in de onderhandelingsfase).
- 2.3.4 Toch zou het nog beter zijn geen toegangstoets aan te leggen. Chapter 11 en de Scheme of Arrangement kennen deze bijvoorbeeld ook niet, zonder dat dat daar tot grote problemen leidt. De Concept Richtlijn legt, terecht, grote nadruk erop dat:

---

<sup>16</sup> Kredietverstrekkers vervullen hier vaak een belangrijke rol, door juist wel tijdig bij de schuldenaar aan de bel te trekken, wanneer uit hun *monitoring* blijkt dat er mogelijk dusdanige problemen zijn dat ingrepen nodig zijn.

<sup>17</sup> Vgl. MvT, p. 27 en 34.

“The elements of preventive restructuring procedures affecting their effectiveness and consequently the number of businesses rescued and their long-term viability diverge significantly between Member States. For example, an effective framework should require that a business in difficulty has access as early as possible to preventive restructuring. However, in several Member States debtors cannot restructure debts with their creditors before they are actually insolvent or if they do, they face very strict or expensive access conditions.”<sup>18</sup>

De toegangstoets zoals nu opgenomen in het Wetsvoorstel lijkt hiermee op gespannen toets te staan, met name met de laatste zin van het citaat hierboven. Zij is immers ontleend aan art. 214 Fw, de huidige regeling van de surseance. Surseance wordt door ondernemingen in de huidige praktijk pas aangevraagd wanneer er nagenoeg geen redden meer aan is: slechts een zeer klein percentage van de surseances eindigt niet in faillissement (maar in een akkoord). Op zijn minst is daarom het beeld dat het WHOA-akkoord openstaat in dezelfde situatie als waarin doorgaans surseance wordt aangevraagd ongelukkig. Overweging 17 van de Concept Richtlijn merkt op:

“A restructuring framework should be available to debtors to enable them to address their financial difficulties at an early stage, when it appears likely that their insolvency may be prevented and the continuation of their business assured. *A restructuring framework should be available (...) before the debtor fulfils the conditions for entering collective insolvency procedure which entail normally a total divestment of the debtor and the appointment of a liquidator.*”

Dat laatste is bij de surseance formeel gezien vanzelfsprekend nog niet het geval, maar in de praktijk dus wel.

2.3.5 Met schrapping van de toegangstoets wordt bereikt dat er geen vrees bij bestuurders hoeft te bestaan, dat zij ‘te vroeg’ aan de herstructurering beginnen en kan dat ook geen juridische belemmering vormen. In de huidige opzet zullen dwarsliggende schuldeisers bestuurders daar zeker van betichten om hen onder druk te zetten (in de onderhandelingen), dan wel dit aanvoeren als reden om homologatie te weigeren (art. 381 lid 3 onder a). Vermeden moet worden dat bestuurders kopschuw zijn om de WHOA tijdig in te zetten. Verder is nu wellicht minder goed mogelijk, verplichtingen te herstructureren waarvan zo goed als zeker is dat de onderneming die, wanneer ze opeisbaar worden, niet zal kunnen dragen, maar waarbij dit moment ver in de toekomst ligt. Te denken valt aan productaansprakelijkheids-/massaschadeclaims.<sup>19</sup> Dit hangt ervan af hoe men art. 370 lid 1 wil begrijpen: wij zouden de ruime uitleg bepleiten, waarbij ook de hier bedoelde voorbeelden zijn begrepen onder het “voorzien” de – dat wil zeggen, tegen die tijd – opeisbare schulden niet te kunnen betalen.

---

<sup>18</sup> Zie verder o.m. Concept Richtlijn bij 1. Context of the proposal, 2<sup>e</sup> en 4<sup>e</sup> alinea onder “Objective of the proposal”; uitleg bij art. 18 bij 5. Other elements, Detailed explanation of the specific provisions of the proposal; Whereas (2) en (17); vgl. ook art. 3.

<sup>19</sup> Een bekend voorbeeld uit de VS is de Dow/Corning chapter 11, waar de chapter 11 werd gebruikt om een regeling te treffen voor massaschadeclaims in verband met schadelijke borstimplantaten.

- 2.3.6 Wij achten daarbij het risico beperkt, dat de WHOA zonder een toegangstoets door schuldenaars lichtzinnig of chicanerend zou worden ingezet. Schuldeisers aan wie de schuldenaar niet duidelijk kan maken, dat en waarom het daadwerkelijk dringend nodig is in te stemmen met een (per definitie ingrijpende) wijziging van hun rechten, zullen dit niet doen; zij zullen zich met hand en tand verzetten tegen zo een akkoord. Daarnaast lijkt het zeer waarschijnlijk dat in een dergelijk geval de rechtbank homologatie afwijst, al dan niet op basis van art. 381 onder f of de 'restgrond' in art. 381 onder h.
- 2.3.7 Als schrapping van elk toegangscriterium een brug te ver mocht zijn, bijvoorbeeld omdat men meent dat als rechtvaardiging voor het kunnen ingrijpen in rechten van schuldeisers en aandeelhouders onontbeerlijk is dat een faillissement voorzienbaar is, dan pleiten wij voor een differentiatie ten opzichte van het criterium van art. 214 Fw. Dit kan bijvoorbeeld al door schrapping van "opeisbare" uit de tekst, gekoppeld aan een toelichting in de MvT die aansluit bij de Concept Richtlijn.
- 2.3.8 Hoe dan ook dient de toegangstoets niet te worden verzwakt of uitgebreid. Dit zou de effectiviteit van de WHOA, om de hiervoor genoemde redenen, wezenlijk aantasten. Elke onzekerheid die in dat opzicht wordt toegevoegd, verkleint de kans dat ondernemers op tijd – wanneer de onderneming daadwerkelijk nog levensvatbaar is en er genoeg liquiditeit en (dus) tijd is om te een akkoord in elkaar te zetten en uit te onderhandelen – pogen een herstructurering in te zetten en zo de onderneming te redden in het belang van alle stakeholders.

## 2.4 Het akkoord kan ook na aanbieding nog worden gewijzigd

- 2.4.1 Het is belangrijk om de constateren, dat het akkoord na aanbieding op de voet van art. 370 nog kan worden aangepast aan de hand van de (voortgaande) onderhandelingen tussen schuldenaar en schuldeisers / aandeelhouders. Zie MvT, p. 24, bij art. 370 lid 1 j<sup>o</sup> art. 378 lid 1 en daarnaast onder meer het opschrift en lid 1 van 376, alsmede de MvT bij art. 3d. Uiterlijk acht dagen voor de geplande stemming moet het definitieve akkoord worden neergelegd (art. 378 lid 1). De wetgever heeft deze in steek terecht gekozen. De herstructureringspraktijk leert, dat de onderhandelingen voortduren, totdat de tijd op is – hetzij vanwege een *hard stop* zoals het opraken van de liquiditeit, het in behandeling komen van een faillissementsverzoek, het aflopen van een *waiver*, en dergelijke, hetzij omdat de voldoende omzichtige en oplettende schuldenaar teneinde een *hard stop* en deconfiture van de onderneming te vermijden op een gegeven moment een datum voor de stemming aankondigt.
- 2.4.2 In de huidige surseancepraktijk betwijfelen sommigen (onterecht) of het (concept-)akkoord na aanbieding nog (substantieel) kan worden gewijzigd, met in het achterhoofd de "one shot"-gedachte (waarover meer in 4.4). In surseance kan het akkoord nog worden gewijzigd, totdat het in stemming wordt gebracht. De WHOA beperkt dit terecht en kiest de juiste middenweg. Het doet recht aan de hierboven

aangehaalde praktijk, om ook na aanbidding nog mogelijk te maken het akkoord geheel of gedeeltelijk te wijzigen. Er is – zie onze uiteenzetting bij 4.4 – geen overtuigende reden om niet toe te staan, terwijl dat het proces wel zeer zou bemoeilijken. Pas nadat de eindfase is ingegaan, doordat de stemming is aangekondigd, tonen partijen het achterste van hun tong en worden de pijnlijke compromissen gesloten: alles wordt onder die druk (pas) vloeibaar, zoals men zegt. Tegelijk moeten de schuldeisers en aandeelhouders voldoende tijd (en acht dagen is dat) weten waarover zij definitief worden gevraagd te stemmen. Op die termijn kunnen zij zich nog een voldoende beeld vormen.

- 2.4.3 De regeling zoals het Wetsvoorstel die nu op dit vlak bevat, dient dus wat ons betreft te worden behouden.

## **2.5 Akkoord op initiatief van de schuldeisers, via een deskundige**

- 2.5.1 Het Wetsvoorstel kent geen mogelijkheid voor schuldeisers om een WHOA akkoord op te tuigen en in stemming te brengen. Het initiatief ligt duidelijk bij de schuldenaar. Wel is er de mogelijkheid voor schuldeisers om (via een deskundige) aanbidding van een akkoord af te dwingen (art. 371). Als de schuldenaar geen akkoord aanbiedt kan de schuldeiser daarop aandringen, mits redelijkerwijs aannemelijk is dat schuldenaar niet met het betalen van zijn schulden kan voortgaan. Vervolgens kan de schuldeiser aan de rechtbank verzoeken om in te grijpen als de schuldenaar schriftelijk verzocht is om akkoord aan te bieden én niet binnen één week daarop een positieve reactie is verzonden, of dit wel is gebeurd maar niet binnen één maand een ‘homologatiewaardig’ akkoord is aangeboden. Dan kan rechtbank een deskundige benoemen, die in de plaats van de schuldenaar een akkoord kan aanbieden.

- 2.5.2 Wij pleiten ervoor deze regeling in de kern zo te behouden als nu voorgesteld, omdat aldus een goed evenwicht wordt bereikt tegen het primaat bij de schuldenaar, die bij uitstek aangewezen en in staat is om een herstructurering voor te stellen en vorm te geven die past bij de onderneming en de situatie waarin die verkeert. Het zou veel te ver strekken om schuldeisers zelf de bevoegdheid te geven een akkoord aan te bieden. Ook de mogelijkheden om via een deskundige een akkoord af te dwingen, zoals nu voorgesteld dienen niet te worden aangescherpt of uitgebreid.

- 2.5.3 Wel is de ‘van overeenkomstige toepassing verklaring’ van het in het Wetsvoorstel voor de schuldenaar bepaalde op die deskundige (art. 369 lid 8) in het Wetsvoorstel nog onvoldoende doordacht en uitgewerkt. Zo miskent de ‘van overeenkomstige toepassing verklaring’ het fundamentele verschil in positie tussen beiden (schuldenaar en deskundige), onder meer op het punt van taken, bevoegdheden, verantwoordelijkheden en aansprakelijkheden. Dit behoeft nog nadere uitwerking. Ten slotte achten wij de termijnen, waarop de schuldenaar moet meedelen of hij een akkoord zal aanbidding (een week) en (daarna) het

akkoord daadwerkelijk moet aanbieden (een maand) onrealistisch kort, zeker voor grote / complexe ondernemingen (maar zelfs voor kleinere). Inderdaad moet de schuldeisers een middel worden geboden om een schuldenaar zo nodig aan te sporen, maar dit middel zal door bepaalde schuldeisers ook zeker als breekijzer worden ingezet – vergelijk de praktijk rondom de enquêteprocedure. Daartussen moet een balans worden bewaard. Wij zouden ons termijnen van twee weken resp. twee maanden goed kunnen voorstellen.

## **2.6 Alleen de schuldenaar kan vroege beslissingen vragen over essentiële elementen van het akkoord**

- 2.6.1 Zoals wij en anderen hebben aangeraden in de consultatie over het wetsvoorstel WCO II, is in het Wetsvoorstel de mogelijkheid opgenomen om reeds in de onderhandelingsfase de rechter te vragen geschillen over bepaalde essentiële elementen van het akkoord te beslechten (art. 376). Aldus wordt voorkomen, dat deze pas bij homologatie op tafel komen en dan mogelijk een onoverkomelijk obstakel voor homologatie vormen – met goed mogelijk deconfiture tot gevolg.
- 2.6.2 Terecht is ervoor gekozen, alleen de schuldenaar deze mogelijkheid toe te kennen. Zouden ook de schuldeisers deze mogelijkheid krijgen, dan komt dat neer op het opnemen van niet één, maar twee inhoudelijke rechtsgangen in de WHOA, die dan ook welhaast altijd zullen plaatsvinden. De opzet zoals die nu is, legt een zware verantwoordelijkheid om de schuldenaar om de essentialia van het akkoord juist te doen en op een wijze waarmee hij zich van voldoende steun onder de betrokken schuldeisers / aandeelhouders verzekert. Zo niet, loopt hij het hierboven bedoelde risico dat het akkoord in zijn geheel faalt, met desastreuze gevolgen. Twijfelt de schuldenaar, of komt hij er op essentiële punten in de onderhandelingsfase daadwerkelijk niet uit, dan zal de verstandige schuldenaar niet schromen om art. 376 te benutten om die geschillen op tijd op te lossen. Daarbij zal hij echter de balans zoeken tussen het compromis zoeken in de onderhandeling en alleen als dat echt niet lukt de rechter opzoeken.
- 2.6.3 Zou art. 376 ook voor de schuldeisers of aandeelhouders worden opengesteld, staat de valkuil van chapter 11 wijd open: een *court driven* proces, dat wil zeggen een proces waarbij partijen om de haverklap bij de rechter staan. Het ligt in de rede dat dan in elke WHOA-casus schuldeisers niet zullen wachten tot op de homologatiezitting, om de door art. 376 bestreken punten bij de rechter aan de orde te stellen: door dit zo vroeg mogelijk te doen, hebben zij een extra kans gelijk te krijgen, althans druk op de onderhandelingen uit te oefenen; lukt het in die fase niet, is er een *second bite at the apple* bij de homologatiezitting. Met andere woorden, alle in art. 376 genoemde kwesties zullen in elke WHOA-casus tweemaal aan de rechter worden voorgelegd. Dit alles zou zeer afdoen aan de doelstellingen van de WHOA van effectiviteit, een zo gering mogelijk beslag op de rechterlijke macht, en een beheersbaar proces dat zoveel mogelijk aan de partijen wordt overgelaten. Eén hap van de appel is voldoende.

## 2.7 Behoud en versterk de bescherming van het akkoord tegen ipso facto-clausules en bepalingen met een vergelijkbaar effect

- 2.7.1 Art. 372 lid 3 van het Wetsvoorstel bevat de onontbeerlijke bescherming van de WHOA-akkoordprocedure tegen clausules, die getriggerd worden door het aanbieden van het akkoord of wat daarmee verband houdt, en als gevolg waarvan de schuldenaar belangrijke rechten of overeenkomsten zouden ontvallen. Het gaat daarbij in eerste instantie om bepalingen die aan insolventie, en alles wat daar in de meest brede zin naar riekt, automatisch of naar keuze van de wederpartij het einde van de overeenkomst met zich brengt, of anderszins aanpassing van de verplichtingen van de wederpartij ten nadele van de schuldenaar.
- 2.7.2 Dat soort bedingen is in de commerciële praktijk (door opname in welhaast alle standaardvoorwaarden en (model-)overeenkomsten) eerder regel dan uitzondering. Daarom zouden zonder een bepaling als art. 372 lid 3 de meeste reddingspogingen van ondernemingen die de WHOA wil faciliteren nagenoeg kansloos zijn: zodra de schuldenaar het akkoord aanbiedt, of afhankelijk van de formulering van de bedingen reeds wanneer hij onderhandelingen daarover begint, ontvallen de onderneming al haar belangrijke (en onbelangrijke) contracten met leveranciers en andere wederpartijen. Dat is vanzelfsprekend dodelijk, maar zelfs als partijen bereid zijn om door te leveren, zouden dit soort clausules hen een belangrijk drukmiddel jegens de schuldenaar verschaffen – wat nu juist niet de bedoeling is in het kader van een herstructureringsmiddel als de WHOA, dat een zo evenwichtig mogelijke uitkomst voor de schuldenaar en *alle* schuldeisers beoogt.
- 2.7.3 Het is dus terecht, en niet voor niets in lijn met o.a. chapter 11<sup>20</sup> en de Concept Richtlijn<sup>21</sup> dat het Wetsvoorstel ipso facto clausules buiten werking stelt. Wil de bescherming echter daadwerkelijk effectief zijn, dan dient art. 372 lid 3 zich ook uit te strekken tot bedingen die niet rechtstreeks aanhaken op aanbieding van het akkoord, maar effectief hetzelfde gevolg hebben. Opnieuw terecht is daarom bepaald dat het ook gaat om bedingen die aanhaken bij “gebeurtenissen die daarmee rechtstreeks verband houden”. Zo zouden anders bankfinancieringen dikwijls opzegbaar worden, wanneer de schuldenaar interimfinanciering (zie 4.3 voor wat daarmee wordt bedoeld) aantrekt – terwijl de WHOA dit beoogt te faciliteren en te stimuleren. Immers, veel bankfinancieringen bevatten een verbod tot het aantrekken van aanvullend krediet (*no financial indebtedness*) en/of een verbod tot het stellen van zekerheid (*negative pledge*). Zou dit niet buiten werking worden gesteld, heeft de financier in de praktijk toch een veto op herstructureringskrediet, dan wel kan dit niet worden aangetrokken zonder dat de

---

<sup>20</sup> § 365(e) Bankruptcy Code.

<sup>21</sup> Concept Richtlijn, whereas (22), Article 7 section 5.

bestaande bankfinanciering vervalt en deze dus óók direct moet worden geherfinancierd. Dat zal doorgaans niet mogelijk zijn.

- 2.7.4 De redactie kan nog iets worden aangepast om te verzekeren, dat het beoogde effect wordt bereikt:

**Artikel 372** [Wederkerige overeenkomsten]

(...)

3. Het voorbereiden van, onderhandelen over, aanbieden of uitvoeren van een akkoord als bedoeld in het eerste lid, alsmede gebeurtenissen en (rechts-)handelingen die daarmee rechtstreeks verband houden of daarvoor redelijkerwijs noodzakelijk zijn, zijn geen grond voor wijziging van verbintenissen of verplichtingen van of jegens de schuldenaar, voor opschorting van de nakoming van een verbintenis jegens de schuldenaar en voor ontbinding van een met de schuldenaar gesloten overeenkomst.

- 2.7.5 Men zou bevreesd kunnen zijn, dat dit schuldeisers in te grote mate van hun rechten beroofd. Kan een financier bijvoorbeeld nog wel opeisen, als de kredietdocumentatie hem dat recht geeft omdat de schuldenaar tekortschiet, en andere daarmee verband houdende rechten uitoefenen? Wat ons betreft is het antwoord daarop bevestigend (behoudens een eventuele afkoelingsperiode), en is de bepaling zoals nu opgenomen (dan wel aangepast zoals door ons voorgesteld) niet onredelijk bezwarend voor wederpartijen van de schuldenaar. De juiste balans wordt precies bereikt doordat het moet gaan om gebeurtenissen of (rechts-)handelingen die *rechtstreeks* verband houden met het akkoord. Dat is bij ander tekortschieten van de schuldenaar niet het geval en zelfs niet bij andere insolventiegerelateerde triggers.

**2.8 Geen rechtsmiddelen: essentieel dat geen hoger beroep wordt opengesteld**

- 2.8.1 Mede met het oog op *deal certainty* en de gedachte dat een akkoord zo snel mogelijk duidelijkheid moet bieden en in beginsel niet kan worden vernietigd (en ontbinding eventueel kan worden uitgesloten, zie art. 384)<sup>22</sup> heeft het Wetsvoorstel de mogelijkheid van rechtsmiddelen tegen beslissingen van de rechtbank sterk beperkt. Deze zijn terecht uitgesloten voor beslissingen van de rechtbank waarin zij:

- (i) op verzoek van een schuldeiser een deskundige benoemt in de zin van art. 371 (art. 371 lid 6);
- (ii) een afkoelingsperiode gelast (art. 375 lid 5);
- (iii) tal van geschillen beslecht die haar hangende de onderhandelingen over het akkoord (art. 376 lid 6); en

---

<sup>22</sup> Zie over de onjuiste verwijzing naar uitsluiting van vernietiging in de zin van deze bepaling hierboven: 2.2.23.

(iv) het verzoek tot homologatie honoreert (art. 381 lid 6).<sup>23</sup>

2.8.2 Het is ons bekend dat vanuit de rechterlijke macht is geopperd om toch hoger beroep en cassatie open te stellen, maar dat raden wij ten stelligste af. Deze rechtsmiddelen kunnen ertoe leiden dat een finale beslissing voor de verbindendheid van het WHOA-akkoord voor grote vertraging in de uitvoering daarvan kan zorgen: als het even tegenzit 6 maanden tot een jaar, zoals nu al het geval is bij het instellen van rechtsmiddelen in surseance- en faillissementsaangelegenheden.<sup>24</sup> Een dusdanig lange vertraging biedt bepaalde stakeholders weer een *holdout*-positie die het Wetsvoorstel nu juist beoogt te voorkomen. Een succesvolle herstructurering buiten een insolventieprocedure vereist doortastendheid.

2.8.3 Daarbij is de WHOA-procedure zoals nu voorgesteld met voldoende waarborgen omkleed. Dit zou nog kunnen worden versterkt, door van de algemene weigeringsgrond voor homologatie van art. 381 lid 3 onder h een ambtshalve toe te passen toets te maken (zie ook 2.2.21). Voor de rechtsvorming zijn hogere voorzieningen ook niet nodig, omdat de rechtbank in voorkomend geval bij twijfel de weg van de prejudiciële vragen aan de Hoge Raad kan volgen om richting te krijgen.

2.8.4 Voor rechtsbescherming is een beroepsmogelijkheid evenmin nodig als een van de betrokken partijen (schuldenaar of schuldeiser) door haar gedrag aanleiding zou geven voor een correctiemogelijkheid. Dan staat de gedupeerde partij immers de mogelijkheid van een onrechtmatigedaadvordering ten dienste waarmee zijn schade vergoed wordt. Ook de weg naar de civiele (kort-geding)rechter staat open.

## 2.9 Vereiste van minnelijk voortraject niet formaliseren

2.9.1 In 1.2.2-1.2.3 merkten wij reeds op, dat de thans gegroeide praktijk van informele, (min of meer) consensuele buitengerechtelijke herstructurerings door de WHOA niet zal worden ondergraven, maar juist worden versterkt. Het is dan ook niet nodig en zou onjuist zijn om het vereiste dat aan het aanbieden van een WHOA-akkoord een minnelijk traject vooraf dient te gaan in de wet te formaliseren.

2.9.2 Het is niet nodig, omdat ook zonder een daarop gerichte bepaling niet goed denkbaar is dat schuldenaars in de praktijk 'rauwelijks' een akkoord zullen gaan

---

<sup>23</sup> NB: door het ontbreken van de gewone rechtsmiddelen tegen een homologatie verwijst art. 381 lid 5 ten onrechte naar het in kracht van gewijsde gaan van de beschikking tot homologatie. Dit moet derhalve geschrapt worden.

<sup>24</sup> Zie bijv. de casus en procedure die ten grondslag lagen aan de twee uitspraken van de Hoge Raad in de Oi Brasil Holdings Coöperatief U.A. en Portugal Telecom International Finance-zaken van 7 juli 2017, ECLI:NL:HR:2017:1280 en 1281



aanbieden, behoudens als daarvoor dwingende (en dan dus ook te billijken) redenen zijn of in gevallen van (beoogd) misbruik van de WHOA. Schuldeisers of aandeelhouders die daarmee geconfronteerd zouden worden, zouden zich danig verzetten tegen de schuldenaar. De homologatie zou dan een *uphill battle* zijn, zeker wanneer de rechter, zoals wij voorstaan, in zijn toetsing en beslissing om al dan niet te homologeren rekening houdt met de mate van steun voor en de inhoud het akkoord alsmede de overige omstandigheden waaronder dat is aangeboden (zie 2.2.11 e.v.). Een 'rauwelijks' aangeboden akkoord waartegen de schuldeisers c.q. aandeelhouders te hoop lopen, dient door de rechter met grote omzichtigheid te worden benaderd. Zelfs als het akkoord dan voldoet aan de formele en inhoudelijke homologatiecriteria, kan de rechter (in voorkomend geval) terugvallen op de specifieke weigeringsgrond van art. 381 lid 3 onder f en (in ieder geval) de algemene weigeringsgrond van art. 381 lid 3 onder h – voor wat betreft die laatste des te meer, als die zoals wij ons kunnen voorstellen tot ambtshalve toe te passen toets wordt gepromoveerd (zie 2.2.21).

- 2.9.3 Hetzelfde zou gelden voor het traject tussen het aanbieden en de beoogde homologatie van een zonder voldoende vooroverleg neergelegd akkoord: ook dat zou een *uphill battle* zijn als de schuldeisers met het akkoord worden verrast. Het risico is dan groot dat de schuldenaar uit de loopt, omdat schuldeisers overgaan tot het nemen van individueel verhaal, mogelijk zelfs het aanvragen van faillissement – en dat alles niet per se in stilte / buiten de publiciteit, waardoor de schuldenaar het grote risico loopt dat ook klanten, leveranciers en andere wederpartijen weglopen of maatregelen nemen en de onderneming versneld op faillissement afstevent. De rechter die vervolgens door de schuldenaar wordt verzocht zulke acties te schorsen (art. 3d resp. 375) zal daar in een geval als hier bedoeld niet al te welwillend tegenover staan (ook niet, als die artikelen worden aangepast zoals wij voorstellen, zie 4.2).
- 2.9.4 Bovendien valt niet uit te sluiten dat bestuurders van een onderneming en eventuele andere nauw betrokkenen, het serieuze risico van (bestuurders-)aansprakelijkheid lopen wanneer het 'rauwelijks' aanbieden van een akkoord leidt tot schade door het hierboven beschreven tumult met stakeholders, (daardoor) onnodige vertraging, en in het ergste geval deconfiture. Schuldeisers en aandeelhouders zullen zeker niet nalaten degenen aan te spreken die zonder redelijke grond achterwege laten om de relevante schuldeisers en aandeelhouders tijdig en voldoende te betrekken en toch via WHOA een akkoord gehomologeerd te krijgen.
- 2.9.5 Het zou onjuist zijn het vereiste van een minnelijk voortraject te formaliseren, omdat dit afdoet aan het beoogde karakter (in overeenstemming met de vereisten van de Concept Richtlijn, zie 2.3.4) van een effectieve, zo vroeg mogelijk en laagdrempelig toegankelijke herstructureringsprocedure, gegoten in een flexibele kaderregeling (zie 1.4). Toevoeging van een nog een ingangstoets (naast art. 370 lid 1) zou een extra rechtsingang / mogelijkheid van oppositie creëren voor schuldeisers. In het ergste geval, indien zelfs zou worden opgenomen dat de

rechter bij aanbidding moet toetsen, loopt het proces reeds dan vertraging op met groot risico van publiciteit, waardoor de continuïteit van de onderneming in gevaar wordt gebracht.

- 2.9.6 Maar ook als een verplicht minnelijk traject als extra homologatiecriterium zou worden toegevoegd, biedt dat schuldeisers en aandeelhouders een oneigenlijk extra drukmiddel. Individuele schuldeisers die niet tevreden zijn met wat hen wordt aangeboden zullen niet nalaten bestuurders onder druk te zetten om nog te wachten met het aanbieden van een WHOA-akkoord, omdat “er nog niet genoeg minnelijk voortraject” is geweest. Dit zou dus een extra punt van “*leverage*” toevoegen, wat in het algemeen moet worden vermeden (zie 2.1.4 e.v.), omdat het afbreuk doet aan de beoogde effectiviteit en de kern van de WHOA: *no holdouts* (zie 2.1).<sup>25</sup> Bovendien zou het beslag op de rechterlijke macht navenant toenemen, wat in strijd zou zijn met een ander belangrijk uitgangspunt van de WHOA.
- 2.9.7 Ten slotte: wat is genoeg minnelijk voortraject? Gaat het daarbij alleen om de duur van het minnelijke traject, of ook om de frequentie en de invulling daarvan? De aan al die factoren te stellen eisen hangen volledig af van de omstandigheden van het geval, waaronder de ernst van de situatie waarin de onderneming verkeert, de mate van steun voor het akkoord, de reikwijdte van het akkoord (één of vele klassen?), de hoeveelheid en hoedanigheid van de in het akkoord betrokken schuldeisers of aandeelhouders (professionele kredietverstrekkers / investeerders? Enkelen of vele tientallen? Oorspronkelijke schuldeisers of *distressed debt traders*?) en hun opstelling (kritisch coöperatief, strikt afwijzend of iets daartussenin? Kaarten tegen de borst of transparant over de eigen belangen? Het kan zeer snel duidelijk zijn, hoe de verschillende partijen tegen het voorgestelde akkoord aankijken – of vaag blijven tot aan een stemming). Er zijn zelfs gevallen denkbaar, dat het neerleggen van een akkoord met amper of geen vooroverleg wel gerechtvaardigd is, of zelfs van juist handelende bestuurders moet worden gevergd – namelijk als de onderneming door onverwachte gebeurtenissen tegen een dusdanig liquiditeitstekort aanloopt, dat geen tijd kan worden verloren. Dit alles zou moeilijk op een juiste, werkbare wijze te vangen zijn in een bepaling; welke bepaling men ook verzint, zij zou altijd de deur openzetten naar uitvoerige discussie bij de rechter. Het terechte – om die hiervoor benoemde redenen terechte – uitgangspunt van de WHOA is nu juist dat dit moet worden vermeden.

## **2.10 Afschaffing van het getalscriterium bij stemming dient te worden gehandhaafd**

- 2.10.1 Bij de vaststelling, of een klasse van schuldeisers heeft voorgestemd (art. 378 lid 4) is in het Wetsvoorstel terecht slechts nog aangesloten bij de meerderheid in

---

<sup>25</sup> Al zou de schuldenaar daarover dan wellicht op de voet van art. 376 lid 1 onder a daarover een beslissing kunnen uitlokken.

bedrag. Een getalscriterium is losgelaten. Daarmee wordt het beste recht gedaan aan de economische realiteit; niet voor niets is deze opzet in lijn met de Concept Richtlijn:

“To ensure that parties have a say on the adoption of restructuring plans proportionate to the stakes they have in the business, the required majority should be based on the amount of the creditors' claims or equity holders' interests in any given class.”<sup>26</sup>

De praktijk leert, dat een getalscriterium weinig rechtvaardiging toevoegt aan de uitkomst van stemmingen over akkoorden, maar juist wel tot vertekende uitkomsten kan leiden en het leent zich voor manipulatie, waartegen bij een ander systeem weer waarborgen zouden moeten worden ingebouwd.

2.10.2 Evenzeer is het terecht dat alleen acht wordt geslagen op de daadwerkelijk uitgebrachte stemmen. Zoals wij in 2.2.20 al opmerkten, mag wanneer de onderneming in zwaar weer verkeert ook van de schuldeisers worden verwacht dat zij actief en betrokken deelnemen aan een herstructurering – vanzelfsprekend mits zij conform de vereisten van de WHOA tijdig en behoorlijk worden opgeroepen en voldoende geïnformeerd. Absenteïsme mag dan niet aan de aanneming of homologatie van het akkoord in de weg staan.

## **2.11 Overige te behouden sterke punten van het Wetsvoorstel**

2.11.1 Zonder uitgebreide nadere toelichting merken wij hier nog graag op, dat ook de volgende kwesties in het Wetsvoorstel wat ons betreft op een goede wijze zijn geregeld, zodat wij ervoor pleiten deze regelingen te behouden zoals nu voorgesteld:

- De mogelijkheid om wederkerige overeenkomsten te herstructureren (art. 372 lid 1 en 2). Dit is een voor een geslaagde herstructurering essentiële toevoeging. De voorgestelde regeling blinkt uit in eenvoud, mede door het niet maken van onderscheid in soorten overeenkomsten, maar bereikt een zeer goede balans tussen de betrokken belangen.
- Het verbeterde criterium voor klassenindeling (art. 373). Het criterium zoals nu voorgesteld is juist, in overeenstemming met internationale voorbeelden, en zal goed werkbaar zijn.
- De maatwerkbepaling (art. 377). Ook deze toevoeging is essentieel. Zeker wanneer ons advies wordt gevolgd de beoordeling van de WHOA op te dragen aan één, gespecialiseerd en kundig gerecht met een actieve opstelling, zal de maatwerkbepaling die rechters in staat stellen de WHOA te hanteren op een wijze die de praktijk het meest recht doet. Het karakter van flexibele kaderregeling komt dan tot zijn volle recht, doordat de rechterlijke macht die kaders invult zoals dat het beste past bij het geval, met het oog op het doel

---

<sup>26</sup> Concept Richtlijn, Whereas (26); zie ook article 2 section 7 en article 9 section 4.

van de WHOA en de concreet betrokken gevallen: zie eerder 1.4.2. Met enig recht zou kunnen worden gesteld dat chapter 11 veel van zijn succes ontleend aan § 105(a) Bankruptcy Code – de zeer sterke en brede maatwerkbepaling, die die wet kent.

Overigens is het hierbij wel zeer van belang dat art. 377 niet wordt opengesteld voor anderen, dan de schuldenaar. Dan liggen dezelfde risico's op de loer, als die welke we aanstipten bij het (niet) openstellen van rechtsmiddelen: zie 2.8, en bij de mogelijkheid voor de schuldenaar om reeds in de onderhandelingsfase de rechter te vragen geschillen over bepaalde essentiële elementen van het akkoord te beslechten (art. 376): zie 2.6.

### 3 EEN ENKEL FUNDAMENTEEL (VERBETER)PUNT

#### 3.1 Gespecialiseerde rechters

a. *WHOA-akkoorden horen thuis bij één – gespecialiseerd en deskundig – gerecht*

3.1.1 Het Wetsvoorstel kent de nodige bepalingen waarin aan de rechter taken en bijbehorende bevoegdheden zijn opgedragen in de procedure, althans, wanneer op hem een beroep wordt gedaan. Zie in dit verband:

- Art. 369 lid 3: aanwijzing bevoegde rechtbank
- Art. 371: benoeming deskundige
- Art. 375: afkoelingsperiode
- Art. 376: behandeling diverse geschillen voorafgaand aan stemming
- Art. 377: maatwerkbepaling
- Art. 380-381: homologatie

3.1.2 Volgens het Wetsvoorstel is de bevoegde rechter de rechtbank die op grond van art. 2 Fw bevoegd zou zijn om de schuldenaar in staat van faillissement te verklaren (art. 369 lid 3). Deze keuze is in de MvT verder niet toegelicht. Gezien de complexe materie waarmee die rechtbank en haar rechters-commissarissen te maken krijgen bij een akkoordprocedure onder de WHOA verdient het echter aanbeveling om gebruik te maken van specialisatie en de rechtspraak te concentreren bij één kundige instantie, mede tegen de achtergrond van de beperking van hogere voorzieningen. De rechter die zich met WHOA-akkoorden moet gaan bezighouden, moet van vele markten thuis zijn: naast goede kennis van het insolventierecht dient hij/zij te beschikken over inzicht in cijfermatige processen, financiële documenten, zoals solvabiliteits- en liquiditeitsprognoses en waarderingsvraagstukken. Dit past in het streven naar specialisatie zoals herhaaldelijk bepleit door het ministerie, de Raad voor de Rechtspraak maar ook bijvoorbeeld VNO-NCW en in het Voorontwerp Insolventiewet:

- *MvT (p. 12) bij het Voorontwerp Insolventiewet (2007)*

"c. Professionele kwaliteit rechters-commissarissen en ondersteunend personeel

De (verdere) verbetering van de professionele kwaliteit van rechters-commissarissen en hun juridisch ondersteunend personeel verdient aandacht. De commissie heeft in haar advies van 13 april 2005 geschreven dat zij denkt aan (een combinatie van) de volgende maatregelen:

- concentratie van de insolventierechtspraak (één rechtbank per ressort);
- opleidingseisen voor rechters-commissarissen. Als voorbeeld kunnen de (mede) door Insolad geïnitieerde specialisatieopleidingen en de daarbij behorende vervolgoopleidingen worden genoemd. Overigens vraagt onze commissie zich af of het gewenst is voor rechters-commissarissen een aparte specialisatieopleiding te ontwikkelen. Een opleiding waaraan niet alleen rechters-commissarissen, maar ook bewindvoerders deelnemen voorziet wellicht in een betere vorming.

- opleidingseisen voor het juridisch ondersteunend personeel;

- voldoende ervaringsjaren; de functie van rechter-commissaris zou daarom voor langere tijd vervuld moeten worden.
- carrièremogelijkheden binnen de rechterlijke macht voor rechters-commissarissen.

Met het oog op (verdere) professionalisering van het rechter-commissariaat gaat het voorontwerp uit van concentratie van insolventiezaken in de hoofdplaatsen van de hofressorten. Daarmee wordt een gedachte gevolgd uit het MDW-rapport modernisering faillissementsrecht. Voor de behandeling van insolventies van natuurlijke personen kan, indien dit nodig wordt geacht, via de bestaande mogelijkheden van aanwijzing van nevenvestigings- en nevenzittingsplaatsen worden voorzien in behandeling op daarvoor geëigende (decentrale) locaties."

- Zie rond die tijd ook *Kamerstuk 31 200 VI (Begroting van het Ministerie van Justitie (VI) voor het jaar 2008)*:  

"De toenemende complexiteit van de samenleving vraagt hoogwaardige expertise. In vervolg op de evaluatie van de modernisering van de rechtspraak (commissie-Deetman) zal het eenvoudiger worden specialisaties binnen de rechtspraak te organiseren. [...] Binnen en tussen gerechten zal specialisatie een bijdrage leveren aan het verhogen van de deskundigheid."
- Voorts *MvT Wet modernisering faillissementsprocedure (Kamerstukken 2016-2017, 34740, nr. 3, par. 1 en 3d)*:  

"Tot slot draagt het wetsvoorstel bij aan de verdere specialisatie van de insolventierechter en biedt het ondersteuning voor verdere ontwikkelingen in de uitvoering van wetgeving."
- Vgl. *Advies VNO-NCW (p. 8)*:  

"Wij zijn voorstander van het terugbrengen van het aantal 'insolventiekamers', waardoor er meer rechters-commissarissen en hun staf op één locatie zitten en de regio's waarin zij curatoren benoemen groter. Bepaalde rechtbanken zouden wellicht kunnen samenwerken (al dan met per Hofressort). Dit is efficiënter, geeft meer mogelijkheden tot specialisatie van rechters, leidt tot een hogere kwaliteit en verminderde kwetsbaarheid (bij ziekte, vakantie e.d.)"
- *Agenda van de Rechtspraak 2015-2018 (Speerpunt /Doelstelling 3)*:  

"De Rechtspraak werkt systematisch aan de aansluiting van haar deskundigheid bij de vraag vanuit de samenleving. Die aansluiting wordt gezocht in de wijze van behandeling van iedere zaak: snelheid waar het kan, maatwerk waar dat nodig is. De deskundigheid wordt bevorderd door uitbouw van specialisatie. Op specialistische rechtsgebieden zorgen we voor voldoende specialistische capaciteit, waar nodig met inzet van multidisciplinaire deskundigheid. [...] In de periode tot 2018 maken we gezamenlijk afspraken over: 1 het door rechters gezamenlijk vaststellen en actueel houden van professionele standaarden. De standaarden zien ook op deskundigheid die nodig is om bepaalde zaakstypen – bijvoorbeeld op forensisch gebied – goed te kunnen behandelen; 2 de ontwikkelingsfaciliteiten die nodig zijn om te werken volgens de professionele standaarden; 3 de verdergaande invulling en inrichting van specialisatie binnen de gerechten en – waar dat nodig is – tussen de gerechten; [...]."

3.1.3 De noodzaak tot specialisatie in de rechterlijke macht op het terrein van het insolventierecht is door een van ondergetekenden al veel langer geleden in TvI bepleit<sup>27</sup> en blijkt tijdens menige bijeenkomst van Insolad (Grotius (vervolg) cursussen, workshops, jaarvergaderingen etc.) in uitingen door curatoren en

<sup>27</sup> R.D. Vriesendorp, De R-C als trendvolger?, *TvI* 1995/2. Zie voorts bijv.: Uitgebalanceerd (Eindrapport Fundamentele herbezinning Nederlands burgerlijk procesrecht, 2006), § 8.6.

rechters breed gedragen. De daadwerkelijke effectiviteit van de WHOA is minstens even zozeer afhankelijk van de uitvoering die daaraan wordt gegeven door de rechters aan wie deze wordt opgedragen. Het belang van het aanwijzen van één gespecialiseerd en deskundig gerecht kan dus niet worden onderschat.

*b. Welke rechter is de meest aangewezen instantie? Financiering door gedifferentieerd griffierecht*

3.1.4 Als de keuze gemaakt wordt om in het Wetsvoorstel één gespecialiseerde rechterlijke instantie aan te wijzen om zich met de WHOA bezig te houden, op vergelijkbare wijze als bijvoorbeeld de Haagse rechter in IE-zaken en de Pachtkamer in Arnhem, rijst de vraag wie dat zou moeten zijn bij de onderhavige problematiek. Hiervoor komen volgens ons twee instanties in aanmerking: de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam of één specifiek daartoe aangewezen rechtbank in Nederland. De formatie voor een dergelijke uitbreiding van taken moet worden aangepast aan de te verwachten extra belasting. Financiering hiervan is mogelijk met behulp van een gedifferentieerd stelsel van – zo mogelijk – kostendekkend griffierecht afhankelijk van de omvang van het te saneren passief. Hiermee komen de zwaarste lasten te rusten op de schouders van de grootst herstructureeringen, terwijl het griffierecht voor kleinere ondernemingen zodanig laag kan worden gehouden, dat ook voor hen de WHOA een daadwerkelijk laagdrempelig, goed toegankelijk herstructureringsmiddel wordt.

### **3.2 (Niet-)toepasselijkheid van de Europese insolventieverordening**

*a. Het Wetsvoorstel moet kiezen: WHOA komt wel of niet op Annex A van de herschikte Europese Insolventieverordening (“InsVo”)*

3.2.1 Het valt op dat tekst noch toelichting bij het Wetsvoorstel een verwijzing naar de Europese Insolventieverordening bevatten. In het vervolgtraject moet hieromtrent echter wel een keuze worden gemaakt. Voor beide mogelijkheden valt wat te zeggen.

3.2.2 Plaatsing van de WHOA op Annex A vereist dat de procedure voldoet aan de daarvoor gestelde vereisten, maar dat hoeft gezien de omschrijving daarvan in art. 1 lid 1 en art. 2 lid 4 herschikte InsVo geen probleem te zijn, behalve wellicht dat er geen duidelijk beginpunt van een procedure valt aan te wijzen. Als Nederland er echter in slaagt om de WHOA op Annex A geplaatst te krijgen, dan is daarmee de herschikte InsVo op de WHOA en zijn uitkomsten van toepassing. Wil een schuldenaar gebruikmaken van de mogelijkheden van de WHOA, dan dient hij zijn 'centrum van voornaamste belangen' (COMI) wel in Nederland te hebben (art. 3 e.v. herschikte InsVo). Buitenlandse rechtspersonen hebben dan in beginsel geen herstructureringsmogelijkheden via de WHOA, zodat het binnenhalen van dergelijke saneringen zoals de UK thans doet via de Scheme of Arrangement, dan niet mogelijk is. Voordeel is dan wel dat de WHOA in de hele

Europese Unie (behalve Denemarken) automatisch erkend wordt (art. 19  
herschikte InsVo).

- 3.2.3 Het achterwege laten van plaatsing van de WHOA op Annex A is op zichzelf ook mogelijk, maar dan is de WHOA niet onderworpen aan de regels en bescherming van de herschikte InsVo. Dan is het weliswaar niet uitgesloten, maar minst genomen toch wel onduidelijk – en vanuit een oogpunt van *deal certainty* daarmee tamelijk onhanteerbaar – of een homologatie van een WHOA-akkoord door de Nederlandse rechter elders erkend gaat worden. Hoewel het EU Hof van Justitie de naadloze aansluiting tussen InsVo en EEX-Vo herhaaldelijk heeft uitgesproken,<sup>28</sup> lijkt de uitsluiting van de werkingssfeer van de EEX-Vo van – onder meer – akkoorden (art. 1 lid 2 sub b EEX-Vo) een automatische erkenning van een WHOA-akkoord dan onder beide verordeningen in de weg te staan. Voor een effectief onderhands akkoord lijkt dit een ongewenst resultaat. Dit nadeel zal moeten worden afgewogen tegen de voordelen van de mogelijkheid de WHOA open te stellen voor herstructureringen van buitenlandse ondernemingen zonder COMI in Nederland.

---

<sup>28</sup> HvJEU 4 september 2014, Nickel & Goeldner Spedition, C-157/13, r.o. 21; en recent weer herhaald in HvJEU 9 november 2017, Tünkers France c.a./Expert France, C-641/16, r.o. 16 e.v.



## 4 OVERIGE KNELPUNTEN EN MOGELIJKHEDEN TOT VERBETERING

### 4.1 Overzicht

4.1.1 Naast wat hiervoor in 2 en 3 is besproken, hebben wij de volgende meer specifieke knelpunten en mogelijkheden tot verdere verbetering van het Wetsvoorstel gesignaleerd.

1. Schorsing faillissementsverzoeken na aanbieding akkoord en afkoelingsperiode maximaal 2x2 maanden (art. 3d / 275): dit is in ieder geval te kort, maar de regeling is vooral te inflexibel (4.2).
2. *Safe haven* voor herstructureringskrediet (art. 42a): de geboden bescherming is niet sterk genoeg/verkeerd ingestoken; de omschrijvingen van het beschermde krediet en beschermde zekerheidsrechten zijn onvolledig (4.3).
3. Geen akkoord in surseance indien in de drie voorafgaande jaren een WHOA akkoord is verworpen of niet gehomologeerd (art. 252 / 287a): dit verdient schrapping (4.4).
4. De exclusieve bevoegdheid van economisch belanghebbenden boven juridische schuldeisers (art. 369 lid 4) is niet altijd juist: het artikel dient beter aan te sluiten bij de praktijk (4.5)
5. Het Wetsvoorstel regelt ten onrechte niet de positie van de pandhouder van aandelen en vorderingen en kan verbeterd worden waar het de certificaathouders van aandelen betreft (4.6)
6. Mogelijkheid om rechten tegen borgen, medeschuldenaren etc. aan te tasten (art. 369 lid 7 en 370 lid 2): de opsomming van aansprakelijke derden is onvolledig (4.7).
7. Uitzonderingen op de absolute *priority rule* (art. 381 lid 4 onder c en d) zijn incompleet (4.8)

Hieronder komen deze knelpunten kort aan bod met waar mogelijk een aanzet voor een oplossing daarvan.

### 4.2 Schorsing faillissementsverzoeken en afkoelingsperiode dienen ruimer / meer flexibel te zijn (art. 3d / 375)

4.2.1 Artikel 3d (nieuw) bepaalt, dat behandeling van faillissementsverzoeken tegen de schuldenaar-onderneming die reeds een (voldoende uitgewerkt ontwerp-) akkoord heeft ingediend, kan worden opgeschort voor maximaal twee maanden, met een mogelijke verlenging van nog eens maximaal twee maanden. Hetzelfde geldt voor de afkoelingsperiode voor (andere) individuele verhaalsacties die op grond van art. 375 kan worden verzocht. Een en ander is uit de bestaande regelingen in de Faillissementswet overgenomen, maar leent zich daar niet voor. Voor beide gevallen zijn de voorgestelde termijnen echter te kort, althans is de

regeling te inflexibel. Een herstructurerings situatie zoals de WHOA beoogt te faciliteren is bepaald anders dan een faillissement en de WHOA kiest op veel punten terecht juist een flexibele insteek gericht op maatwerk. Dat is ook hier gewenst.

- 4.2.2 Tenzij het akkoord toevallig al bijna gereed is wanneer een en ander speelt, is een periode van vier maanden hoe dan ook te kort, alleen al gelet op de verwachte (minimale) doorlooptijd van een akkoordprocedure en de in dit verband door het Wetsvoorstel zelf gehanteerde termijnen. Daarnaast leert de praktijk, dat onderhandelingen over een akkoord dikwijls meer tijd in beslag nemen dan vier maanden, zeker bij "ondernemingen van enige omvang"<sup>29</sup> waarvoor de WHOA hoofdzakelijk is bedoeld.
- 4.2.3 De aandacht moet er ook niet op zijn gericht welke (maximale) termijn voor een WHOA-traject gewenst is (en een faillissementsverzoek dus wordt opgeschort). Het is beter een andere invalshoek te kiezen. Starre bepalingen zoals nu voorgesteld brengen onnodig grote risico's met zich: als de maximale periode van opschorting voorbij is, moet in het geval van art. 3d het verzoek tot faillietverklaring worden behandeld c.q. zijn in het geval van art. 375 schuldeisers weer vrij verhaalsacties door te zetten. Behandeling van een faillissementsverzoek heeft doorgaans een "besmettingseffect" ("*insolvency blight*"): zodra wederpartijen c.q. de openbaarheid in het algemeen daarvan weet krijgen, is het met een onderneming vaak snel afgelopen omdat iedereen alle middelen ter zijner beschikking inzet om nog te (ver)halen wat er te (ver)halen valt voordat het te laat is (de concursus). Bij de behandeling van het faillissementsverzoek, als die dan doorgaat, is hooguit beperkt ruimte om in aanmerking te nemen, dat wellicht nog vruchtbare WHOA-akkoordonderhandelingen tussen de schuldenaar en de (andere) schuldeisers c.q. aandeelhouders lopen. Als is voldaan aan de toets van art. 1 Fw, moet de schuldenaar in beginsel failliet worden verklaard. Bij individuele verhaalsacties is deze ruimte er welhaast helemaal niet.
- 4.2.4 Gezien het voorgaande zijn art. 3d / 375 zoals nu voorgesteld een *hair trigger*, een te gemakkelijk (door één onwillige schuldeiser) te activeren valkuil, die het gehele herstructureringsproces kan verstoren met grote schade voor de overige stakeholders tot gevolg. Om die reden zouden art. 3d / art. 375 in hun huidige vorm zulke schuldeisers ook ongerechtvaardigde *leverage / nuisance value* opleveren (zie daarover in het algemeen, en waarom het moet worden vermeden, 2.1.4 e.v.). Door de tijd te laten te verstrijken en te dreigen met (het doorzetten van) een faillissementsverzoek of andere verhaalsacties, kunnen schuldeisers (te) grote druk op het proces zetten. Het proces dient van zichzelf zo te zijn ingericht dat de schuldenaar voortvarend te werk gaat; stakeholders moeten echter geen onbedoelde breekijzers in handen krijgen.

---

<sup>29</sup> MvT, p. 2, onder 2.

- 4.2.5 Overigens kunnen de nu voorgestelde periodes evengoed te lang uitpakken. In sommige gevallen ligt het juist eerder voor de hand om de schuldenaar nog slechts een kort respijt te gunnen, gelet op diens houding, omdat het allemaal al te lang heeft geduurd, of gelet op de grote belangen van de schuldeiser(s) die willen uitwinnen, zeker als het een belangrijk deel van hen is, vergeleken met de verwachte kansen dat het akkoord er nog zal kunnen komen. Natuurlijk kán de rechter de behandeling van het faillissementsverzoek korter dan twee maanden opschorten, maar gezien wat wij hiervoor opmerken is het onze verwachting dat een schuldenaar maar zelden korter dan twee maanden zal verzoeken; nu die termijn genoemd staat, wordt deze wellicht ook door de rechter als de 'default'-optie ervaren. Bovendien weet de rechter dat hij maar één keer kan verlengen en dan weer met slechts de maximale termijn; als hij dus te kort opschorting verleent, loopt hij het risico dat hij de schuldenaar uiteindelijk in totaal niet voldoende respijt kan geven, ook niet als dat gezien de voortgang van het proces en de belangen van alle stakeholders in een later stadium gerechtvaardigd of zelfs geboden is.
- 4.2.6 Ten slotte is een inflexibele regeling zoals nu voorgesteld in strijd met het door de wetgever terecht gekozen algemene uitgangspunt van een flexibele kaderregeling. Dat is geenszins nodig om de gerechtvaardigde belangen van schuldeisers te beschermen. Er moet namelijk wel degelijk een grens zijn aan de opschorting van individuele verhaalsrechten, waaronder het aanvragen van het faillissement, maar ook die kan heel goed flexibel zijn. Ook op dit punt (zie eerder o.m. 1.4.2, 2.2.11 e.v.) dient vertrouwen te worden gesteld in de rechterlijke macht, zeker als de WHOA wordt opgedragen aan (specifiek) ter zake kundige, gespecialiseerde rechters, met de opdracht zich actief op te stellen, zoals uiteengezet in 3.1.
- 4.2.7 Dan kan zowel voor de opschorting van faillissementsverzoeken (art. 3d) als van (andere) individuele verhaalsacties aan de rechter worden overgelaten, of opschorting wordt verleend en (telkens) voor hoe lang, en of wordt verlengd en hoe vaak. Dit biedt de rechter de mogelijkheid om met inachtneming van alle omstandigheden van het geval, zoals door schuldenaar en (verhaal zoekende en andere) schuldeiser(s) te berde gebracht, en gelet op alle betrokken belangen en de stand en voortgang van het aanbieden van het akkoord en de onderhandelingen daarover, de meest passende regeling te treffen. Wil slechts één schuldeiser verhaalsacties treffen, terwijl de schuldenaar een sterk verhaal heeft, dat en waarom het proces voor het bereiken van een akkoord goed loopt, maar nog wel enige tijd nodig heeft, daarin gesteund door vele/belangrijke andere schuldeisers, dan zal de rechter eerder geneigd zijn een langere periode te gunnen. Is het tegendeel waar, zal hij niet of nog slechts kort opschorten. Ligt het geval gecompliceerd, dan kan de rechter eerst, en zo nodig steeds, een relatief korte periode opschorten, en die steeds verlengen zolang dat opportuun is – waarbij telkens de opponenten weer aan het woord kunnen komen en hun

belangen dus maximaal in acht worden genomen. Maatwerk dus, zoals herstructureringsituaties vereisen.

#### 4.2.8 Voorstel:

**Artikel 3d** [Schorsing van de behandeling van het verzoek tot faillietverklaring in geval van de aanbidding van een akkoord]

1. Indien de schuldenaar een akkoord heeft aangeboden als bedoeld in artikel 370 wordt de behandeling van elk jegens hem ingediend verzoek tot faillietverklaring op zijn verzoek geschorst gedurende een door de rechter met het oog op onder meer de stand van de onderhandelingen over het akkoord en de belangen van de schuldenaar en de betrokken de schuldeisers en aandeelhouders te bepalen termijn, die telkens kan worden verlengd met een door de rechter op dezelfde voet te bepalen termijn, tenzij:
  - a. ~~de schuldenaar~~ redelijkerwijs niet verwacht mag worden [in overeenstemming gebracht met art. 375, RvdS] dat de rechtbank zal overgaan tot homologatie van het akkoord als bedoeld in artikel 381, of
  - b. er andere zwaarwegende redenen zijn die zich tegen een (verdere) schorsing verzetten.

(...)

5. Tegen de beslissingen van de rechtbank als bedoeld in dit artikel staat geen rechtsmiddel open.

**Artikel 375** [Afkoelingsperiode]

4. Heeft een schuldenaar een akkoord aangeboden als bedoeld in artikel 370, dan kan hij de rechtbank verzoeken een afkoelingsperiode af te kondigen gedurende een door de rechter met het oog op onder meer de stand van de onderhandelingen over het akkoord en de belangen van de schuldenaar en de betrokken de schuldeisers en aandeelhouders te bepalen termijn. Tijdens de afkoelingsperiode, van ten hoogste twee maanden, kan elke bevoegdheid van derden tot verhaal op goederen die tot het vermogen van de schuldenaar behoren of tot opeising van goederen die zich in de macht van de schuldenaar bevinden niet worden uitgeoefend dan met machtiging van de rechtbank. De rechtbank kan deze periode telkens verlengen met een door de rechter op dezelfde voet te bepalen termijn.

### 4.3 **Safe haven voor herstructureringskrediet: bescherming is niet sterk genoeg/verkeerd ingestoken**

- 4.3.1 Het is juist, en uitermate belangrijk, dat de WHOA een *safe haven* bevat voor herstructureringskrediet (art. 42a). Dit is in lijn met chapter 11; in de Scheme of arrangement wordt het node gemist en zoekt men mogelijkheden iets dergelijks in te voeren. Ook de Concept Richtlijn bevat uitgebreide bescherming voor zowel "new financing" als "interim financing", in Chapter 4 (articles 16, 17):

"'new financing' means any new funds, whether provided by an existing or a new creditor, that are necessary to implement a restructuring plan that are agreed upon in that restructuring plan and confirmed subsequently by a judicial or administrative authority (article 2 at (11) Concept Richtlijn)

'interim financing' means any funds, whether provided by an existing or new creditor, that is reasonably and immediately necessary for the debtor's business to continue operating or to survive, or to preserve or enhance the value of that business pending the confirmation of a restructuring plan (article 2 at (11))"

- 4.3.2 De WHOA gaat echter niet ver genoeg, zoals goed te zien is aan de Concept Richtlijn. Art. 42a zou in de huidige vorm dan ook goed mogelijk bij voorbaat niet richtlijnconform kunnen zijn. De transacties die art. 42a beschermt, zijn te beperkt. Daarnaast werkt de huidige redactie niet goed, zelfs als men de reikwijdte niet zou willen vergroten. Art. 42a probeert aan te sluiten bij de pauliana-regeling, maar dat leidt niet (voldoende) tot het juiste resultaat. De huidige redactie beschermt verder slechts zakelijk zekerheidsrechten, terwijl de financiering in het algemeen dient te worden beschermd alsmede alle daarmee verband houdende zekerheidsstellende en andere transacties.
- 4.3.3 Die beperking is arbitrair en maakt dat de bescherming 'lek' is; als pand- en hypotheekrechten niet, maar garanties, de onderliggende financiering zelf, en flankerende transacties wel kunnen worden vernietigd, dan is het alsnog risicovol dergelijke financiering te verstrekken. De regeling schiet dan zijn doel voorbij, want herstructureringskrediet (interimfinanciering of nieuwe financiering) zal dan niet in de gewenste mate beschikbaar komen in de markt, dan wel worden de risico's in de prijs verdisconteerd. Dit maakt de financiering duurder dan nodig is, waardoor het minder mogelijk zal zijn voor een onderneming die toch al in de problemen zit om deze aan te trekken. Ten slotte zullen bestuurders van de schuldenaar dan huiverachtig blijven dergelijke transacties aan te gaan, want – als deze in het faillissement succesvol worden aangetast door de curator – lopen zij het risico van bestuurdersaansprakelijkheid, of in ieder geval het risico daarop te worden aangesproken.
- 4.3.4 Aanhaken bij de pauliana zoals nu wordt gedaan, met een bewijsvermoeden dat de zekerheid voor de herstructureringskrediet (i) niet benadelend was voor de schuldeisers en (ii) dat schuldenaar en financier van benadeling geen wetenschap hadden, werkt niet. Zekerheid stellen is immers als uitgangspunt per definitie benadelend voor de (overige) schuldeisers. Behoudens uitzonderingsgevallen biedt de oplossing van art. 42a op dat punt bewijsrechtelijk geen comfort waar de schuldenaar en de financier veel van mogen verwachten: ten eerste ligt ook in het huidige stelsel de bewijslast in beginsel bij de curator (behoudens de vermoedens van art. 43 Fw), ten tweede zal de curator evenzoveel of weinig als nu het geval is wel slagen in zijn bewijs dat sprake is van benadeling. Voor het negatieve vermoeden van wetenschap geldt hetzelfde; het zal aanleiding geven tot ingewikkelde discussies of een schuldenaar die bezig is een akkoord aan te bieden en een financier die in dat kader financiering verschaft het faillissement en een tekort daarin met een redelijke mate van waarschijnlijkheid konden voorzien – dus of zij geobjectiveerd beoordeeld mochten verwachten dat het akkoord zou slagen. Zo zou de huidige onzekerheid in de markt omtrent het verschaffen van (gezekerde) financiering in het kader van reddingspogingen als gevolg van de arresten van de Hoge Raad inzake ABN

AMRO/Van Dooren q.q.<sup>30</sup> één-op-één worden getransponeerd naar de WHOA. Dit is niet wenselijk met het oog op de beoogde *deal certainty*.

- 4.3.5 Wij bevelen aan om aan te sluiten bij de Concept Richtlijn (en in brede zin moderne herstructureringsregimes wereldwijd, waaronder chapter 11). De *safe haven* dient te worden uitgebreid zodat die alle herstructureringskrediet en nieuwe financiering in het kader van het akkoord omvat. Deze dient vervolgens, inclusief alle daarbij behorende transacties, algeheel te worden beschermd tegen nietigheid, vernietiging of onafdwingbaarheid wegens benadeling van de gezamenlijke schuldeisers in een opvolgend faillissement, tenzij sprake is van fraude of kwade trouw.

“Member States shall ensure that new financing and interim financing are adequately encouraged and protected. In particular, new and interim financing shall not be declared void, voidable or unenforceable as an act detrimental to the general body of creditors in the context of subsequent insolvency procedures, unless such transactions have been carried out fraudulently or in bad faith.”  
(Article 16 section 1 Concept Richtlijn)

Wederpartijen en bestuurders van de schuldenaar dienen tevens te worden beschermd tegen aansprakelijkheid (Article 16 Section 3 Concept Richtlijn). Daarbij moeten fraude en kwade trouw dan wel beperkter worden verstaan dan “benadeling van schuldeisers en de wetenschap daarvan” (het criterium van art. 42 Fw). Aansluiting bij een criterium als dat van art. 47 Fw, (vooral het tweede) ligt dan voor de hand, waarbij het aanbeveling verdient in de tekst van het wetsvoorstel te volstaan met een open norm als “fraude of kwade trouw”, maar in de toelichting het bovenstaande te verduidelijken.

- 4.3.6 Voorstel:

**Artikel 42a**

1. Indien de schuldenaar voor de faillietverklaring interimfinanciering of nieuwe financiering heeft aangetrokken, of herstructureringstransacties heeft verricht, kunnen die financiering en herstructureringstransacties niet worden nietig worden verklaard, worden vernietigd of anderszins worden aangetast wegens benadeling van schuldeisers, tenzij aan de kant van de schuldenaar, een kredietverstrekker, of een wederpartij bij een herstructureringstransactie sprake is van fraude of bedrog. In dit artikel wordt verstaan onder:
  - a. interimfinanciering, nieuw krediet (in welke vorm ook), daadwerkelijk verstrekt door een nieuwe of bestaande schuldeiser, redelijkerwijs noodzakelijk voor de voortzetting van de door de schuldenaar gedreven onderneming of om de waarde van die onderneming te behouden of te vergroten in het kader van de totstandkoming van een akkoord als bedoeld in artikel 370, alsmede zakelijke of persoonlijke zekerheden door de schuldenaar of derden verstrekt tot zekerheid daarvan, en alle rechtshandeling die daarmee redelijkerwijs verband houden;
  - b. nieuwe financiering, nieuw krediet (in welke vorm ook), daadwerkelijk verstrekt door een nieuwe of bestaande schuldeiser, redelijkerwijs noodzakelijk voor de uitvoering van een akkoord dat overeenkomstig artikel 381 door de rechtbank is gehomologeerd en in dat akkoord is opgenomen, alsmede zakelijke of persoonlijke zekerheden door de schuldenaar of derden verstrekt tot zekerheid daarvan, en alle rechtshandeling die daarmee redelijkerwijs verband houden;

---

<sup>30</sup> Recent bevestigd in HR 7 april 2017, *NJ 2017*, 177 (Jongepier q.q./Drieakker).

- c. herstructureringstransacties, elke rechtshandeling redelijkerwijs noodzakelijk om de onderhandelingen over of de uitvoering van een akkoord mogelijk maken of te bevorderen, waaronder begrepen (i) de betaling van redelijke vergoedingen en kosten voor het onderhandelen over, of het goedkeuren, bevestigen of uitvoeren van een herstructureringsplan; (ii) de betaling van redelijke vergoedingen en kosten om een beroep te doen op professioneel advies in verband met een aspect van een herstructureringsplan; (iii) de betaling van loon voor werk dat al werd uitgevoerd; (iv) alle overige noodzakelijke en redelijke betalingen en uitgaven die tijdens de normale bedrijfsuitoefening worden gedaan; (v) transacties zoals nieuw krediet, financiële bijdragen of gedeeltelijke overdrachten van activa buiten de normale bedrijfsuitoefening, die zijn verricht met het oog op en in nauw verband met onderhandelingen over het akkoord.
2. Verstrekkers van interimfinanciering of nieuwe financiering, de schuldenaar, en wederpartijen bij herstructureringstransacties, alsmede hun bestuurders en werknemers en hulppersonen, kunnen niet aansprakelijk of strafbaar zijn in verband met het aangaan van zulke financiering of het verrichten van herstructureringstransacties.

De belangrijkste detailverschillen (dus afgezien van de principieel bredere insteek) tussen ons voorstel hierboven en de huidige regeling zijn, dat alle vormen van zekerheid worden beschermd (met name garanties en borgstellingen worden nu niet genoemd), ook wanneer die door derden worden gesteld, alsmede met het krediet samenhangende transacties en dat de rechtsgronden voor vernietiging niet zijn beperkt tot de pauliana. Vernietiging wegens benadeling kan immers ook op de onrechtmatige daad worden gegrond. Deze aanpassingen betreffen onvolkomenheden die hoe dan ook dienen te worden gerepareerd, ook als men in het Wetsvoorstel dichter bij de huidige reikwijdte zou willen blijven.

- 4.3.7 Indien in ieder geval de technische correcties die wij hierboven aandragen, alsmede de categorische bescherming van de relevante transacties en de daarbij betrokkenen worden overgenomen, is ook een systeem aanvaardbaar waarbij een 'monitorend' functionaris wordt aangesteld en herstructurerings- en nieuwe financiering worden beschermd wanneer de monitor deze heeft goedgekeurd. Onze oplossing heeft van beide echter de voorkeur omdat deze Concept Richtlijnconform is en voorkomt dat een extra functionaris bij het proces moet worden betrokken met alle moeite en kosten van dien.

#### **4.4 Akkoord in surseance of schuldsanering na mislukt WHOA-akkoord dient wel mogelijk te zijn (art. 252 / 287a)**

- 4.4.1 De regeling van art. 252 berust op een misvatting. Het huidige Nederlandse faillissementsrecht kent, waar het de aanbidding van een akkoord in een van de drie procedures betreft, de "one shot" regel. Men mag slechts eenmaal een akkoord aanbieden, dat dan wel naar aanleiding van de onderhandelingen mag worden gewijzigd tot en met op de schuldeisersvergadering waar de stemming geagendeerd staat. Is er echter eenmaal gestemd, dan mag niet meer worden gewijzigd, en is het akkoord verworpen, dan mag de schuldenaar niet nogmaals een akkoord aanbieden, ook niet in een opvolgend faillissement (art. 281 Fw).

- 4.4.2 De voorstanders van deze regel menen, dat de schuldenaar zo wordt gedwongen meteen zijn "beste bod" op tafel te leggen; is het akkoord te mager en wordt het weggestemd, dan staat daarop de draconische sanctie van (als het in surseance was) faillietverklaring die per definitie tot liquidatie leidt. Het klinkt wellicht mooi om zo een stevige stok achter de deur te hebben, maar over de werkelijke wijsheid hiervan kan men zeer twifelen.

De schuldenaar (diens bestuurders, gelet op hun taak) die een akkoord aanbiedt dient juist te balanceren tussen de schuldeisers genoeg bieden, zodat het voor hen fair is en economisch rationeel om het akkoord te aanvaarden, maar niet teveel, aangezien alles wat aan de schuldeisers wordt uitgekeerd, niet meer de continuïteit van de onderneming kan dienen.

Het akkoord in een onderhandelings spel, waarbij de schuldenaar het belang van de onderneming (continuïteit!) en *alle* met haar verbonden stakeholders moet verdedigen, en dat is niet per se gebaat bij een zo hoog mogelijke uitkering voor schuldeisers. Die schuldeisers zullen zelf wel hun belang verdedigen en op het scherpst van de snede onderhandelen voor een zo hoog mogelijke uitkering – waarbij ook zij erbij gebaat zijn, dat de onderneming levensvatbaar blijft. Nu al komt het in de herstructureringspraktijk voor, dat dit niet goed uitpakt, de onderneming van de regen in de drup geraakt, en de volgende herstructurering slechts korte tijd later alweer nodig is.

Daarbij is er ook zonder de expliciete *one shot* regeling voldoende grote druk op de schuldenaar om een serieus te nemen akkoord aan te bieden. Doet hij dat niet, dan speelt hij hoe dan ook met vuur, want het gaat niet goed met de onderneming, liquiditeit – en dus tijd – is doorgaans schaars en als het akkoord wordt weggestemd, is het faillissement dus hoe dan ook nabij. Vanzelfsprekend kan de schuldenaar die druk ook tegen de schuldeisers inzetten ("als ze niet snel akkoord gaan met het gebodene, volgt faillissement en krijgen ze helemaal niets"). De WHOA ondervangt dit met de voorgestelde regeling van art. 371, op grond waarvan een deskundige namens de schuldeisers een akkoord kan aanbieden.

- 4.4.3 Maar wat daar ook van zij, de redenering past niet op (een verbod op) het aanbieden van een surseance- of schuldsaneringsakkoord na een mislukt WHOA-akkoord. Een akkoord in surseance of schuldsanering na een mislukt WHOA-akkoord, is een heel ander geval dan een akkoord in faillissement of schuldsanering na surseance. Het gaat immers om een heel ander akkoord, aangeboden aan andere stakeholders, in een heel andere situatie. Is de onderneming in surseance terechtgekomen na een WHOA-poging dan is het niet meer vijf voor twaalf, maar één over. Niet meer wordt in zoveel mogelijk stilte, terwijl de onderneming van de schuldenaar *going concern* is, een buitengerechtigde herstructureringspoging ondernomen: de onderneming is in een formele insolventieprocedure en van werkelijk *going concern* is (in de praktijk, niettegenstaande de bedoeling van de surseance) vaak geen sprake meer – vooral ook gelet op *insolvency blight*, zie hiervoor 4.2.3. Het gepoogde WHOA-akkoord richtte zich tot één of meer klassen van (al dan niet gezeerde of preferente) schuldeisers en aandeelhouders; het surseanceakkoord kan alleen de concurrente schuldeisers binden. Er kan dus (alleen al om die laatste reden) geen sprake zijn van de vrees dat de schuldenaar een voor misbruik vatbare mogelijkheid zou hebben om eerst een te mager WHOA-akkoord aan te bieden, en vervolgens in surseance alsnog hetzelfde (iets betere) akkoord.



4.4.4 Gezien het praktische verloop van >95% van de surseances van betaling zullen zowel de schuldenaar die wil herstructureren, als alle stakeholders die rationeel zijn/geen bijbedoelingen (*ulterior motives*) hebben, tegen elke prijs willen vermijden dat de schuldenaar in surseance komt. Gebeurt dat echter toch, dan moet het *nu juist wel* mogelijk zijn alsnog een akkoord aan te bieden. Gezien het voorgaande is in de praktijk moeilijk voor te stellen, dat dit alsnog tot redding van de onderneming zal leiden; maar als die mogelijkheid er toch nog is, moet dat zeker niet worden voorkomen door een regel zoals nu voorgesteld, maar juist worden bevorderd. Dat past bij de opkomst van de *rescue culture* in de internationale insolventiepraktijk en -regelgeving, waaronder de Concept Richtlijn, en het gestelde doel van de WHOA zelf: het mogelijk maken levensvatbare ondernemingen te redden en de grote schade van faillissement voor alle stakeholders te vermijden.

#### 4.5 De exclusieve bevoegdheid van economisch belanghebbenden boven juridische schuldeisers (art. 369 lid 4) is niet altijd juist

4.5.1 Niet iedere financiering via de kapitaalmarkt (in de vorm van *notes/bonds*: dat wil zeggen obligaties) verleent stemrechten over aangelegenheden betreffende de opeising en uitwinning aan individuele beleggers (*note-/bondholders*). Dikwijls kanaliseert de rechtsverhouding die de obligaties beheerst – al dan niet via bepaalde quorum- of unanimiteitsvereisten – het uitoefenen van dat soort rechten via een zogenaamde 'trustee' of 'agent' die de juridisch eigenaar/schuldeiser van de vordering op de uitgevende instelling is. Soms kent de financieringsdocumentatie dan ook een zogenaamde 'no action-clause' die een individuele *note-/bondholder* zelfs verbiedt (niet-ontvankelijk maakt) om zelfstandig vorderingen in te stellen of (partiële) kwijtschelding te verlenen. In een dergelijk geval betekent de toekenning van een exclusieve bevoegdheid aan de economisch belanghebbende (*note-/bondholder*) dat niemand bevoegd is te stemmen, zodat een WHOA-akkoord in die situaties is uitgesloten. Dit kan niet de bedoeling zijn.

4.5.2 Dit valt betrekkelijk gemakkelijk op te lossen. Wij stellen voor de bepaling als volgt aan te passen:

##### **Artikel 369** [Geschillen in de fase waarin nog over het akkoord wordt onderhandeld]

4. Biedt de schuldenaar een akkoord aan als bedoeld in artikel 370, eerste lid, dat mede betrekking heeft op vorderingsrechten waarvoor geldt dat het economisch belang geheel of in overwegende mate ligt bij een ander dan de schuldeiser, dan is deze ander, in plaats van de schuldeiser, bevoegd overeenkomstig artikel 378, tweede lid, naar eigen inzicht over het akkoord te stemmen, tenzij tussen de schuldeiser en deze ander uitdrukkelijk anders is overeengekomen. In dat geval is het in deze afdeling ten aanzien van schuldeiser bepaalde van toepassing op de ander.

Aldus zal worden bereikt, dat de markt waar dat gewenst is expliciet in de documentatie van obligaties kan regelen, aan welke partij (*note-/bondholder*, trustee/agent, of nog iemand anders) in een voorkomend geval de WHOA-bevoegdheden met betrekking tot die obligaties toekomen. Daar is principieel

niets op tegen; sterker nog, het geeft geen pas dat de wetgever dit dwingend voor marktpartijen regelt. Zonder deze oplossing zal de markt een en ander overigens naar verwachting ook zoals gewenst oplossen – maar dan via nodeloos ingewikkelde (volmachts-/vertegenwoordigings-)constructies die dan toch mogelijk enige rechtsonzekerheid met zich brengen. Tegelijk blijft bij deze oplossing behouden, dat als er niets is geregeld, óók duidelijk is bij wie de bevoegdheden liggen: de (in overwegende mate) economisch gerechtigde.

#### **4.6 Het Wetsvoorstel regelt ten onrechte niet de positie van de pandhouder van aandelen en vorderingen en kan verbeterd worden waar het de certificaathouders van aandelen betreft**

4.6.1 Het Wetsvoorstel bevat wel een regeling van de positie van de vruchtgebruiker van aandelen (art. 369 lid 5; deze heeft een exclusief stemrecht). Vruchtgebruik van vorderingen is daarentegen niet geregeld, maar naar analogie lijkt het stemrecht eveneens exclusief bij de vruchtgebruiker. Het Wetsvoorstel bevat echter een lacune waar het de positie van de pandhouder van aandelen en vorderingen betreft. Wie heeft het stemrecht bij verpanding van aandelen of vorderingen: pandgever of pandhouder? Regeling hiervan in het Wetsvoorstel is van belang tegen de achtergrond van HR 21 februari 2014, NJ 2015/82 (Immum'Age/Neo-River), r.o. 3.5.1:

“[...] De pandgever blijft derhalve bevoegd handelingen te verrichten zoals het verlenen van kwijtschelding, het treffen van een afbetalingsregeling en het omzetten van de vordering tot nakoming in een tot schadevergoeding. [...]”

4.6.2 Overigens behoeft hierbij aandacht, dat financiers met een pandrecht op aandelen in een BV of NV in de praktijk welhaast altijd bedingen, dat zij het stemrecht op de aandelen mogen uitoefenen (art. 2:89 lid 3 / 2:198 lid 3 BW): soms direct, doorgaans voorwaardelijk als zij dit recht inroepen, bijvoorbeeld wanneer wordt tekortgeschoten in de nakoming van de kredietovereenkomst. De wetgever zou moeten overwegen deze bevoegdheden in het kader van de WHOA buiten werking te stellen. Het Wetsvoorstel zoekt immers een balans tussen de – in beginsel exclusieve – bevoegdheid van de schuldenaar om het akkoord aan te bieden en bescherming van de schuldeisers tegen een schuldenaar die dat onterecht weigert te doen. De schuldeisers kunnen dan een deskundige vragen te benoemen, die in de plaats van de schuldenaar een akkoord aanbiedt (art. 371).

4.6.3 Een schuldeiser met pandrecht op de aandelen kan echter door de bij die aandelen behorende stemrechten uit te oefenen (mits hij gezien de hoeveelheid aandelen en de statuten die bevoegdheid heeft, wat vaak zo zal zijn) de bestuurders van de schuldenaar onderneming ontslaan en eigen bestuurders benoemen. Dat is dus een alternatieve route om de macht in het WHOA-traject over te nemen en, in een extreem geval, een akkoord door te drukken dat in het eigen belang is, vanaf twee kanten van de tafel. Dit zou niet mogelijk moeten zijn. Wanneer dus, zoals wij voorstaan, de regeling van art. 371 wordt behouden,

maar zeker wanneer de mogelijkheid voor schuldeisers om een akkoord aan te bieden op enige wijze zou worden versterkt, dan dient sterk te worden overwogen de balans te waarborgen door uitsluiting van het stemrecht van pandhouders op aandelen waarop zij pandrecht hebben in het kader van het WHOA-traject.

4.6.4 Aandeelhouders worden op hun beurt in het Wetsvoorstel aan banden gelegd door de toekenning van een exclusieve stembevoegdheid aan certificaathouders (art. 369 lid 5) en – met leden bij verenigingen – door inperking van wettelijke, statutaire en contractuele besluitvormingsbepalingen (art. 370 lid 3). Vraag is waarom dit alleen gebeurt bij vereniging en NV en niet bij aandeelhouders in een BV? Dit lijkt ons een verschrijving. Art. 2:38/107a waarnaar verwezen wordt zijn niet equivalenten van bepalingen in afdeling 5.3 voor de BV. Hiertegenover wordt aan aandeelhouders met de zinsnede "aandeelhouders die in faillissement een verschillende rang hebben" (in art. 373) een positie toegedicht die zij daarin niet hebben. Dit behoeft herijking en aanpassing.

#### **4.7 De opsomming van aansprakelijke derden in het kader van de mogelijkheid om rechten tegen borgen, medeschuldenaren etc. aan te tasten (art. 369 lid 7 en 370 lid 2) is onvolledig**

4.7.1 Het Wetsvoorstel maakt het terecht mogelijk om met het akkoord rechten aan te tasten van schuldeisers jegens partijen, die mede in de wind staan voor de schulden van de schuldenaar de het akkoord aanbiedt. Zonder deze bepaling zou het niet goed mogelijk zijn om ondernemingen te herstructureren die als groep van vennootschappen zijn georganiseerd. Tegenwoordig is dat eerder regel dan uitzondering, zelfs bij kleinere ondernemingen. Wanneer aan zo een onderneming financiering wordt verstrekt, worden dikwijls persoonlijke of zakelijke zekerheden, waaronder borgstellingen, garanties of (technisch juridisch bezien) andere vormen van (mede-)aansprakelijkheid gevraagd van groepsvennootschappen of aandeelhouders. Dat houdt er verband mee dat vaak een vennootschap als 'interne bank' optreedt of anderszins de financiering aan de hele groep ten goede komt, en dat de waarde die daarmee wordt gerealiseerd of gefinancierd, zich dus niet per se in de schuldenaar-vennootschap bevindt.

4.7.2 Wil men zo een groep succesvol herstructureren, dan zal in het akkoord (direct of indirect) de waarde van de hele groep worden betrokken, maar moeten ook alle aansprakelijkheden kunnen worden aangepakt. Dat kan per definitie door voor elke vennootschap een aparte WHOA-akkoordprocedure op te tuigen (reden alleen al waarom er geen principieel bezwaar tegen deze bepaling kan zijn). Zou dat niet mogelijk zijn, zou men de schuldenaar-vennootschap kunnen herstructureren, maar zou de onderneming als geheel alsnog kunnen omvallen. In gevallen waar bij de andere groepsvennootschappen alleen de aansprakelijkheid voor de schulden van de WHOA-schuldenaar het probleem zijn, en er dus overigens geen aanleiding is een eigen akkoord aan te bieden, kunnen onnodige kosten en moeite bij alle betrokkenen, en onnodig beslag op de

capaciteit van de rechterlijke macht, worden vermeden door de bepalingen zoals nu voorgesteld.

#### 4.7.3 Deze dienen dan echter wel te worden verbeterd, als volgt:

##### **Artikel 369** [Toepassingsbereik]

7. Het in deze afdeling ten aanzien van schuldeisers bepaalde is van overeenkomstige toepassing op personen die tevens aansprakelijk zijn voor schulden van de schuldenaar rechten kunnen uitoefenen, en medeschuldenaren met rechten jegens de schuldenaar op basis van de artikelen 10 of 13 van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek dan wel een contractuele regeling. Onder personen die tevens aansprakelijk zijn voor schulden van de schuldenaar worden in ieder geval ook verstaan borgen, garantiegevers, medeschuldenaren, en andere personen die primair of subsidiair, voorwaardelijk of onvoorwaardelijk, direct of indirect kunnen worden aangesproken tot betaling van die schulden of met goederen waarop schuldeisers rechten kunnen uitoefenen in verband met die schulden, op basis van de artikelen 10 of 13 van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek, een contractuele regeling of anderszins.

##### **Artikel 370** [Aanbieden van een akkoord door de schuldenaar]

(...)

2. Indien redelijkerwijs aannemelijk is dat borgen, derden met goederen waarop schuldeisers rechten kunnen uitoefenen, of medeschuldenaren personen die tevens aansprakelijk zijn voor schulden van de schuldenaar als bedoeld in artikel 369 lid 7 na de homologatie van het akkoord, bedoeld in het eerste lid, in de toestand kunnen komen te verkeren dat zij met het betalen van hun opeisbare schulden niet zullen kunnen voortgaan, kan het akkoord ook voorzien in de wijziging van rechten van schuldeisers jegens deze personen borgen, derden of medeschuldenaren. In dat geval is het in deze afdeling ten aanzien van de schuldenaar bepaalde eveneens van toepassing op deze personen borgen, derden of medeschuldenaren, met dien verstande dat de schuldenaar bij uitsluiting bevoegd blijft om een verzoek in te dienen als bedoeld in de artikelen 376, eerste lid, 377, en 380, eerste lid.

## 4.8 Uitzonderingen op de *absolute priority rule*: *gifting* ontbreekt

- 4.8.1 Onze laatste voorgestelde verbetering betreft de *absolute priority rule* zoals opgenomen in art. 381 lid 4 onder a. Zoals eerder uiteengezet (2.2) zorgt deze samen met de andere homologatiecriteria voor de nodige, maar ook voldoende bescherming voor tegenstemmende schuldeisers/aandeelhouders en -klassen in alle praktisch denkbare gevallen (samen met vooral de *cash out option*, de algemene / vangnetweigeringsgronden voor homologatie en de rechterlijke toetsing). Op grond van de regel kan, kort gezegd, geen klasse met lager gerangschikte stakeholders waarde krijgen of behouden, tenzij alle hoger gerangschikte schuldeisers en aandeelhouders volledig zijn voldaan.
- 4.8.2 Zoals al kort aangestipt in 2.2.10 dienen er echter wel uitzonderingen op die regel mogelijk te zijn om in de praktijk werkende akkoorden mogelijk te maken. Deze uitzonderingen zijn met name in de Amerikaanse praktijk ontwikkeld, waar ze in de decennia waarin die regeling inmiddels bestaat inderdaad nodig en nuttig zijn gebleken. Het Wetsvoorstel bevat van de twee belangrijkste uitzonderingen op de *absolute priority rule* die nodig zijn, slechts één: de *new money exception* (art. 381 lid 4 onder a, slot). Op basis daarvan kan een lager gerangschikte klasse nieuw kapitaal inbrengen en, tot de waarde daarvan, op grond van het

akkoord toch iets krijgen of behouden, zelfs terwijl hoger gerangschikte klassen niet volledig worden voldaan.

- 4.8.3 De tweede uitzondering is het zogenoemde "*gifting*". Deze bevat het Wetsvoorstel nog niet (expliciet).<sup>31</sup> Daarbij behoudt of krijgt een lager gerangschikte klasse waarde, terwijl hoger gerangschikte klassen niet volledig worden voldaan, zonder dat die schuldeisers of aandeelhouders nieuw kapitaal inbrengen. Dit wordt mogelijk gemaakt doordat een klasse aan welke onder het akkoord in overeenstemming met de *absolute priority rule* wél waarde toekomt, een deel van die waarde in wezen overdraagt aan de lager gerangschikte klasse.
- 4.8.4 Te denken valt ook hier aan een aandeelhouder, van wie men het essentieel vindt dat die ook na uitvoering van het akkoord als aandeelhouder bij de onderneming betrokken blijft, maar die zelf geen kapitaal heeft om – via de *new money exception* – zich weer in de kapitaalstructuur in te kopen. Indien dan bijvoorbeeld aan de geseceerde klasse onder het akkoord het gehele aandelenkapitaal van de geherstructureerde onderneming toekomt, met een waarde van 100, staat er niets aan in de weg dat het akkoord bepaald dat de geseceerde klasse 90 krijgt, de klasse van aandeelhouders 10, en de (in rang) tussenliggende klassen niet. Het spreekt namelijk voor zich, dat die tussenliggende klassen hier niet door worden benadeeld en hier dus geen bezwaar tegen kan bestaan.
- 4.8.5 Art. 381 4 onder a zou als volgt kunnen worden aangepast:

**Artikel 381** [Homologatie]

4. (...)   
 a. schuldeisers of aandeelhouders die op basis van het akkoord rechten zouden krijgen die een lagere waarde hebben dan het bedrag van de vorderingen of het nominale bedrag van de aandelen waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld, terwijl er één of meer andere klassen zijn van schuldeisers of aandeelhouders met een lagere rang die op basis van het akkoord rechten krijgen of behouden, tenzij (i) de verkrijging van deze rechten een marktconforme tegenprestatie vormt voor de verschaffing van een krediet in de vorm van een geldening of van nieuw kapitaal door de laatst genoemde schuldeisers of aandeelhouders, of (ii) de waarde van deze rechten in mindering is gekomen op hetgeen één of meer andere klassen van schuldeisers of aandeelhouders met een hogere rang op basis van het akkoord krijgen of behouden;

- 4.8.6 Overigens is het een misvatting, dat het volledig voldoen van handelscrediteuren (of in ieder geval de dwangcrediteuren / die, welke voor het voortzetten van de onderneming onontbeerlijk zijn) – wat bijna in elke herstructurering gebeurt – in het stelsel van de WHOA een uitzondering op de *absolute priority rule* is of zou moeten zijn (ook als hoger dan concurrent gerangschikte schuldeisers niet geheel worden voldaan). Dit is fundamenteel anders dan in chapter 11, waar steeds *alle*

---

<sup>31</sup> Wij hebben begrepen dat de wetgever wel beoogt dit mogelijk te maken; het gaat dus als het goed is om een kwestie van redactie.

schuldeisers en aandeelhouders in het akkoord (*plan of reorganization*) zijn betrokken.

- 4.8.7 In het systeem van de WHOA laat men de (handels-)crediteuren die men volledig wil blijven voldoen eenvoudigweg geheel buiten het akkoord: art. 370 lid 1. Daartegen verzet de *absolute priority rule* zoals die in het Wetsvoorstel correct is geformuleerd (behoudens het hiervoor opgemerkte) zich in het geheel niet. Niet voor niets spreekt de redactie van art. 381 lid 4 onder a van:

“schuldeisers of aandeelhouders die op basis van het akkoord rechten zouden krijgen die een lagere waarde hebben dan het bedrag van de vorderingen of het nominale bedrag van de aandelen waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld, terwijl er één of meer andere **klassen zijn** van schuldeisers of aandeelhouders met een lagere rang **die op basis van het akkoord rechten krijgen of behouden** (nadruk RvdS) (...)”

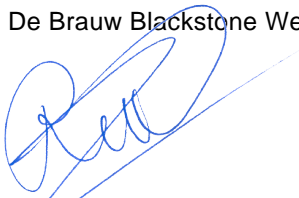
De handels- of andere crediteuren of aandeelhouders die men buiten het akkoord laat, zijn nu juist géén klasse, en het is dus ook niet *op basis van het akkoord* dat zij rechten krijgen of behouden.

- 4.8.8 Natuurlijk kan men er wel tegen opkomen, als bepaalde schuldeisers of aandeelhouders zonder goede, redelijke – dat wil zeggen: zakelijke – reden buiten het akkoord worden gehouden en dus volledig voldaan. De wetgever heeft dit goed doordacht. De tegenstemmer die hiertegen wil opkomen, kan zich beroepen op art. 381 lid 4 onder d.

## 5 TOT BESLUIT

- 5.1.1 Bij wijze van slotopmerking verwijzen wij graag opnieuw naar de website die De Brauw heeft ingericht, speciaal gewijd aan de WCO II en het Wetsvoorstel, waarop allerlei bronnen zijn samengebracht: <http://www.debrauw.com/wco2>.
- 5.1.2 Al met al bevelen wij spoedige invoering van het Wetsvoorstel van harte aan, bij voorkeur met inachtneming van door ons aangedragen oplossingen voor een aantal van de hierboven behandelde knelpunten. Hiermee zal de Nederlandse insolventiepraktijk gebaat zijn, aangezien zij er een goed, flexibel inzetbaar instrument bij krijgt om levensvatbare ondernemingen, de werkgelegenheid die zij bieden en hun inbreng in de Nederlandse economie te redden. Daarmee is ook het nut voor de Nederlandse samenleving in het algemeen gegeven.

Met vriendelijke groet,  
De Brauw Blackstone Westbroek N.V.



**Rob van den Sigtenhorst**  
**Reinout Vriesendorp**  
**Ruud Hermans**