

# **Haastige spoed is zelden goed**

*Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de inspraak en bescherming van schuldeisers onder de WHOA en Chapter 11*

Masterscriptie in het kader van de BUREN Scriptieprijs voor Insolventierecht 2020  
September 2020

## Inhoudsopgave

<b>1. Inleiding</b> .....	<b>3</b>
1.1    Onderzoeksvraag, methodiek en afbakening .....	4
<b>2. De Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA)</b> .....	<b>5</b>
2.1    Achtergrond .....	5
2.2    De akkoordprocedure nader bezien .....	6
2.2.1    Aanbieding van het akkoord.....	6
2.2.2    Klassenindeling .....	8
2.2.3    Stemming over het akkoord .....	9
2.2.4    Homologatie van het akkoord.....	9
2.3    Inspraak en bescherming van schuldeisers .....	12
2.3.1    Inspraak van schuldeisers onder de WHOA .....	12
2.3.2    De Absolute Priority Rule onder de WHOA .....	15
2.4    Deelconclusie .....	17
<b>3. De Chapter 11-procedure</b> .....	<b>18</b>
3.1    Achtergrond .....	18
3.2    De akkoordprocedure nader bezien .....	19
3.2.1    Aanbieding van het akkoord.....	19
3.2.2    Klassenindeling .....	20
3.2.3    Stemming over het akkoord .....	21
3.2.4    Homologatie van het akkoord.....	21
3.3    Inspraak en bescherming van schuldeisers .....	23
3.3.1    De schuldeiserscommissie.....	23
3.3.2    De Absolute Priority Rule naar Amerikaans recht .....	24
3.4    Deelconclusie .....	28
<b>4 Rechtsvergelijking</b> .....	<b>29</b>
4.1    Belangrijkste verschillen tussen de WHOA en de Chapter 11-procedure.....	29
4.1.1    Inspraak van schuldeisers.....	29
4.1.2    Bescherming van schuldeisers .....	31
4.2    Aanbevelingen tot wijziging naar aanleiding van rechtsvergelijking.....	38
4.3    Deelconclusie .....	39
<b>5 Conclusie</b> .....	<b>40</b>
<b>Lijst van geraadpleegde en aangehaalde literatuur</b> .....	<b>42</b>
<b>Lijst van geraadpleegde en aangehaalde parlementaire stukken</b> .....	<b>47</b>
<b>Lijst van geraadpleegde en aangehaalde rechtspraak</b> .....	<b>48</b>

# 1. Inleiding

Het zijn roerige tijden, nu de wereld(economie) wordt getroffen door de gevolgen van het coronavirus.<sup>1</sup> Economen voorspellen de grootste economische crisis in bijna honderd jaar.<sup>2</sup> Curatoren voorzien een golf aan faillissementen.<sup>3</sup> Ondertussen zijn veel praktijkjuristen in de pen geklommen en hebben zij gepleit voor een versnelde invoering van de Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA).<sup>4</sup>

Minister Dekker van Rechtsbescherming heeft de WHOA in juli 2019 voorgelegd aan de Tweede Kamer.<sup>5</sup> Nadat enkele amendementen zijn ingediend, is de WHOA op 26 mei 2020 aangenomen door de Tweede Kamer.<sup>6</sup> Op het moment van verschijnen van deze scriptie wordt het voorstel behandeld door de Eerste Kamer.<sup>7</sup>

Onder de WHOA kunnen ondernemingen die met een hoge schuldenlast kampen maar nog wel levensvatbaar zijn, zich herstructureren. De desbetreffende ondernemer kan een akkoord aanbieden aan zijn schuldeisers, waarmee hij een insolventieprocedure kan afwenden. Met de WHOA ontstaat de mogelijkheid dat crediteuren worden gebonden aan een akkoord. De rechter kan het akkoord homologeren (algemeen verbindend verklaren), indien het wordt gesteund door een meerderheid van schuldeisers en aandeelhouders. Zonder de WHOA kan iedere individuele schuldeiser in beginsel de totstandkoming van een akkoord verhinderen. Hierdoor is het moeilijk voor ondernemingen met hoge schulden zich te herstructureren.

De WHOA is met enthousiasme ontvangen. Er is immers al lange tijd behoefte aan een akkoordregeling buiten faillissement.<sup>8</sup> Veel Nederlandse ondernemingen met een te hoge schuldenlast zijn de afgelopen jaren verhuisd naar het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten, waar dergelijke regelingen al wel bestaan.<sup>9</sup> Deze procedures, de Engelse *Scheme of Arrangement* en de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure, hebben dan ook een belangrijke rol gespeeld bij de totstandkoming van de WHOA.

De WHOA heeft ook kritische pennen in beweging gebracht, onder meer vanwege de gunstige positie van gecureerde schuldeisers, die al een sterke verhaalspositie hebben.<sup>10</sup> Ook is betoogd dat crediteuren onder de WHOA onvoldoende worden beschermd.<sup>11</sup> Dit is relevant nu de wetgever in de memorie van toelichting aangeeft dat “*de WHOA vooral ook bedoeld is ter behartiging van belangen van schuldeisers en van andere betrokkenen [...]*”<sup>12</sup>.

<sup>1</sup> Voor een treffende bijdrage over de gevolgen van de coronacrisis voor het ondernemingsrecht, zie De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2020/85. Voor het insolventierecht meer in het bijzonder verwijs ik graag naar Mennens & Pool, *TvI* 2020/22.

<sup>2</sup> Beunderman & Kooiman, *NRC* 15 mei 2020.

<sup>3</sup> Den Brinker & Polman, *FD* 7 april 2020.

<sup>4</sup> Zie bijvoorbeeld het pleidooi van de Nijmeegse hoogleraar Ruud Hermans, die jarenlang in de advocatuur heeft gewerkt, in het *FD* van 19 maart 2020 (Hermans, *FD* 19 maart 2020).

<sup>5</sup> Van Poll, *FD*, 9 juli 2019.

<sup>6</sup> Van Poll, *FD*, 26 mei 2020.

<sup>7</sup> *Kamerstukken I* 2019/20, 35249, A.

<sup>8</sup> Onder meer Tollenaar, *TvI* 2019/32 en Vriesendorp & Van Kesteren, *TvI* 2019/39.

<sup>9</sup> Wolfram-Van Doorn, *FIP* 2019/212, p. 4.

<sup>10</sup> Jonkers & Van Moorsel, *Ondernemingsrecht* 2019/168, par. 4.

<sup>11</sup> Onder meer Bartstra, De Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15.

<sup>12</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 41.

Deze scriptie spitst zich toe op de inspraak en bescherming van schuldeisers onder de WHOA in vergelijking met de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure. Over de bescherming van schuldeisers zijn reeds rechtsvergelijkende onderzoeken verschenen.<sup>13</sup> De inspraak van crediteuren is ook behandeld,<sup>14</sup> maar verdient mijns inziens een nadere bespreking. Met deze scriptie beoog ik een bijdrage te leveren aan het debat rondom de positie van schuldeisers onder de WHOA en aanbevelingen te doen voor de wetgever.

## 1.1 Onderzoeksvraag, methodiek en afbakening

De volgende onderzoeksvraag staat in deze scriptie centraal:

*“Is aanpassing van de WHOA wenselijk ter verbetering van de inspraak en bescherming van schuldeisers, mede vanuit rechtsvergelijkend perspectief met de Amerikaanse Chapter 11-procedure?”*

De methode van deze scriptie is een rechtsvergelijkend onderzoek. De reden voor een rechtsvergelijking met de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure is dat deze bij uitstek van belang is geweest bij de totstandkoming van de WHOA.<sup>15</sup> Bovendien wordt *Chapter 11* beschouwd als de meest toonaangevende regeling voor de internationale herstructureringspraktijk.<sup>16</sup>

De opbouw van deze scriptie is als volgt. In het hoofdstuk 2 wordt de WHOA-akkoordprocedure besproken, alsmede de inspraak en bescherming van schuldeisers onder de WHOA. In hoofdstuk 3 wordt de Amerikaanse *Chapter 11*-akkoordprocedure geschetst, waarbij eveneens wordt gekeken naar de inspraak en bescherming van crediteuren. Hoofdstuk 4 bevat een rechtsvergelijking tussen de genoemde akkoordprocedures wat betreft de inspraak en bescherming van schuldeisers. Deze rechtsvergelijking mondt uit in een aantal aanbevelingen voor de Nederlandse wetgever. Tot slot geef ik in hoofdstuk 5 een conclusie alsmede een antwoord op de onderzoeksvraag.

Deze scriptie is beperkt tot de WHOA en de *Chapter 11*-procedure. Daarbij dient te worden vermeld dat de WHOA het hoofdthema is en derhalve uitvoeriger wordt behandeld dan de *Chapter 11*-procedure. Dit is tevens de reden dat ik (anti-chronologisch) eerst de WHOA bespreek en daarna *Chapter 11*. De Europese Herstructureringsrichtlijn en de Engelse *Scheme of Arrangement*, die eveneens van belang zijn geweest voor de totstandkoming van de WHOA, worden omwille van de schrijfruimte slechts zijdelings besproken. Bij de bespreking van de inspraak van schuldeisers richt ik mij op de mogelijkheid om een akkoord tot stand te brengen en de eventuele betrokkenheid van een schuldeiserscommissie. Voorts bespreek ik wat betreft de bescherming van crediteuren met name de Absolute Priority Rule en de 20%-regeling voor concurrente schuldeisers in het MKB. Bij eerstgenoemde behandel ik zowel wat toelaatbaar is onder de WHOA, als wat mijns inziens wenselijk is.

<sup>13</sup> Mennens 2020 en Tollenaar 2016. Ook: Bartstra, De Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15 en Beni Driss, *FIP* 2019/87.

<sup>14</sup> Onder meer Tollenaar, *TvI* 2019/32.

<sup>15</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 3.

<sup>16</sup> Vriesendorp & Van den Sigtenhorst, *NTHR* 2013-2, p. 96, Wessels & De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2015/37, par. 1.

## 2. De Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA)

### 2.1 Achtergrond

Op dit moment biedt de Faillissementswet (Fw) enkel mogelijkheden tot het sluiten van een dwangakkoord indien de schuldenaar in staat van insolventie verkeert. De wettelijke regelingen omtrent het sluiten van een akkoord zijn beperkt tot het akkoord in faillissement (art. 138 e.v. Fw) en de akkoordregeling in surseance (art. 287a Fw). Aan deze regelingen kleven de nodige nadelen. Zo is de toepasbaarheid van beide akkoordregelingen beperkt, omdat zij in beginsel enkel concurrente schuldeisers binden.<sup>17</sup>

Het sluiten van een akkoord buiten een formele insolventieprocedure is bij het huidige gebrek aan een wettelijke akkoordregeling erg lastig. Een ondernemer die zijn schulden wenst te herstructureren ter voorkoming van een insolventieprocedure, heeft hiervoor instemming nodig van al zijn schuldeisers en aandeelhouders.<sup>18</sup> Blijkens rechtspraak van de Hoge Raad en de Ondernemingskamer mogen crediteuren en aandeelhouders hun instemming weigeren, tenzij sprake is van misbruik van bevoegdheid als bedoeld in art. 3:13 Burgerlijk Wetboek (BW) of wanneer zij handelen in strijd met de redelijkheid en billijkheid.<sup>19</sup> Dergelijke gevallen zullen zich slechts onder bijzondere omstandigheden voordoen, waardoor schuldeisers en aandeelhouders in beginsel vrij zijn hun instemming met een akkoord te weigeren.

Het debat met betrekking tot de invoering van een akkoordregeling buiten insolventie gaat terug tot 1835.<sup>20</sup> De huidige wetgevingsprocedure maakt onderdeel uit van het programma Herijking Faillissementsrecht dat in 2012 werd aangekondigd door de toenmalige minister van Justitie en Veiligheid.<sup>21</sup> Onderdeel hiervan was een eerste consultatieronde voor het eerste voorontwerp voor de Wet continuïteit ondernemingen II (hierna: WCO II). Een tweede voorontwerp werd in 2017 ingediend onder de naam Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement (hierna: het Voorontwerp).<sup>22</sup> In 2019 werd een voorstel ingediend onder de naam Wet homologatie onderhands akkoord (hierna: WHOA).<sup>23</sup> De bewoordingen ‘ter voorkoming van faillissement’ zijn aldus komen te vervallen.

Ook op Europees niveau is een wetgevingsproces tot stand gekomen. De Europese Commissie publiceerde in 2014 haar aanbeveling inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie.<sup>24</sup> De maatregelen die de minister in 2012 aankondigde, sluiten in belangrijke mate aan bij de aanbeveling van de Commissie.<sup>25</sup> In 2019 is de Richtlijn betreffende herstructurering

<sup>17</sup> Uit art 157 Fw volgt dat het gehomologeerde akkoord verbindend is voor alle schuldeisers die geen verhaalsrecht met voorrang hebben.

<sup>18</sup> De ‘normale’ regels van Boek 3 en 6 omtrent aanbod, aanvaarding en het aangaan en wijzigen van overeenkomsten zijn immers van toepassing.

<sup>19</sup> Zie onder meer HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7799, NJ 2006/230, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Groenemeijer/Payroll*) en Hof Amsterdam (OK) 31 december 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BL3680, JOR 2010/60, m.nt. A. Doorman (*Inter Access*).

<sup>20</sup> Tollenaar 2016, par. 1.2. Enzo: Mennens 2020, par. 3.2.4.

<sup>21</sup> *Kamerstukken II* 2012/13, 29911, nr. 74.

<sup>22</sup> <https://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie>.

<sup>23</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3.

<sup>24</sup> Aanbeveling van de Commissie van 12 maart 2014 inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie (*PbEU* 2014, L 74/65).

<sup>25</sup> Schmieman, *Ondernemingsrecht* 2014/77, p. 369.

en insolventie in werking getreden (hierna: De Richtlijn).<sup>26</sup> De Richtlijn bevat onder meer minimumvereisten voor een preventief herstructureringsstelsel, dat grotendeels is gebaseerd op de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure en de Engelse *Scheme of Arrangement*.<sup>27</sup> Het eerste onderdeel van de Richtlijn verplicht de lidstaten een regeling in te voeren voor een pre-insolventieakkoord. Blijkens de memorie van toelichting sluit de WHOA aan bij de Richtlijn.<sup>28</sup> De opbouw van hoofdstuk 2 is als volgt. In paragraaf 2.2 wordt de WHOA-akkoordprocedure besproken. Vervolgens behandel ik in paragraaf 2.3 de inspraak en bescherming van schuldeisers onder de WHOA. Ik rond af met een deelconclusie in paragraaf 2.4.

## 2.2 De akkoordprocedure nader bezien

Onder de WHOA kan de rechtbank een onderhands akkoord homologeren betreffende de herstructurering van de schulden van een schuldenaar. Met de invoering van de WHOA wordt een nieuwe afdeling aan de Faillissementswet toegevoegd met als titel ‘Homologatie van een onderhands akkoord’ (artikelen 369-387). De meeste artikelen van de WHOA worden in deze afdeling opgenomen. Daarnaast worden enkele artikelen toegevoegd aan reeds bestaande afdelingen van de Faillissementswet.<sup>29</sup> De nieuw toe te voegen afdeling bestaat uit vier paragrafen: (i) algemene bepalingen, (ii) de aanbieding en stemming over een akkoord, (iii) de homologatie van een akkoord en (iv) de gevolgen van de homologatie van het akkoord.

In het vervolg van paragraaf 2.2 worden de belangrijkste bepalingen uit de WHOA-akkoordprocedure besproken. Daarbij worden achtereenvolgens de volgende vier aspecten van de WHOA besproken: de aanbieding van het akkoord (par. 2.2.1), de klassenindeling (par. **Error! Reference source not found.**), de stemming over het akkoord (par. 2.2.3) en de homologatie van het akkoord (par. 2.2.4).

### 2.2.1 Aanbieding van het akkoord

Een schuldenaar die zijn schulden wenst te herstructureren kan een akkoord voorbereiden en aanbieden aan zijn schuldeisers en aandeelhouders (hierna tezamen tevens: vermogensverschaffers<sup>30</sup>). Daarvoor is krachtens art. 370 lid 1 Fw (nieuw)<sup>31</sup> vereist dat de schuldenaar ‘*in een toestand verkeert waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij insolvent zal raken*’. Uit de memorie van toelichting blijkt niet wanneer aan dit criterium is voldaan.<sup>32</sup> Het is mijns inziens aan de rechtspraak om dit verder uit te kristalliseren. Dit sluit aan bij art.

<sup>26</sup> Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europese Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende preventieve herstructureringsregels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 betreffende herstructurering en insolventie (*PbEU* 2019, L172/18).

<sup>27</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 3.

<sup>28</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 4.

<sup>29</sup> Zoals art. 3d Fw (nieuw) en art. 42a (nieuw).

<sup>30</sup> Deze definitie is ontleend aan Mennens 2020.

<sup>31</sup> In het vervolg van de hoofdtekst laat ik ‘Fw (nieuw)’ als aanduiding van de WHOA achterwege.

<sup>32</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 8.

378, waarin is bepaald dat schuldeisers in het kader van de homologatie aan de rechter kunnen vragen of de WHOA-route openstaat.

Naast de schuldenaar kan ook iedere schuldeiser, aandeelhouder, de ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging van de vennootschap het initiatief nemen een akkoord tot stand te brengen.<sup>33</sup> Zij kunnen dit doen middels een verzoek aan de rechtbank om een herstructureringsdeskundige aan te stellen. Deze bereidt een akkoord voor en biedt het aan (een aantal van) de vermogensverschaffers aan. Voor toewijzing van een dergelijk verzoek geldt naast het genoemde criterium uit art. 370 lid 1 een extra vereiste. Een verzoek tot aanstelling van de herstructureringsdeskundige zal worden afgewezen wanneer *'summierlijk blijkt dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers hierbij niet gediend zijn'*. Op dit punt wordt in paragraaf 2.3 nader ingegaan. Ook de schuldenaar zelf kan een verzoek doen tot aanstelling van een herstructureringsdeskundige.<sup>34</sup>

Bij micro, kleine of middelgrote ondernemingen (hierna: MKB-ondernemingen) geldt een extra criterium voor het aanbieden van een akkoord. Dit zijn ondernemingen waar minder dan 250 personen werkzaam zijn, en waarvan de jaaromzet niet groter is dan 50 miljoen euro of het balanstotaal 43 miljoen euro niet overschrijdt. Meer dan 99% van de Nederlandse vennootschappen drijven MKB-ondernemingen.<sup>35</sup> Bij dergelijke MKB-ondernemingen is instemming van de vennootschap met het akkoord vereist, indien niet de vennootschap zelf of haar aandeelhouders om de aanstelling van de herstructureringsdeskundige heeft verzocht.<sup>36</sup> Vergelijkbare instemming is vereist indien het verzoek tot homologatie is gedaan door een herstructureringsdeskundige en niet alle klassen hebben ingestemd met het akkoord.<sup>37</sup>

De schuldenaar of de herstructureringsdeskundige die het akkoord aanbiedt, legt het ter stemming voor aan de stemgerechtigde vermogensverschaffers. Dit zijn alle schuldeisers en aandeelhouders van wie de rechten door het akkoord direct of indirect zullen worden gewijzigd.

De WHOA kent, evenals de faillissements-, surseance- en schuldsaneringsregeling, een afkoelingsperiode.<sup>38</sup> In faillissement en surseance is de afkoelingsperiode twee maanden en kan deze worden verlengd met nogmaals twee maanden.<sup>39</sup> Onder de WHOA is deze periode in beginsel niet meer dan vier maanden en na verlenging maximaal acht maanden.<sup>40</sup> De schuldenaar kan de rechter verzoeken tot een afkoelingsperiode jegens alle schuldenaars (een algehele afkoelingsperiode) of jegens een aantal van hen.<sup>41</sup> Tijdens de afkoelingsperiode kunnen schuldeisers geen bevoegdheid tot verhaal uitoefenen, kan de rechtbank beslagen opheffen en kan de behandeling van verzoeken tot verlening van surseance van betaling of faillietverklaring worden geschorst.<sup>42</sup>

<sup>33</sup> Art. 371 lid 1 Fw (nieuw).

<sup>34</sup> Art. 370 lid 1 jo. 5 Fw (nieuw).

<sup>35</sup> Rijksdienst voor Ondernemend Nederland, *Hét MKB bestaat niet*, 2018, p. 5.

<sup>36</sup> Art. 381 lid 2 Fw (nieuw).

<sup>37</sup> Art. 383 lid 2 Fw (nieuw).

<sup>38</sup> Verstijlen, *TvI* 2020/4, par. 3.

<sup>39</sup> Art. 63a Fw en art. 241a Fw.

<sup>40</sup> Art. 376 lid 2 jo. lid 5 Fw (nieuw).

<sup>41</sup> Art. 376 Fw (nieuw).

<sup>42</sup> Art. 376 lid 2 Fw (nieuw).

### 2.2.2 Klassenindeling

De stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders worden verdeeld in verschillende klassen, alvorens zij de mogelijkheid hebben hun stem uit te brengen.<sup>43</sup> Schuldeisers en aandeelhouders komen ingevolge art. 374 lid 1 in verschillende klassen terecht *“als de rechten die zij bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement hebben of de rechten die zij op basis van het akkoord aangeboden krijgen zodanig verschillend zijn dat van een vergelijkbare positie geen sprake is.”*

Moulen Janssen meent dat de rangorde in faillissement niet de enige determinant is voor de klassenindeling, maar slechts een minimumgrens.<sup>44</sup> Zij stelt dat per akkoord moet worden bekeken of rechten van vermogensverschaffers dusdanig verschillen dat van een vergelijkbare positie geen sprake is. Het is bovendien mogelijk bepaalde vermogensverschaffers buiten het akkoord te laten. Het samenstellen van de verschillende klassen vereist derhalve maatwerk. Schuldeisers zullen in ieder geval geen vergelijkbare positie hebben wanneer hun rang overeenkomstig de wettelijk rangorde verschillend is. Concurrente crediteuren zullen derhalve in een andere klasse worden ingedeeld dan preferente schuldeisers en separatisten.

Hoewel deze scriptie zich met name toespitst op de positie van schuldeisers, vestig ik kort de aandacht op de rol van aandeelhouders. Met name in het kader van de problematiek rondom *gifting*, waarover ik later kom te spreken, is deze positie interessant. Voor aandeelhouders geldt dat in beginsel een vergelijkbaar onderscheid kan worden gemaakt als bij crediteuren. Zij kunnen worden ingedeeld op basis van verschillende rechten die hen op grond van Boek 2 BW toekomen. Zo kunnen houders van gewone aandelen, preferente aandelen en prioriteitsaandelen worden ingedeeld in verschillende klassen. Er is een belangrijk verschil tussen schuldeisers en aandeelhouders. Laatstgenoemden maken ingeval van faillissement namelijk als laatste aanspraak op het vermogen van de failliete schuldenaar. Hen komt enkel recht op het eventueel overgebleven liquidatiesaldo toe.<sup>45</sup> Een belangrijk uitgangspunt van het ondernemingsrecht en het insolventierecht is immers dat schuldeisers voorgaan op aandeelhouders als de waarde van een vennootschap wordt verdeeld.<sup>46</sup> Indien bepaalde aandeelhouders met voorrecht aanspraak kunnen maken op het liquidatiesaldo, zou dit indeling in verschillende klassen rechtvaardigen. Wanneer een vennootschap in financieel zwaar weer verkeert, is dit echter zeer onwaarschijnlijk. Derhalve stelt Moulen Janssen dat aandeelhouders in dezelfde klasse kunnen worden ingedeeld.<sup>47</sup>

Ik ben het op dit punt met Moulen Janssen eens. Hoewel ik denk dat art. 374 lid 1 aanknopingspunten biedt voor het maken van onderverdeling van aandeelhouders in verschillende klassen, acht ik dit in beginsel niet nodig. Enkel wanneer in een concreet geval bepaalde aandeelhouders met voorrang aanspraak kunnen maken op het liquidatiesaldo zou een onderverdeling van aandeelhouders in verschillende klassen nuttig zijn.

<sup>43</sup> Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147 spreekt over stemklassen. De memorie van toelichting spreekt slechts van klassen. Ik houd deze laatste benadering aan, die de meeste navolging heeft gevonden in de literatuur.

<sup>44</sup> Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 834.

<sup>45</sup> Art. 2:23b BW.

<sup>46</sup> Bartstra, De Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 96.

<sup>47</sup> Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 834.



### 2.2.3 Stemming over het akkoord

Nadat een klassenindeling van vermogensverschaffers is gemaakt, zullen de verschillende klassen over het akkoord stemmen. Een akkoord is door een bepaalde klasse aangenomen, indien binnen die klasse ten minste twee derden van de waarde van de vorderingen (ingeval van schuldeisers) of van het geplaatste kapitaal (bij aandeelhouders) vóór het akkoord stemt.<sup>48</sup> Daarbij worden enkel de vermogensverschaffers, die daadwerkelijk hun stem hebben uitgebracht, meegenomen. Hiermee beoogt de wetgever te voorkomen dat ongeïnteresseerde vermogensverschaffers, die niet de moeite hebben genomen hun stem uit te brengen, de totstandkoming van een akkoord kunnen verhinderen.<sup>49</sup>

### 2.2.4 Homologatie van het akkoord

Wanneer ten minste één van de schuldeisersklassen heeft ingestemd met het akkoord, kan de schuldenaar of de aangestelde herstructureringsdeskundige een schriftelijk verzoek indienen bij de rechtbank tot homologatie van het akkoord.<sup>50</sup> Van belang is dat de desbetreffende klasse bestaat uit schuldeisers die ingeval van faillissement van de schuldenaar naar verwachting een uitkering in geld tegemoet kunnen zien.<sup>51</sup> Deze eis geldt niet indien er geen crediteuren zijn die naar verwachting een uitkering zullen krijgen in faillissement.

De WHOA kent een aantal gronden waarop de rechtbank het verzoek tot homologatie afwijst. Het gaat om negen algemene afwijzingsgronden en vijf aanvullende afwijzingsgronden. Blijkens de memorie van toelichting is het doel van de algemene afwijzingsgronden om zuivere besluitvorming te borgen. De aanvullende afwijzingsgronden dienen als waarborg voor een herstructurering die *redelijk* is.<sup>52</sup>

De algemene afwijzingsgronden worden genoemd in art. 384 lid 2. De rechter kan deze ofwel op verzoek van een stemgerechtigde schuldeiser of aandeelhouder, ofwel ambtshalve toepassen.<sup>53</sup> Allereerst wijst de rechtbank ambtshalve het verzoek tot homologatie af als de schuldenaar niet aan het homologatiecriterium voldoet. Daarnaast wordt het verzoek afgewezen als de procedurele eisen zijn geschonden. Hieronder vallen de vereisten met betrekking tot het oproepen van stemgerechtigden, de informatievoorziening en de stemprocedure.<sup>54</sup> Bovendien kent de WHOA een aantal algemene afwijzingsgronden die overeen komen met de afwijzingsgronden in de reeds bestaande akkoordregelingen in surseance en faillissement.<sup>55</sup> Deze gronden zijn (i) onvoldoende waarborgen voor nakoming van het akkoord, (ii) bedrog, (iii) niet voldoen aan de plicht tot storten van het deskundigenloon of daarvoor geen zekerheid stellen en (iv) andere redenen die zich tegen homologatie verzetten.<sup>56</sup> Tot slot wijst de rechtbank het homologatieverzoek af wanneer de vennootschap

<sup>48</sup> Art. 381 lid 7 en 8 Fw (nieuw).

<sup>49</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 14.

<sup>50</sup> Art. 383 lid 1 Fw (nieuw).

<sup>51</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 15.

<sup>52</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 15.

<sup>53</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 16.

<sup>54</sup> Art. 384 lid 2, onder b tot en met d, Fw (nieuw).

<sup>55</sup> Art. 138 e.v., respectievelijk 287a Fw.

<sup>56</sup> Art. 384 lid 2, onder e, g, h en i, Fw (nieuw).

nieuwe financiering aangaat en daarmee de belangen van de gezamenlijke schuldeiser veronachtzaamt.<sup>57</sup>

De aanvullende afwijzingsgronden zijn opgenomen in art. 384 lid 3 en 4. Deze gelden wanneer één of meer klassen tegen het akkoord hebben gestemd. Voorts geldt lid 3 voor vermogensverschaffers die ten onrechte niet tot de stemming zijn toegelaten. Met deze aanvullende afwijzingsgronden gebruikt de rechter zijn *cross-class cram down*-bevoegdheid om het akkoord aan de tegenstemmende klasse op te leggen. Blijkens de memorie van toelichting kunnen de aanvullende wijzigingsgronden alleen worden ingeroepen door vermogensverschaffers die niet met het akkoord hebben ingestemd.<sup>58</sup> Voor de aanvullende afwijzingsgrond van lid 4 geldt bovendien als aanvullend vereiste dat de klasse waarin de vermogensverschaffer zich bevindt niet met het akkoord heeft ingestemd.<sup>59</sup>

De eerste aanvullende afwijzingsgrond is opgenomen in art. 384 lid 3. Dit is de *best interest of creditors' test* (ook: de *no creditors worse-off test*). Deze afwijzingsgrond houdt in dat iemand die aan het akkoord wordt gebonden, met het akkoord niet in een slechtere situatie mag belanden dan de situatie waarin hij terecht zou komen ingeval van faillissement van de schuldenaar. Een schuldeiser of aandeelhouder dient aldus onder het akkoord een uitkering te ontvangen die minstens zo hoog is als de uitkering die hij zou ontvangen bij de afwikkeling van het faillissement van de schuldenaar. Blijkens de memorie van toelichting kan de *best interest of creditors' test* ook worden ingeroepen door een vermogensverschaffer die heeft tegengestemd, indien alle klassen als geheel met het akkoord hebben ingestemd.

Moulen-Janssen spreekt van de *best interest test* en schaarde deze onder de algemene afwijzingsgronden.<sup>60</sup> Met name dit laatste is onjuist. Krachtens het genoemde art. 384 lid 3 kunnen enkel stemgerechtigde schuldeisers of aandeelhouders die niet met het akkoord hebben ingestemd een beroep doen op deze afwijzingsgrond. Daarmee is het blijkens de memorie van toelichting een aanvullende afwijzingsgrond en geen algemene afwijzingsgrond.<sup>61</sup> Voorts benoemt de memorie van toelichting expliciet dat het een aanvullende afwijzingsgrond betreft.<sup>62</sup>

De tweede aanvullende afwijzingsgrond staat in art. 384 lid 4, onder a. Ingevolge dit artikel dienen concurrente schuldeisers die een MKB-onderneming drijven, een uitkering in geld van 20% van hun vordering te ontvangen, behoudens een zwaarwegende grond die zich hiertegen verzet. Deze bepaling komt voort uit een (tweede nader gewijzigd) amendement van het lid Van der Graaf, Van Nispen en Nijboer van 18 mei 2020.<sup>63</sup> Kritisch kom ik over deze afwijzingsgrond te spreken in hoofdstuk 4.

De derde aanvullende afwijzingsgrond ex art. 384 lid 4, onder b, is gestoeld op de Absolute Priority Rule (hierna tevens: APR). Waar het bij deze afwijzingsgrond in essentie op neerkomt,

<sup>57</sup> Art. 384 lid 2, onder f, Fw (nieuw).

<sup>58</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 15.

<sup>59</sup> Vergelijk art. 384 lid 3, eerste volzin, Fw (nieuw) met art. 384 lid 4, eerste volzin, Fw (nieuw).

<sup>60</sup> Moulen-Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 835.

<sup>61</sup> *Kamerstukken II* 2018/2019, 35249, nr. 3, p. 15.

<sup>62</sup> *Kamerstukken II* 2018/2019, 35249, nr. 3, p. 17.

<sup>63</sup> *Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 25.

is dat dat de verdeling van de reorganisatiewaarde *eerlijk* dient te zijn.<sup>64</sup> Ingevolge deze afwijzingsgrond is het niet mogelijk om ten nadele van een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd, af te wijken van de rangorde bij verhaal op het vermogen van de schuldenaar. Dit is enkel anders indien voor de afwijking een redelijke grond bestaat en de vermogensverschaffers uit de klasse die niet met het akkoord hebben ingestemd, niet in hun belangen worden geschaad. Deze ‘WHOA-APR’ wordt in het kader nader uitgewerkt in paragraaf 2.3.2. De ‘*Chapter 11-APR*’ wordt besproken in paragraaf 3.3.2.

De vierde aanvullende afwijzingsgrond staat opgenomen in art. 384 lid 4, onder c. Deze afwijzingsgrond houdt in dat de rechter de homologatie van het akkoord weigert als een tegenstemmende schuldeiser uit een tegenstemmende klasse geen recht heeft om te kiezen voor een gelduitkering ter hoogte van het bedrag dat hij in faillissement zou hebben ontvangen.<sup>65</sup>

De vijfde en laatste aanvullende afwijzingsgrond is te vinden in art. 384 lid 4, onder d, en vormt een uitzondering op de vorige grond. Ingevolge deze afwijzingsgrond kan de pand- of hypotheekhouder die de schuldenaar bedrijfsmatig een financiering heeft verstrekt *niet* zomaar een gelduitkering eisen.<sup>66</sup> Deze bepaling komt voort uit een amendement van Kamerleden Van der Graaf, Van Nispen en Nijboer 18 mei 2020.<sup>67</sup> Zij stellen dat het recht op een gelduitkering een reorganisatie bemoeilijkt wanneer een te grote groep schuldeisers van dit recht gebruikmaakt. De bepaling is zo aangepast dat zekerheidsgerechtigde financiers uit een tegenstemmende klassen voor het geseceerde deel van hun vordering geen beroep kunnen doen op een uitkering in geld. Wel moeten zij, indien zij aandelen aangeboden krijgen, kunnen kiezen voor een andere vorm van uitkering. Daarbij kan worden gedacht aan uitstel van betaling of het doorlopen van de lening.<sup>68</sup>

Wanneer de rechtbank het akkoord homologeert, verklaart hij het algemeen verbindend. Het akkoord bindt in dat geval zowel de vennootschap als de stemgerechtigde vermogensverschaffers.<sup>69</sup> Dit geldt niet enkel voor de vermogensverschaffers die met het akkoord hebben ingestemd. Ook zij die hebben tegengestemd, blanco hebben gestemd of zich van stemming hebben onthouden, zijn aan het akkoord gebonden. Dit is niet anders voor stemgerechtigden die niet bij de stemming aanwezig waren, doch wel op de juiste wijze zijn opgeroepen.

Tegen de beslissing van de rechtbank tot homologatie staan in beginsel geen rechtsmiddelen open. Zo is hoger beroep niet mogelijk en kan enkel cassatie in het belang der wet worden ingesteld.<sup>70</sup> Het akkoord moet immers spoedig na de homologatie tot stand kunnen komen, om een faillissement af te wenden.<sup>71</sup> Met de beoogde invoering van de WHOA wordt aldus een voor schuldeisers zeer ingrijpend rechtsmiddel in het leven geroepen. Het is derhalve van belang om kritisch te kijken naar de bevoegdheden die crediteuren toekomen onder de WHOA.

<sup>64</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 5.

<sup>65</sup> Art. 384 lid 4, onder c, Fw (nieuw).

<sup>66</sup> Art. 384 lid 4, onder d, Fw (nieuw).

<sup>67</sup> *Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 24.

<sup>68</sup> *Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 24, p. 2.

<sup>69</sup> Art. 385 Fw (nieuw).

<sup>70</sup> Art. 369 lid 10 Fw (nieuw).

<sup>71</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 17.

In paragraaf 2.3 wordt een eerste aanzet daartoe gegeven. In de rechtsvergelijking in hoofdstuk 4 wordt dit verder uitgewerkt.

## **2.3 Inspraak en bescherming van schuldeisers**

In paragraaf 2.2 zagen we reeds dat in de WHOA een aantal waarborgen is opgenomen voor schuldeisers. Te denken valt aan de mogelijkheid van crediteuren om zich via stemming over het akkoord uit te spreken. Ook zagen we dat schuldeisers de mogelijkheid hebben om op eigen initiatief, middels de aanstelling van een herstructureringsdeskundige, een akkoord tot stand te brengen.<sup>72</sup> Voorts wordt de bescherming van schuldeisers gediend door de genoemde afwijzingsgronden, zoals de afwijzingsgrond krachtens welke een crediteur door het akkoord niet in een slechtere positie terecht mag komen.

### **2.3.1 Inspraak van schuldeisers onder de WHOA**

Een gehomologeerd akkoord heeft vergaande gevolgen voor schuldeisers. Daarom is in het wetgevingstraject van de WHOA veelvuldig betoogd dat crediteuren meer inspraak moeten krijgen. Onder meer De Raad voor Rechtspraak, VNO-NCW en MKB Nederland, de Nederlandse Vereniging van Banken en Eumedion hebben hiervoor gepleit.<sup>73</sup> Om de inspraak van schuldeisers te vergroten en te voorkomen dat de regeling oneigenlijk wordt gebruikt, heeft de wetgever drie wijzigingen doorgevoerd ten opzichte van eerder versies van de WHOA.<sup>74</sup> Hiermee heeft de wetgever gehoor gegeven aan suggesties van de genoemde partijen. Deze aanpassingen worden besproken deze paragraaf.

#### *2.3.1.1 Een akkoord tot stand brengen middels de aanstelling van een herstructureringsdeskundige*

Zoals we zagen in paragraaf 2.2.1 heeft een schuldeiser niet de mogelijkheid zelfstandig een akkoord aan te bieden. Wel kan een crediteur de rechtbank verzoeken een herstructureringsdeskundige aan te stellen.<sup>75</sup> Deze kan een akkoord tot stand brengen. Tollenaar heeft er meermaals voor gepleit om de bevoegdheid om een akkoord aan te bieden niet enkel bij de schuldenaar te leggen.<sup>76</sup> Hiermee kan worden voorkomen dat het aanbieden van een akkoord wordt uitgesteld of dat een akkoord wordt aangeboden dat de aandeelhouders bevoordeelt ten koste van schuldeisers. Ook geeft het de schuldenaar een prikkel om vroegtijdig een akkoord aan te bieden dat op voldoende steun kan rekenen om te voorkomen dat anderen eerder het initiatief nemen.<sup>77</sup>

Ik benoemde reeds dat de rechtbank een aanwijzingsverzoek in de regel zal toewijzen indien de schuldenaar verkeert in een toestand “*waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij met*

<sup>72</sup> Art. 371 lid 1 en 3 Fw (nieuw).

<sup>73</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 24.

<sup>74</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 24.

<sup>75</sup> Art. 371 lid 1 Fw (nieuw).

<sup>76</sup> Tollenaar 2016, par. 8.3 en Tollenaar 2017, par. 2.7.1.

<sup>77</sup> Tollenaar, *TvI* 2019/32, p. 223.

*het betalen van zijn schulden niet kan voortgaan.*<sup>78</sup> Wanneer een meerderheid van de schuldeisers een verzoek tot aanwijzing van een herstructureringsdeskundige steunt, dan wordt het in ieder geval toegewezen.<sup>79</sup> Het verzoek tot aanstelling van een herstructureringsdeskundig wordt enkel niet toegewezen wanneer *“summierlijk blijkt dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers hierbij niet gediend zijn.”*<sup>80</sup> Het is aan de rechter om dit vast te stellen.<sup>81</sup>

In de memorie van toelichting wordt een voorbeeld gegeven van een dergelijke situatie. Het verzoek tot aanstelling van de herstructureringsdeskundige kan worden geweigerd als het is ingediend door een schuldeiser die dit *“klaarblijkelijk doet met geen ander doel dan om een vergevorderd en kansrijk herstructureringsstraject te frustreren of te vertragen om daarmee een betere onderhandelingspositie voor zichzelf te creëren, terwijl de gezamenlijke schuldeisers door dergelijke strategisch gedrag en de daarmee veroorzaakte vertraging nadeel ondervinden.”*<sup>82</sup> De rechter toetst dit op verzoek van een belanghebbende en hem komt daarbij enige beoordelingsruimte toe.<sup>83</sup> Ik verwacht dat dergelijke omstandigheden zich slechts in bijzondere gevallen voordoen.

De mogelijkheid voor schuldeisers om een akkoord tot stand te brengen middels de aanstelling van een herstructureringsdeskundige is aldus breed opengesteld. Hiermee is de wetgever tegemoetgekomen aan de positie van crediteuren wat betreft hun inspraak tijdens de akkoordprocedure onder de WHOA.

#### 2.3.1.2 De mogelijkheid om een observator aan te stellen

De wetgever heeft de rechter de mogelijkheid gegeven om een observator aan te stellen.<sup>84</sup> Deze monitort het akkoordtraject dat de schuldenaar heeft ingezet en behartigt in dat kader de belangen van de gezamenlijke schuldeisers.<sup>85</sup> De observator heeft tot taak om toezicht te houden op de totstandkoming van het akkoord en daarbij oog te hebben voor de belangen van de gezamenlijke crediteuren.<sup>86</sup> Indien de observator constateert dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers worden geschaad, dient hij de rechtbank hier direct over te informeren. De rechter beslist vervolgens welk gevolg hieraan gegeven moet worden. Hij kan bijvoorbeeld een andere herstructureringsdeskundige aanwijzen die het herstructureringsstraject overneemt.<sup>87</sup>

<sup>78</sup> Art. 371 lid 3 jo. art. 370 lid 1 Fw (nieuw).

<sup>79</sup> Art. 371 lid 3, in fine, Fw (nieuw).

<sup>80</sup> Art. 371 lid 3 Fw (nieuw).

<sup>81</sup> Vriesendorp & Van Kesteren, *TvI* 2019/39, par. 3.2.1.

<sup>82</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 40.

<sup>83</sup> Vriesendorp & Van Kesteren, *TvI* 2019/36, par. 3.1.2.

<sup>84</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 24.

<sup>85</sup> Art. 380 Fw (nieuw).

<sup>86</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 55.

<sup>87</sup> Art. 380 lid 2 Fw (nieuw).

### *2.3.1.3 Schuldeisers in de gelegenheid stellen hun zienswijzen te geven*

De wetgever heeft voorts een aantal momenten aangewezen waarop schuldeisers in de gelegenheid worden gesteld een zienswijze te geven.<sup>88</sup> Dit zijn vrijwel alle momenten waarop de rechter tijdens het voorbereidingstraject wordt gevraagd een beslissing te nemen. Het eerste beslissingsmoment waarbij crediteuren de mogelijkheid wordt geboden hun zienswijzen te geven, is het verzoek om een herstructureringsdeskundige aan te wijzen. De verzoeker – een schuldeiser, de schuldenaar of de eventueel aangestelde observator – wordt in de gelegenheid gesteld zijn of haar zienswijzen te geven.<sup>89</sup> Ten tweede kunnen schuldeisers hun zienswijzen geven op een aantal momenten tijdens de afkoelingsperiode.<sup>90</sup> Dit zijn de machtiging van de rechtbank tot het verhaal op of het opeisen van goederen van de schuldenaar, het verlengen van de afkoelingsperiode, het treffen van voorzieningen tijdens de afkoelingsperiode en het opheffen van de afkoelingsperiode. Voorts worden genoemd de beslissing van de rechter omtrent de bevoegdheid tot gebruik, verbruik of vervreemding van goederen, dan wel inning van vorderingen tijdens de afkoelingsperiode.<sup>91</sup> Een ander moment waarop belanghebbenden, zoals crediteuren, zienswijzen kunnen geven, is de tussentijdse uitspraak die de rechtbank kan doen.<sup>92</sup> Tot slot is ook de beslissing van de rechtbank tot het al dan niet ambtshalve toepassen van aan algemene afwijzingsgrond onderworpen aan de zienswijzen van onder meer schuldeisers.<sup>93</sup>

Voor al deze momenten geldt dat enkel de crediteuren die door de desbetreffende beslissing van de rechter geraakt zullen worden, de gelegenheid krijgen een zienswijze te geven. Met deze mogelijkheden voor schuldeisers om zienswijzen te geven, kan hun positie mijns inziens daadwerkelijk versterkt worden. De praktijk zal moeten uitwijzen in hoeverre de rechter deze zienswijzen meeweegt in zijn beslissingen.

### *2.3.1.4 Geen mogelijkheid om tussentijdse verzoeken in te dienen bij de rechter*

Blijkens de memorie van toelichting dient een schuldeiser of aandeelhouder die meent dat er aspecten zijn die aan de rechter moeten worden voorgelegd, dit te melden aan de schuldenaar. De wetgever heeft voor deze verplichting gekozen om te voorkomen dat crediteuren of aandeelhouders proberen het traject te traineren.<sup>94</sup> Het is derhalve niet mogelijk voor de schuldeiser of aandeelhouder om zelf tussentijdse verzoeken in te dienen bij de rechter. Indien de schuldenaar besluit om de desbetreffende vraag niet eerder in het proces aan de rechter voor te leggen, kan de crediteur of aandeelhouder de rechter verzoeken een herstructureringsdeskundige aan te wijzen. Als de rechter het verzoek inwilligt, kan de herstructureringsdeskundige de voorbereiding van het akkoord overnemen.<sup>95</sup> De situatie kan zich echter ook voordoen dat de crediteuren of aandeelhouder niet verzoekt tot het aanwijzen van een

<sup>88</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 24.

<sup>89</sup> Art. 371 lid 5 Fw (nieuw).

<sup>90</sup> Art. 376 lid 11 Fw (nieuw).

<sup>91</sup> Art. 377 lid 3 Fw (nieuw).

<sup>92</sup> Art. 378 lid 8 Fw (nieuw).

<sup>93</sup> Art. 384 lid 7 Fw (nieuw).

<sup>94</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 19.

<sup>95</sup> Art. 371 lid 1 (nieuw) Fw.

herstructureringsdeskundige. In dat geval behoudt de schuldeiser of aandeelhouder de mogelijkheid om zijn bezwaren alsnog aan de orde te stellen in het kader van de behandeling van het homologatieverzoek.<sup>96</sup> Hetzelfde geldt wanneer wordt verzocht een deskundige aan te wijzen, maar de rechter dit verzoek afwijst.

### 2.3.2 De Absolute Priority Rule onder de WHOA

In paragraaf 2.2.4 besprak ik de vijf aanvullende afwijzingsgronden van de WHOA die bewerkstelligen dat een akkoord *redelijk* is.<sup>97</sup> In deze paragraaf wordt de derde aanvullende afwijzingsgrond, genoemd in art. 384 lid 4, onder b, nader uiteengezet. Waar het bij deze afwijzingsgrond in essentie op neerkomt, is dat de verdeling van de reorganisatiewaarde *eerlijk* dient te zijn.<sup>98</sup> Dit zal in beginsel het geval zijn als bij de verdeling van de reorganisatiewaarde de wettelijke rangorde van schuldeisers wordt aangehouden. Dit is gestoeld op de Absolute Priority Rule.

#### 2.3.2.1 De hoofdregel van de APR onder de WHOA

Art. 384 lid 4, onder b, waarin de APR vervat zit, luidt als volgt:

*“Op verzoek van één of meer stemgerechtigde schuldeisers of aandeelhouders die zelf niet met het akkoord hebben ingestemd en zijn ingedeeld in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd of die ten onrechte niet tot de stemming zijn toegelaten en in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd hadden moeten worden ingedeeld, wijst de rechtbank een verzoek tot homologatie van een akkoord waarmee niet alle klassen hebben ingestemd, af als [deze en navolgende onderstrepingen, JN]:*

*[...] b. bij de verdeling van de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd ten nadele van de klasse die niet heeft ingestemd wordt afgeweken van de rangorde bij verhaal op het vermogen van de schuldenaar overeenkomstig Titel 10 van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek, een andere wet of een daarop gebaseerde regeling, dan wel een contractuele regeling, tenzij voor die afwijking een redelijke grond bestaat en de genoemde schuldeisers of aandeelhouders daardoor niet in hun belang worden geschaad.”*

Mijns inziens valt deze regeling uiteen in een hoofdregel en een uitzondering. Bartstra c.s. maken eenzelfde onderscheid.<sup>99</sup> De hoofdregel luidt dat ten nadele van een klasse die niet heeft ingestemd, niet mag worden afgeweken van de wettelijke rangorde. Uitzonderingen zijn mogelijk, wanneer voor de afwijking een redelijke grond bestaat en leden van de tegenstemmende klasse niet in hun belang worden geschaad.

De hoofdregel vereist kort gezegd dat het akkoord de wettelijke rangorde moet respecteren. Dit is een drietrapsraket.<sup>100</sup> Om te beginnen is vaststelling van de reorganisatiewaarde vereist. Daarnaast moet de wettelijke rangorde van crediteuren worden vastgesteld, alsmede het relatieve aandeel van schuldeisers in de reorganisatiewaarde. Met name de eerste stap in het proces – het vaststellen van de reorganisatiewaarde – is complex en kan tot discussies leiden tussen verschillende klassen. Hoog gerangschikte klassen hebben immers baat bij een lage waardering van de te verdelen waarde, zodat zij mogelijk aanspraak kunnen maken op de

<sup>96</sup> Art. 383 lid 8 en 9 (nieuw) Fw.

<sup>97</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 5.

<sup>98</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 5.

<sup>99</sup> Bartstra, De Weijs en Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 101.

<sup>100</sup> Mennens 2020, p. 729-732.

gehele waarde. Lagere klassen, zoals aandeelhouders, zullen juist inzetten op een hoge waardering, zodat ook hen een deel van de reorganisatiewaarde toekomt.<sup>101</sup> De tweede stap is het vaststellen van de wettelijke rangorde in faillissement. Hiervoor kennen wij inmiddels een doorontwikkeld systeem van wet en jurisprudentie op basis waarvan een dergelijke rangorde kan worden gemaakt. Als de reorganisatiewaarde en de rangorde vaststaan, moet nog een derde en laatste stap worden ondernomen. Rechters moeten immers nagaan of de uitkering aan de verschillende klassen onder het akkoord een juiste weergave is van het relatieve aandeel van deze klassen. Tollenaar merkt op dat dit mogelijk problematisch wordt wanneer er niet enkel uitkeringen in contanten plaatsvinden, maar ook in natura.<sup>102</sup> Dit leidt wederom tot lastige vraagstukken met betrekking tot de waardering van de onderneming, waarbij de belangen van de verschillende klassen uiteenlopen.

Naast de hoofdregel en de uitzonderingsmogelijkheden, die ik in de volgende paragraaf bespreek, valt volgens Mennens nog een subregel te destilleren uit de bepaling van art. 384 lid 4, onder b.<sup>103</sup> Deze regel luidt dat schuldeisers of aandeelhouders nooit meer dan 100% van hun vordering mogen ontvangen. In het Voorontwerp werd dit vereiste expliciet genoemd.<sup>104</sup> In de huidige bepaling van art. 384 lid 4, onder b is dit criterium niet langer opgenomen. Het blijkt daarentegen impliciet uit het vereiste dat niet van de rangorde mag worden afgeweken. Indien een crediteur meer ontvangt dan waar hij krachtens de wet recht op heeft, wordt wel van de wettelijke rangorde afgeweken. Deze regel is met name relevant voor schuldeisers met een hoge rang, zoals pand- en hypotheekhouders. Zij komen immers als eerste aan bod bij verdeling van de faillissementsboedel of, ingeval een (WHOA-)herstructurering, de reorganisatiewaarde.

#### *2.3.2.2 Uitzonderingen op de APR onder de WHOA: redelijke grond en niet in hun belang geschaad*

In de laatste volzin van art. 384 lid 4, onder b, wordt een uitzonderingen genoemd. Deze behelst twee voorwaarden. Er moet een redelijke grond zijn voor de afwijking en schuldeisers en aandeelhouders mogen niet in hun belang worden geschaad. In de memorie van toelichting worden geen voorbeelden genoemd van een redelijke grond. Moulen Janssen noemt deze uitzonderingsmogelijkheid dan ook ‘ongeclausuleerd’.<sup>105</sup> Ook wordt niet toegelicht wanneer is voldaan aan het vereiste dat vermogensverschaffers niet in hun belang worden geschaad. Op beide punten zal de rechter een belangrijke rol toekomen.

Het is naar mijn mening wenselijk dat reeds voor de inwerkingtreding van de WHOA meer duidelijkheid ontstaat omtrent de toegelaten uitzonderingen. Dit komt de rechtszekerheid ten goede. Bovendien verwacht ik dat eventuele procedures bij de Hoge Raad, die meer

<sup>101</sup> Mennens 2020, p. 730.

<sup>102</sup> Tollenaar 2016, p. 72.

<sup>103</sup> Mennens 2020, p. 732-733.

<sup>104</sup> Art. 381 lid 4, onder b, Voorontwerp: *“De rechtbank zal de homologatie [...] weigeren indien [...]:  
b. 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 hogere rang die op basis van het akkoord rechten krijgen die een hogere waarde hebben dan het bedrag van de vorderingen of het nominale bedrag van de aandelen waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld;”*

<sup>105</sup> Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 837.



duidelijkheid zou kunnen geven omtrent de uitzonderingsmogelijkheden, in de praktijk weinig voorkomen. Er kan immers enkel cassatie in belang der wet worden ingesteld.<sup>106</sup> Voor partijen bestaat bovendien een prikkel om lange procedures te vermijden en om uitvoering te geven aan het akkoord om een faillissement af te wenden.

Ik verwacht dat rechters bij de uitzonderingen op de APR aansluiting zullen zoeken bij de Amerikaanse rechtspraak met betrekking tot de APR onder *Chapter 11*. Deze uitzonderingen naar bespreek ik in het hoofdstuk 3. Vervolgens geef ik in de rechtsvergelijking in hoofdstuk 4 aan welke afwijkingen onder de WHOA in mijn ogen wenselijk zijn.

## 2.4 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is de WHOA-procedure omschreven. Het wetsvoorstel van de WHOA maakt onderdeel uit van het programma Herijking Faillissementsrecht dat in 2012 is gestart. Met dit programma is een eerste voorontwerp ingediend onder de naam Wet Continuïteit Ondernemingen II. In 2017 verscheen het Voorontwerp onder de naam Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement en in 2019 verscheen het wetsvoorstel onder de naam Wet homologatie onderhands akkoord. De WHOA is in mei 2020 aangenomen door de Tweede Kamer en voor behandeling naar de Eerste Kamer gestuurd.

De akkoordprocedure ziet er kort samengevat als volgt uit. Een schuldenaar kan een akkoord voor zijn schuldeisers en aandeelhouders voorbereiden, al dan niet met hulp van een herstructureringsdeskundige. Ook kunnen crediteuren, aandeelhouders, de ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging een deskundige aanstellen om een herstructureringsakkoord voor te bereiden. Wanneer het akkoord is voorbereid, worden vermogensverschaffers onderverdeeld in klassen, al naar gelang hun rechten in faillissement. De verschillende klassen stemmen over het akkoord, dat voor een bepaalde klasse wordt aangenomen als twee derden van die klasse voorstemt. Als een akkoord voor een bepaalde klasse is aangenomen, spreekt de rechtbank de homologatie uit, behoudens enkele wettelijke wijzigingsgronden. Een eventuele homologatie heeft vergaande gevolgen voor schuldeisers.

De zeggenschapsrechten van crediteuren onder de WHOA zijn zeer beperkt. Naar aanleiding van kritiek op eerdere wetsvoorstellen heeft de wetgever op drie wijzen de inspraak van schuldeisers willen vergroten. Dit zijn het breder openstellen van de mogelijkheid voor schuldeisers om een herstructureringsdeskundige aan te stellen, de mogelijkheid een observator aan te stellen en crediteuren de mogelijkheid geven hun zienswijzen te geven. Een mogelijkheid om tussentijds verzoeken in te dienen is er niet. Daarnaast biedt de WHOA niet de mogelijkheid een schuldeiserscommissie in te stellen.

<sup>106</sup> Paragraaf 2.2.4, in fine.

## 3. De Chapter 11-procedure

### 3.1 Achtergrond

Chapter 11 van de U.S. Bankruptcy Code, korthedshalve aangeduid als de *Chapter 11-procedure*, wordt door Wessels en De Weijs omschreven als “*both in practice and conceptually the most important insolvency procedure worldwide.*”<sup>107</sup> Volgens Vriesendorp en Van den Sigtenhorst is de *Chapter 11-procedure* een “*doorontwikkeld, veelzijdig, effectief en flexibel systeem voor herstructurerings.*”<sup>108</sup> Het betreft federale wetgeving (*Federal Law*) en gaat derhalve voor op het vennootschapsrecht van de verschillende staten in de VS (*State Law*).<sup>109</sup>

De totstandkomingsgeschiedenis van *Chapter 11* gaat terug naar de 19<sup>e</sup> eeuw, toen in de VS vele faillissementen plaatsvonden tijdens de aanleg van de eerste spoorwegen.<sup>110</sup> De akkoordprocedure is in 1978 in hoofdstuk 11 van de U.S. Bankruptcy Code opgenomen.<sup>111</sup>

Volgens Tollenaar bestaat onder Amerikaanse herstructureringsdeskundigen consensus dat de *Chapter 11-procedure* aan herziening toe is.<sup>112</sup> In 2014 is in opdracht van de American Bankruptcy Institute (ABI) een rapport verschenen met aanbevelingen.<sup>113</sup> De regeling wordt onder meer mogelijk herzien wat betreft de beperking van de kosten,<sup>114</sup> de mogelijke uitbreiding van informatieverstrekking aan schuldeisers<sup>115</sup> en de efficiëntie van de regeling voor kleine en middelgrote ondernemingen.<sup>116</sup> Naar aanleiding van het rapport is in 2019 de Small Business Reorganization Act (SBRA) aangenomen. Met deze wet is in februari 2020 een nieuw *subchapter* van Chapter 11 van de U.S. Bankruptcy Code in werking getreden.<sup>117</sup>

De *Chapter 11-procedure* heeft grote invloed op de internationale herstructurerings- en insolventiepraktijk. De regeling heeft ertoe geleid dat niet-Amerikaanse ondernemingen zich middels de oprichting van een Amerikaanse vennootschap hebben geherstructureerd.<sup>118</sup> Voorts is de *Chapter 11-procedure* in veel andere landen gebruikt als basis voor een akkoordregeling.<sup>119</sup>

De opbouw van hoofdstuk 3 is als volgt. In paragraaf 3.2 wordt de *Chapter 11-akkoordprocedure* besproken. Vervolgens behandel ik in paragraaf 3.3 de inspraak en bescherming van schuldeisers onder *Chapter 11*. Ik rond af met een deelconclusie in paragraaf 3.4.

<sup>107</sup> Wessels & De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2015/37, par. 1.

<sup>108</sup> Vriesendorp & Van den Sigtenhorst, *NTHR* 2013-2, p. 96.

<sup>109</sup> US Constitution Art. VI, clause 2.

<sup>110</sup> Skeel 2001, p. 48 e.v. Skeel geeft een uitgebreid overzicht van de totstandkomingsgeschiedenis van de *Chapter 11-procedure*.

<sup>111</sup> Wessels, *Ondernemingsrecht* 2013/21, p. 116.

<sup>112</sup> Tollenaar 2016, par. 6.2.

<sup>113</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014.

<sup>114</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 55 e.v.

<sup>115</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 45, 240.

<sup>116</sup> Keach, *ABI Journal* 2019, p. 8.

<sup>117</sup> Keach, *ABI Journal* 2019, p. 8.

<sup>118</sup> Enkele voorbeelden van Nederlandse vennootschappen die naar de VS zijn gegaan om gebruik te maken van de *Chapter 11-procedure* zijn Almatris B.V., Global Telesystems Europe B.V en Versatel Telecom International N.V (Wolffram-Van Doorn, *FIP* 2019/212, p. 4).

<sup>119</sup> Enkele voorbeeld zijn Noorwegen, Duitsland en Japan (Skeel 2001, p. 238 e.v.).

## 3.2 De akkoordprocedure nader bezien

Chapter 11 van de U.S. Bankruptcy Code bestaat uit de artikelen (*sections*) 1101 tot en met 1195. Deze zijn onderverdeeld in vijf subhoofdstukken (*subchapters*). In het eerste subhoofdstuk (*Officers and Administration*) zijn algemene bepalingen opgenomen, waaronder definities en bepalingen over de kosten van de procedure. Het tweede *subchapter* (*The Plan*) regelt de akkoordprocedure tot aan de homologatie. Het derde subhoofdstuk (*Postconfirmation Matters*) bevat bepalingen omtrent de periode na de homologatie. Het vierde *subchapter* (*Railroad Reorganization*) is specifiek toegesneden op de herstructurering van spoorwegen. Het laatste subhoofdstuk (*Small Business Debtor Reorganization*) bevat bepalingen voor kleine ondernemingen. Dit is de implementatie van de in februari 2020 in werking getreden SBRA in de U.S. Bankruptcy Code.

In het vervolg van paragraaf 3.2 wordt de *Chapter 11*-akkoordprocedure besproken. Daarbij komen dezelfde vier aspecten aan bod als bij de bespreking van de akkoordprocedure onder de WHOA in het vorige hoofdstuk. Dit zijn de aanbidding van het akkoord (par. 3.2.1), de klassenindeling (par. **Error! Reference source not found.**), de stemming over het akkoord (par. 3.2.3) en de homologatie van het akkoord (par. 3.2.4).

### 3.2.1 Aanbidding van het akkoord

Zowel de schuldenaar als een schuldeiser kunnen een *Chapter 11*-procedure in gang zetten. Hiervoor gelden verschillende criteria. Als de schuldenaar zelf een procedure wenst te openen (de zogeheten *voluntary case*), is niet vereist dat hij in staat van insolventie verkeert.<sup>120</sup> Hiermee heeft de wetgever het mogelijk gemaakt voor een schuldenaar om al in een vroegtijdig stadium een akkoord (*plan*) aan te bieden. Indien een schuldeiser een *Chapter 11*-procedure wil openen, gelden aanvullende criteria. Vereist is dat de schuldenaar in het algemeen (*generally*) is opgehouden zijn opeisbare schulden te betalen, tenzij een geschil bestaat over (de hoogte van) de vordering (*a bona fide dispute as to liability or amount*).<sup>121</sup>

Wanneer een verzoek tot opening van een *Chapter 11*-procedure wordt ingediend, treedt van rechtswege een algemeen moratorium in werking (*automatic stay*).<sup>122</sup> Dit moratorium geldt voor alle procedures op grond van de U.S. Bankruptcy Code. Daaronder valt ook de ‘gewone’ faillissementsprocedure van Chapter 7, die kan volgen op een (vruchteloze) *Chapter 11*-procedure. Tijdens het moratorium kunnen schuldeisers, ook indien zij zekerheidsrechten hebben, geen verhaalsrechten uitoefenen.<sup>123</sup> Lopende procedures worden geschorst en vonnissen kunnen niet tegen de schuldenaar ten uitvoer worden gelegd. Contractspartijen mogen – in tegenstelling tot onder de WHOA<sup>124</sup> – lopende overeenkomsten in beginsel niet opzeggen.<sup>125</sup>

<sup>120</sup> 11 U.S.C. §301. Met deze noteringswijze, die ik in het vervolg zal aanhouden, wordt verwezen naar *Title 11* van de United States Code, in dit geval *section 301*.

<sup>121</sup> 11 U.S.C. §303(h)(1).

<sup>122</sup> 11 U.S.C. §362.

<sup>123</sup> Nieuwenhuis & Tollenaar, *TvI* 2019/8, par 9.1.

<sup>124</sup> Art. 373 Fw (nieuw) dat ik korthedshalve niet besprak in hoofdstuk 2.

<sup>125</sup> Baird 2014, p. 197. Dit volgt uit 11 U.S.C. 362(a)(3).

Een *Chapter 11*-procedure neemt vaak meerdere jaren in beslag.<sup>126</sup> Bij kleine ondernemingen (*small business cases*) moet binnen 300 dagen na aanvang van de procedure een akkoord worden ingediend.<sup>127</sup> Dit zijn ondernemingen met minder dan USD twee miljoen schulden waarvan ten minste de helft is ontstaan uit commerciële- en ondernemingsactiviteiten.<sup>128</sup>

Gedurende de eerste 120 dagen na opening van de procedure geldt een exclusieve bevoegdheid van de schuldenaar om een akkoord aan te bieden (*exclusivity period*).<sup>129</sup> Deze periode kan door de rechter worden verlengd tot ten hoogste achttien maanden.<sup>130</sup> Ook kan de rechter deze periode verkorten op verzoek van een belanghebbende (*a party in interest*).<sup>131</sup> Wanneer de exclusiviteitsperiode is verlopen, mag iedere belanghebbende (*any party in interest*) een concurrerend akkoord aanbieden.<sup>132</sup> Daaronder worden verstaan de schuldenaar, een curator (*trustee*), een schuldeiser, een aandeelhouder of een schuldeiserscommissie. Het is mijns inziens onwaarschijnlijk dat een schuldenaar een akkoord aanbiedt dat concurreert met een eerder door hemzelf aangeboden akkoord. In een *Chapter 11*-procedure kan worden verzocht tot aanstelling van een *trustee*, indien sprake is van “*fraud, dishonesty, incompetence of gross mismanagement of the affairs of the debtor by current management.*”<sup>133</sup> Op de schuldeiserscommissie kom ik terug in paragraaf 3.3.1.

Het is mogelijk dat crediteuren meerdere akkoordvoorstellen aannemen. De rechter mag echter slechts één akkoord homologeren.<sup>134</sup> Hij zal de schuldeisers derhalve in de gelegenheid stellen hun voorkeur aan te geven. Deze keuze wordt door de rechter in overweging genomen, maar is niet bindend. Uiteindelijk beslist de rechter welk akkoord aansluit op de strekking en de doelstellingen van de *Chapter 11*-procedure.<sup>135</sup>

### 3.2.2 Klassenindeling

Vermogensverschaffers worden ingedeeld in verschillende klassen (*classes*). De klassenindeling is een belangrijk kenmerk van de *Chapter 11*-procedure en, zoals besproken in paragraaf **Error! Reference source not found.**, ook van de WHOA. Slechts indien schuldeisers of aandeelhouders voldoende vergelijkbaar zijn (*substantially similar*) kunnen zij in dezelfde klasse worden geplaatst.<sup>136</sup> Onder het akkoord worden alle vorderingen of rechten binnen een klasse op dezelfde wijze behandeld.<sup>137</sup> Gesecureerde schuldeisers met een verschillende rang of met zekerheden op verschillende activa, worden in verschillende klassen geplaatst. Iedere individuele schuldeiser met een zekerheidsrecht komt dus in een andere klasse

<sup>126</sup> Warren 2008, p. 35.

<sup>127</sup> 11 U.S.C. §1121(e).

<sup>128</sup> 11 U.S.C. §101(51D).

<sup>129</sup> 11 U.S.C. §1121(b).

<sup>130</sup> 11 U.S.C. §1121(d)(2)(A).

<sup>131</sup> 11 U.S.C. §1121(d)(1).

<sup>132</sup> 11 U.S.C. §1121(c).

<sup>133</sup> 11 U.S.C. §1104(a).

<sup>134</sup> 11 U.S.C. §1129(c).

<sup>135</sup> U.S. Bankruptcy Court Southern-District of Texas 13 november 2009, 420 B.R. 314 (*Asarco LLC*).

<sup>136</sup> 11 U.S.C. §1122(a).

<sup>137</sup> 11 U.S.C. §1123(a)(4).

terecht.<sup>138</sup> De onderverdeling van aandeelhouders in verschillende klassen gebeurt op basis van de verschillende soorten aandelen, zoals gewone aandelen en preferente aandelen.<sup>139</sup>

Klassen van vermogensverschaffers van wie de positie niet door het akkoord wordt geraakt (zogenoeten *unimpaired classes*), brengen geen stem uit en worden geacht met het akkoord te hebben ingestemd.<sup>140</sup> Hieronder vallen in ieder geval klassen waarvan het akkoord de wettelijke, billijke (*equitable*) en contractuele rechten van de vordering ongewijzigd laat.<sup>141</sup> Broude stelt dat hiervan niet vaak sprake zal zijn, aangezien er in de praktijk vrijwel altijd rechten zullen zijn die door het akkoord worden gewijzigd.<sup>142</sup> Klassen die onder het akkoord geen uitkering ontvangen (*out of the money classes*) worden geacht tegen het akkoord te hebben gestemd.<sup>143</sup>

### 3.2.3 Stemming over het akkoord

Het akkoord is bindend voor alle vermogensverschaffers, ook als zij zekerheids- of voorkeursrechten hebben.<sup>144</sup> De rechter kan stemmen van schuldeisers die niet te goeder trouw zijn buiten beschouwing laten.<sup>145</sup> In de Amerikaanse jurisprudentie zijn drie situaties genoemd waarin crediteuren niet te goeder trouw zijn.<sup>146</sup> Om te beginnen hoeven rechters de stemmen van schuldeisers niet mee te nemen, indien een schuldeiser beoogt een persoonlijk voordeel te halen dat niet beschikbaar is voor andere crediteuren.<sup>147</sup> Voorts is een schuldeiser niet te goeder trouw wanneer hij een andere doel voor ogen had, zoals het benadelen van een concurrerende onderneming.<sup>148</sup> Ook wanneer het stemgedrag van een crediteur onverenigbaar is met zijn eigen belangen, mag de rechter de stem van de desbetreffende schuldeisers buiten beschouwing laten.<sup>149</sup>

### 3.2.4 Homologatie van het akkoord

Een akkoord dat is aangenomen door stemgerechtigde vermogensverschaffers, moet voldoen aan een aantal eisen, voordat de rechter de homologatie (*confirmation*) uitspreekt. Dit zijn de homologatiecriteria (*confirmation requirements*)<sup>150</sup> en deze kunnen worden verdeeld in algemene en aanvullende criteria.

<sup>138</sup> Broude 2020, par. 10.02.

<sup>139</sup> Skeel, *Virginia Law Review* 1992, p. 476 e.v.

<sup>140</sup> 11 U.S.C. §1126(f).

<sup>141</sup> 11 U.S.C. §1124(1).

<sup>142</sup> Broude 2020, par. 10.02.

<sup>143</sup> 11 U.S.C. §1126(g).

<sup>144</sup> 11 U.S.C. §1123.

<sup>145</sup> 11 U.S.C. §1126(e).

<sup>146</sup> Frost, *American Bankruptcy Law Journal* 2013, p. 168 e.v.

<sup>147</sup> U.S. Bankruptcy Court Southern-District of New York 5 januari 1995, 175 B.R. 839 (*Dune Deck Owners Corp.*).

<sup>148</sup> U.S. Bankruptcy Court Eastern-District of Pennsylvania 14 december 1994, 175 B.R. 863, 875 (*Kovalchick*).

<sup>149</sup> U.S. Bankruptcy Court Southern-District of New York 11 december 2006, 359 B.R. 54, 6 (*Adelphia Communications Corp.*).

<sup>150</sup> Onder de WHOA: afwijzingsgronden. Met de term 'homologatiecriteria' houd ik in dit hoofdstuk een zo letterlijk mogelijke vertaling aan.

Om te beginnen zijn er algemene homologatiecriteria, die gelden voor zowel akkoorden die door alle klassen zijn aangenomen (*consensual plan*) als akkoorden die niet door alle klassen zijn aangenomen (*non-consensual plan*). In totaal zijn er dertien criteria.<sup>151</sup> De twee belangrijkste algemene homologatiecriteria worden besproken.

Een eerste belangrijk algemeen homologatiecriterium is de *best interest of creditors' test* of de *no creditors worse-off test*. Dit criterium houdt in dat schuldeisers die niet vóór het akkoord hebben gestemd, onder het akkoord minstens evenveel moeten ontvangen als in de situatie waarin de onderneming zou worden geliquideerd in een *Chapter 7*-faillissementsprocedure.<sup>152</sup> De *best interest of creditors' test* geldt voor alle schuldeisers, ook indien zij zekerheidsrechten hebben verworven, alsmede voor alle aandeelhouders.<sup>153</sup>

Een tweede algemeen homologatiecriterium is de *feasibility test*. Dit houdt in dat de onderneming na de homologatie van het akkoord levensvatbaar moet zijn.<sup>154</sup> De rechter maakt hierbij een beoordeling op basis van financiële stukken van de onderneming. In de rechtspraak is dit verder uitgewerkt.<sup>155</sup>

Naast de algemene homologatiecriteria is er een aantal aanvullende homologatiecriteria. Deze vereisten gelden specifiek voor akkoorden die niet door alle klassen zijn aangenomen (*non-consensual plan*). Deze criteria beschermen de tegenstemmende klassen door het beperken van de *cross-class cram down*-bevoegdheid van de rechter om het akkoord aan de tegenstemmende klasse op te leggen.

Twee belangrijke additionele criteria zijn de *no unfair discrimination test* en de *fair and equitable test*. Deze houden in dat de rechter niet overgaat tot homologatie van een akkoord als sprake is van *unfair discrimination* ten opzichte van een tegenstemmende klasse en als het akkoord ten opzichte van een tegenstemmende klasse niet als *fair and equitable* is aan te merken.<sup>156</sup> Een akkoord is in iedere geval niet *fair and equitable* als een klasse waarde ontvangt, terwijl een tegenstemmende klasse met een hogere rang niet volledig is voldaan.<sup>157</sup> Dit is de Absolute Priority Rule die inhoudt dat de wettelijke rangorde in acht moet worden genomen bij de verdeling van de reorganisatiewaarde.<sup>158</sup> De APR, die reeds voorbijkwam in het kader van de WHOA, wordt voor de *Chapter 11*-procedure nader besproken in paragraaf 3.3.2.

Tegen de beslissing van de rechter tot homologatie van een akkoord kan hoger beroep worden ingesteld. Deze beroepsmogelijkheid is in de rechtspraak echter behoorlijk uitgekleed. Aangezien een procedure in hoger beroep jaren kan duren, kiezen partijen er meestal voor om uitvoering te geven aan het akkoord gedurende het hoger beroep. In de jurisprudentie is

<sup>151</sup> Deze worden genoemd in 11 U.S.C. §1129(a).

<sup>152</sup> 11 U.S.C. §1129(a)(7).

<sup>153</sup> Broude 2020, par. 12.10.

<sup>154</sup> 11 U.S.C. §1129(a)(11).

<sup>155</sup> Zie bijvoorbeeld U.S. Bankruptcy Court District of Massachusetts 9 oktober 1986, 67 B.R. 234 (*Belco Vending Inc.*), U.S. Bankruptcy Court Southern-District Texas 12 april 1989, 116 B.R. 499 (*Lakeside Global II, Ltd.*) en U.S. Bankruptcy Court Southern-District New York 26 oktober 2009, 419 B.R. 179 (*DBSD North America Inc.*).

<sup>156</sup> 11 U.S.C. §1129(b).

<sup>157</sup> 11 U.S.C. §1129(b)(2).

<sup>158</sup> Baird 2014, p. 70 en Timm, *University of Illinois Law Review* 2013, p. 1653.

meermaals beslist dat derden moeten kunnen vertrouwen op een reeds gehomologeerd akkoord.<sup>159</sup> Een rechter in hoger beroep zal de akkoordprocedure derhalve niet inhoudelijk behandelen.<sup>160</sup>

### 3.3 Inspraak en bescherming van schuldeisers

In deze paragraaf worden twee aspecten besproken die van belang zijn voor de inspraak en bescherming van schuldeisers. Ten eerste bestaat de verplichting of (bij MKB-ondernemingen) de mogelijkheid dat een schuldeiserscommissie wordt ingesteld onder *Chapter 11*. Dit wordt besproken in paragraaf 3.3.1 en komt eveneens terug in de rechtsvergelijking in hoofdstuk 4. Voorts wordt de bescherming van schuldeisers onder *Chapter 11* gediend door de APR, die in het kader van de WHOA reeds is besproken. Deze komt wat betreft het Amerikaanse recht aan bod in paragraaf 3.3.2 en wordt ook in de rechtsvergelijking in hoofdstuk 4 behandeld.

#### 3.3.1 De schuldeiserscommissie

Zoals we reeds in paragraaf 3.2.1 zagen, is niet enkel de schuldenaar bevoegd een akkoord aan te bieden, maar (na afloop van de *exclusivity period*) ook een crediteur, aandeelhouder, *trustee* en een schuldeiserscommissie. Laatstgenoemde wordt in deze paragraaf nader besproken.

Tot voor kort was de curator gehouden in iedere *Chapter 11*-procedure een commissie van schuldeisers zonder zekerheidsrechten (*committee of creditors holding unsecured claims*, ook: schuldeiserscommissie) in te stellen.<sup>161</sup> Deze behartigt tijdens het proces de belangen van alle ongesecureerde crediteuren.<sup>162</sup> De schuldeiserscommissie heeft een aantal wettelijke bevoegdheden. Om te beginnen overlegt de crediteurencommissie met de curator of schuldenaar die het akkoord aanbiedt.<sup>163</sup> Ook onderzoekt zij de handelingen en gedragingen, activa en passiva, de financiële toestand van de schuldenaar, de wenselijkheid van het voortzetten van de onderneming, alsmede andere zaken die van belang zijn voor een mogelijk akkoord.<sup>164</sup> Een andere taak van de schuldeiserscommissie is haar deelname aan de totstandkoming van het akkoord en het adviseren van leden van de klasse(n) die zij vertegenwoordigt.<sup>165</sup> Voorts kan de schuldeiserscommissie de aanstelling van een curator of inspecteur (*examiner*) bevelen.<sup>166</sup> Tot slot kan zij overige bevoegdheden uitoefenen in het belang van de schuldeisers.<sup>167</sup>

<sup>159</sup> U.S. Court of Appeals (Eight Circuit) 27 oktober 1981, 662 F.2d 475 (*Information Dialogues Inc.*), U.S. Court of Appeals (Third Circuit) 1 februari 2000, 91 F.3d 553 (*Continental Airlines*) en U.S. Court of Appeals (Fourth Circuit) 2 maart 2002, 283 R.3d 622 (*Mac Panel Co./Virginia Panel Corp.*)

<sup>160</sup> Broude 2020, par. 14.01.

<sup>161</sup> Zipes & Lambert, *American Bankruptcy Law Journal* 2003, p. 231. De wettelijke grondslag is 11 U.S.C. §1102(a)(3).

<sup>162</sup> Klee & Shaffer, *South Carolina Law Review* 1993, p. 997.

<sup>163</sup> 11 U.S.C. §1103(c)(1).

<sup>164</sup> 11 U.S.C. §1103(c)(2).

<sup>165</sup> 11 U.S.C. §1103(c)(3).

<sup>166</sup> 11 U.S.C. §1103(c)(4). De aanstelling van de curator of inspecteur vindt haar grondslag in 11 U.S.C. §1104.

<sup>167</sup> 11 U.S.C. §1103(c)(5).

In de Amerikaanse literatuur is meermaals betoogd dat de noodzaak tot het instellen van een schuldeiserscommissie achterhaald is. Zo stellen Baird en Rasmussen dat herstructurerings in 1978 ten tijde van de codificatie van *Chapter 11* een stuk eenvoudiger waren.<sup>168</sup> Schuldeisers waren een stuk homogener dan nu, waardoor verzameling van schuldeisers meer voor de hand lag. Inmiddels zijn *Chapter 11*-procedures ingewikkelder geworden en lopen de belangen van schuldeisers meer uiteen, waardoor verzameling van schuldeisers in een commissie minder vanzelfsprekend is. Daarnaast zijn lang niet alle schuldeisers geïnteresseerd om deel te nemen in een schuldeiserscommissie waardoor de schuldeisers in de commissie niet meer het belang van de gezamenlijke schuldeisers dienen.<sup>169</sup> Ook is het vanuit kosten oogpunt niet effectief een commissie in te stellen die slechts een deel van de schuldeisers vertegenwoordigt.

In het ABI-rapport van 2014 is voorgesteld om de mogelijkheid tot het instellen van een crediteurencommissie te schrappen voor MKB-ondernemingen, omdat het inefficiënt en kostbaar is voor de schuldenaar.<sup>170</sup> Uit het onderzoek van de ABI-commissie bleek dat de kosten van de schuldeiserscommissie een van de grootste obstakels zijn bij *Chapter 11*-procedures bij MKB-ondernemingen.<sup>171</sup> Ook kwam het geregeld voor bij MKB-ondernemingen dat er geen schuldeiserscommissie kon worden ingesteld, omdat te weinig crediteuren in de commissie wilden plaatsnemen.<sup>172</sup> Uit een onderzoek in 2010 bleek bovendien dat slechts 37% van de onderzochte MKB-ondernemingen een schuldeiserscommissie had ingesteld.<sup>173</sup> Het gebrek aan betrokkenheid van schuldeisers was een van de redenen om in verplichting tot instellen van een schuldeiserscommissie te schrappen bij MKB-ondernemingen.<sup>174</sup>

Met de inwerkingtreding van de SBRA in februari 2020 zijn enkele wetsbepalingen, zoals de verplichting tot het instellen van een crediteurencommissie voor kleine ondernemingen komen te vervallen.<sup>175</sup> De rechter kan beslissen dat in het concrete geval wel een schuldeiserscommissie dient te worden ingesteld.<sup>176</sup>

### 3.3.2 De Absolute Priority Rule naar Amerikaans recht

Zowel in hoofdstuk 2 in het kader van de WHOA als in paragraaf 3.2.4 in het kader van de *Chapter 11*-procedure besprak ik de APR. Dit is onder *Chapter 11* een belangrijk onderdeel van de *fair and equitable test*, een bijzonder homologatiecriterium voor een *non-consensual plan*. In de literatuur wordt de APR vaak afzonderlijk besproken. De APR is ontwikkeld in de rechtspraak en later in de U.S. Bankruptcy Code gecodificeerd.<sup>177</sup> Bovendien is zij blijkens de

<sup>168</sup> Baird & Rasmussen, *Yale Law Journal* 2009, p. 651.

<sup>169</sup> Pierce, *American University Law Review* 2015, p. 114.

<sup>170</sup> Wessels en De Weijts, *Ondernemingsrecht* 2015/37, p. 218.

<sup>171</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 290.

<sup>172</sup> Lawton, *Arizona Law Review* 2012, p. 1006: "The reason for such a low rate of committee formation [in SME cases, JN] is that in most cases an insufficient number of creditors were willing to serve."

<sup>173</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 290.

<sup>174</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 292.

<sup>175</sup> Meyer, *ABI Journal* 2020, p. 48.

<sup>176</sup> 11 U.S.C. §1181(b).

<sup>177</sup> Baird & Jackson, *University of Chicago Law Review* 1988, p. 738. De APR is gecodificeerd in 11 U.S.C. 1129(b).



*Jevic*-uitspraak uit 2017 van het Amerikaanse Hooggerechtshof “*quite appropriately, bankruptcy’s most important and famous rule.*”<sup>178</sup>

### 3.3.2.1 De hoofdregel van de APR naar Amerikaans recht

De APR kent onder de *Bankruptcy Code* specifieke bepalingen voor drie verschillende klassen.<sup>179</sup> Dit zijn de tegenstemmende klasse schuldeisers met zekerheidsrechten, de tegenstemmende klasse schuldeisers zonder zekerheidsrechten en de tegenstemmende aandeelhouders. Volledigheidshalve geef ik alle drie de bepalingen weer.

Met betrekking tot de tegenstemmende klasse gecureerde schuldeisers (*class of secured claims*) bepaalt 11 U.S.C. §1129(b)(2)(A):

*“(i) that the holders of such claims retain the liens securing such claims, whether the property subject to such liens is retained by the debtor or transferred to another entity, to the extent of the allowed amount of such claims; and*

*(ii) that each holder of a claim of such class receive on account of such claim deferred cash payments totaling at least the allowed amount of such claim, of a value, as of the effective date of the plan, of at least the value of such holder’s interest in the estate’s interest in such property.”*

Met betrekking tot de tegenstemmende klasse gecureerde crediteuren (*class of unsecured claims*) bepaalt 11 U.S.C. §1129(b)(2)(B):

*“(i) the plan provides that each holder of a claim of such class receive or retain on account of such claim property of a value, as of the effective date of the plan, equal to the allowed amount of such claim; or*

*(ii) the holder of any claim or interest that is junior to the claims of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior claim or interest any property, except that in a case in which the debtor is an individual, the debtor may retain property included in the estate under section 1115, subject to the requirements of subsection (a)(14) of this section.”*

Met betrekking tot de tegenstemmende klasse aandeelhouders (*class of interest*) bepaalt 11 U.S.C. §1129(b)(2)(C):

*“(i) the plan provides that each holder of an interest of such class receive or retain on account of such interest property of a value, as of the effective date of the plan, equal to the greatest of the allowed amount of any fixed liquidation preference to which such holder is entitled, any fixed redemption price to which such holder is entitled, or the value of such interest; or*

*(ii) the holder of any interest that is junior to the interests of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior interest any property.”*

De APR houdt in dat een rechter een akkoord slechts aan een tegenstemmende klasse kan opleggen, indien deze klasse volledig wordt voldaan of indien deze klasse de laagst gerangschikte klasse is en er dus geen waarde van deze klasse aan een lagere klasse toekomt. Hierdoor kunnen gecureerde crediteuren niet worden gedwongen afstand te doen van een deel van hun vordering als schuldeisers zonder zekerheidsrechten of aandeelhouders wel worden voldaan. Dit dient als waarborg voor de bescherming van schuldeisers.

<sup>178</sup> U.S. Supreme Court 22 maart 2017, U.S. 137 S.Ct. 973 (*Czyzewski/Jevic Holding Corp.*), *supra* note 12, 1243, 1236.

<sup>179</sup> Grohsgal, *William and Mary Business Law Review* 2018, p. 489.

### 3.3.2.2 Uitzonderingen op de APR naar Amerikaans recht

Blijkens het ABI-rapport uit 2014 wordt de APR soms beschouwd als een belemmering voor herstructurerings.<sup>180</sup> In sommige gevallen zal van een strikte toepassing van de wettelijke rangorde moeten worden afgeweken om een zo hoog mogelijke reorganisatiewaarde (*going concern value*) te realiseren.<sup>181</sup> Schuldeisers zullen dan van (een deel van) hun vordering moeten afzien ten faveure van aandeelhouders, die essentieel zijn voor de onderneming. Daarom zijn er naar Amerikaans recht twee uitzonderingen mogelijk op de APR. Een derde uitzondering, *gifting*, wordt in de literatuur vaak genoemd als toelaatbare uitzondering, maar is controversieel.

De eerste uitzondering geldt voor de in paragraaf 3.2.1 genoemde *small business cases*. Met de inwerkingtreding van de SBRA in februari 2020 is de APR voor kleine ondernemingen komen te vervallen.<sup>182</sup> Het idee achter deze uitzondering is dat de aandeelhouder essentieel is voor de reorganisatie en dat zijn medewerking bij een herstructurering derhalve wenselijk is.<sup>183</sup> Als evident voorbeeld hiervan noemen Spierings en Kolthof in de (Nederlandse) literatuur een aandeelhouder die tevens bestuurder van de onderneming is.<sup>184</sup> Zeker bij kleinere familiebedrijven kan bepaalde kennis aanwezig zijn, bijvoorbeeld bij een directeur-groootaandeelhouder (DGA). Zijn kennis kan noodzakelijk zijn voor de continuïteit van de onderneming. Dankzij de uitzondering op de APR kan deze aandeelhouder eerder zijn belang behouden bij een herstructurering onder *Chapter 11*, en zal deze dus eerder bereid zijn mee te werken.

De tweede uitzondering op de APR die in de literatuur wordt genoemd is de *new value exception*. Onder deze uitzondering kan een aandeelhouder een deel van zijn belang houden, zelfs wanneer niet alle klassen schuldeisers hiermee instemmen.<sup>185</sup> Vereist is in dan geval dat de aandeelhouder nieuw kapitaal verschaft. De *new value exception* is ontstaan in een oude uitspraak van het Amerikaanse Hooggerechtshof in de *Kansas City Terminal Railway*-zaak in 1926.<sup>186</sup> Dertien jaar later erkende het Hooggerechtshof de *new value exception* voor het eerst expliciet in de *Los Angeles Lumber Products*-zaak.<sup>187</sup>

Meer recentelijk is in een aantal zaken de vraag voorgelegd of de *new value exception* is toegestaan. Het Hooggerechtshof erkende in de *North LaSalle*-zaak in 1999 dat de *new value exception* mogelijk kan worden toegepast, maar gaf geen duidelijk kader.<sup>188</sup> In het ABI-rapport

<sup>180</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 239.

<sup>181</sup> Beni Driss, *FIP* 2019/87, p. 47.

<sup>182</sup> Meyer, *ABI Journal* 2020, p. 48. De met de SBRA in werking getreden schakelbepaling 11 U.S.C. §1181(a) bepaalt dat 11 U.S.C. §1129(b) niet op kleine ondernemingen van toepassing is.

<sup>183</sup> Bartstra, De Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 98.

<sup>184</sup> Spierings & Kolthof, *TvI* 2017/40, par. 3.2.

<sup>185</sup> Neville, *Missouri Law Review* 1995, p. 465.

<sup>186</sup> U.S. Supreme Court 1 juni 1926, 271 U.S. 445 (*Kansas City Terminal Railway/Central Union Trust Co.*).

<sup>187</sup> U.S. Supreme Court 6 november 1939, 308 U.S. 106 (*Case/Los Angeles Lumber Products Co. Ltd.*).

<sup>188</sup> U.S. Supreme Court 3 mei 1999, U.S. 526 S.Ct. 434 (*Bank of America National Trust and Savings Association/203 North LaSalle Street Partnership*).

uit 2014 is voorgesteld de *new value exception* te codificeren.<sup>189</sup> Codificatie van de *new value exception* is naar mijn mening wenselijk voor de rechtszekerheid.

Mennens meent dat strikt genomen geen sprake is van een uitzondering op de APR.<sup>190</sup> Onder de *new value exception* krijgt de aandeelhouder geen deel van de reorganisatiewaarde ten koste van een andere klasse, maar krijgt hij aandelen in ruil voor nieuw kapitaal. Ik ben het met Mennens eens dat de *new value exception* strikt genomen geen uitzondering op de APR is. Desalniettemin bestaat in de Amerikaanse literatuur en rechtspraak veel discussie over de vraag of dit toelaatbaar is. Daarom kijk ik in hoofdstuk 4 in het kader van de rechtsvergelijking naar de wenselijkheid om toe te staan dat gedurende een WHOA-procedure nieuw kapitaal wordt verschaft in ruil voor aandelen in de vennootschap.

De derde uitzondering op de APR, die eveneens voer voor discussie is, is *gifting*. Er is sprake van *gifting* als een hoger gerangschikte klasse een deel van de waarde ‘schenkt’ aan een lager gerangschikte klasse. Een geseceerde schuldeiser kan een deel van de waarde – bijvoorbeeld in de vorm van aandelen – die hij onder het akkoord zou ontvangen, schenken aan een aandeelhouder.<sup>191</sup> Schuldeisers in eventuele tussenliggende klassen, wier vorderingen niet volledig worden voldaan, worden overgeslagen (er is sprake van *class skipping*). Daarbij dient te worden aangetekend dat *class skipping* strikt genomen niet hetzelfde is als *gifting*. Bij *class skipping* wordt een klasse volledig of gedeeltelijk overgeslagen, terwijl bij *gifting* enkel overheveling van de ene naar de andere klasse plaatsvindt. Het belang van een crediteuren met zekerheidsrechten, vaak de bank, om aan *gifting* te doen is dat hij gebaat kan zijn bij de aanwezigheid van een bepaalde aandeelhouder.<sup>192</sup> Ook kunnen de bank en de aandeelhouder gezamenlijk een akkoord opstellen dat hun belangen dient ten koste van de tussenliggende klasse.

In de literatuur bestaat onenigheid over de vraag of *gifting* is toegestaan. Indien de klassen die worden overgeslagen ook zonder *gifting* niets zouden krijgen, is weliswaar strijd met de APR, maar is er geen benadeelde klasse die zich hierop kan beroepen. Dit is het geval als de waardering van de onderneming dusdanig laag is, dat de geseceerde schuldeisers met volledig worden voldaan. Hier ligt een probleem op de loer. Er kan immers een prikkel bestaan voor de geseceerde schuldeisers en de aandeelhouder om in te zetten op een lage waardering waardoor leden van de tussenliggende klasse niets ontvangen. Aangezien zowel de geseceerde crediteuren als de aandeelhouders baat hebben bij een lage waardering van de onderneming zouden zij kunnen samenspannen. Dit is enkel anders indien aandeelhouders nieuw kapitaal verschaffen. In dat geval hebben zij baat bij een *hoge* waardering. Ook kunnen geseceerde schuldeisers en aandeelhouders misbruik maken van de sterke informatiepositie die zij hebben ten opzichte van bijvoorbeeld concurrente crediteuren. Dit hangt nauw samen met samenspanning. Baird, Casey en Picker noemen in de literatuur een situatie waarin een aandeelhouder tevens bestuurder is en bewust informatie achterhoudt die tot een hoge

<sup>189</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 224.

<sup>190</sup> Mennens 2020, p. 738.

<sup>191</sup> Timm, *University of Illinois Law Review* 2013, p. 1653-1654.

<sup>192</sup> Beni Driss, *FIP* 2019/87, p. 42.

waardering van de onderneming zou leiden.<sup>193</sup> Dit is problematisch wanneer bepaalde klassen schuldeisers worden benadeeld omdat hen door deze waardering minder waarde toekomt.

Als tweede mogelijk waarderingsprobleem dat kan voortvloeien uit de informatieasymmetrie tussen de verschillende klassen benoemen Bartstra c.s. dat ook de vordering van schuldeisers met zekerheidsrechten kunstmatig hoog kan zijn.<sup>194</sup> Ik vermoed dat zij hiermee (met name) doelen op de waardering van het onderpand van de vordering. Een hogere waardering van deze goederen zorgt er immers voor dat deze schuldeisers een hogere uitkering ontvangen indien zij het onderpand te gelde maken. Zij zullen in dat geval inzetten op een hoge waardering van hun eigen vordering om een zo groot mogelijk deel van de reorganisatiewaarde aan hen te doen toekomen. Mede om dergelijk misbruik te voorkomen, wordt in het ABI-rapport aanbevolen een expliciet verbod op *gifting* in de Bankruptcy Code op te nemen.<sup>195</sup> Deze discussie wordt verder uitgewerkt in hoofdstuk 4.

### 3.4 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is de Amerikaanse *Chapter 11*-akkoordprocedure besproken. Onder deze procedure kan de schuldenaar, alsmede een curator, schuldeiser, aandeelhouder of schuldeiserscommissie een procedure starten. De *Chapter 11*-procedure bestaat al meer dan een eeuw en is aan herziening toe. In dat kader is in 2014 een report van de American Bankruptcy Institute uitgebracht. Dit heeft geleid tot de totstandkoming van de Small Business Reorganization Act die in februari 2020 in werking is getreden.

In het kader van de inspraak van crediteuren is de schuldeiserscommissie van belang. Deze behartigt de belangen van schuldeisers zonder zekerheidsrechten. De schuldeiserscommissie kan geen akkoordprocedure openen. Wel kan zij een akkoord aanbieden, dat concurreert met een eerder aangeboden akkoord.

Voor de bescherming van crediteuren speelt de Absolute Priority Rule een grote rol. Dit is een van de basisprincipes van de *Chapter 11*-procedure en regelt de bescherming van schuldeisers ten opzichte van klassen met een lagere rang in faillissement. Recentelijk is discussie ontstaan over uitzonderingen op de APR. Met de SBRA is een uitzondering in het leven geroepen voor kleine ondernemingen. Daarnaast is in de rechtspraak de *new value exception* ontwikkeld voor schuldeisers die nieuw kapitaal verschaffen. Een derde uitzondering op de APR die wordt genoemd in de literatuur is *gifting*. In dat geval 'schenkt' een crediteur met een hoge rang een deel van zijn waarde aan een crediteur met een lagere of een aandeelhouder. Op grond van de Amerikaanse wet en rechtspraak is onduidelijk of deze uitzondering is toegestaan.

<sup>193</sup> Baird, Casey & Picker, *University of Pennsylvania Law Review* 2018, p. 1701.

<sup>194</sup> Zie voetnoot 32 van de bijdrage van Bartstra, De Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 99.

<sup>195</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 239-240.

## 4 Rechtsvergelijking

### 4.1 Belangrijkste verschillen tussen de WHOA en de Chapter 11-procedure

In dit hoofdstuk wordt een vergelijking gemaakt tussen de WHOA en de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure (par. 4.1). Hiermee bouw ik voort op hetgeen ik in hoofdstuk 2 en 3 besprak. Naar aanleiding van de rechtsvergelijking kom ik tot aanbevelingen voor de Nederlandse wetgever (par. 4.2). Dit hoofdstuk eindigt met een deelconclusie (par. 4.3).

Bij de rechtsvergelijking zullen wederom twee subonderwerpen centraal staan. Dit zijn de zeggenschap van schuldeisers (par. 4.1.1) en de bescherming van schuldeisers op basis van de Absolute Priority Rule en de recentelijk aangenomen 20%-regeling voor concurrente schuldeisers die een MKB-onderneming drijven (par. 4.1.2).

#### 4.1.1 Inspraak van schuldeisers

In deze paragraaf wordt de inspraak van schuldeisers onder de WHOA vergeleken met de inspraak van crediteuren onder *Chapter 11*. Achtereenvolgens worden besproken de mogelijkheid voor schuldeisers om een akkoordprocedure tot stand te brengen (par. 4.1.1.1) en de mogelijkheid om een schuldeiserscommissie in te stellen (par. 4.1.1.2).

##### 4.1.1.1 De mogelijkheid voor schuldeisers om een akkoordprocedure tot stand te brengen

In paragraaf 2.3.1 besprak ik dat crediteuren onder de WHOA niet direct een akkoord tot stand kunnen brengen. Wel kunnen zij de rechtbank verzoeken een herstructureringsdeskundige aan te stellen. Deze bereidt dan een akkoord voor. Naar Amerikaans recht hebben schuldeisers, zoals besproken in paragraaf 3.2.1, de mogelijkheid om een akkoord tot stand te brengen. Wanneer de schuldenaar reeds een akkoordprocedure heeft geïnitieerd, is sprake van een concurrerend akkoord van de crediteuren. Onder *Chapter 11* kan aldus over meerdere akkoorden worden gestemd. Uiteindelijk kan de Amerikaanse rechter slechts één akkoord homologeren.<sup>196</sup>

Interessant is de vraag of onder de WHOA over meerdere akkoorden kan worden gestemd. Ik bespreek deze kwestie en onderscheid daarbij twee verschillende situaties. Allereerst bestaat de situatie waarin een herstructureringsdeskundige is aangesteld en de schuldenaar zelfstandig een concurrerend akkoord wil aanbieden. Daarnaast kan zich de situatie voordoen waarin de schuldenaar een akkoord aanbiedt en schuldeisers (middels de aanstelling van een herstructureringsdeskundige) een concurrerend akkoord willen aanbieden.

Wat betreft de eerste situatie zegt art. 371 lid 1, in fine, het volgende:

*“Wordt het verzoek [tot aanstelling van de herstructureringsdeskundige, JN] toegewezen, dan kan de schuldenaar zolang de aanwijzing van de herstructureringsdeskundige duurt geen akkoord aanbieden op basis van artikel 370, eerste lid. Wel kan hij een akkoord aan de herstructureringsdeskundige overhandigen met het verzoek dit aan de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders voor te leggen [onderstreping, JN].”*

<sup>196</sup> 11 U.S.C. §1129(c).

Uit de eerste zin volgt dat de schuldenaar niet zelfstandig een akkoord kan aanbieden, zolang een herstructureringsdeskundige is aangesteld. In de memorie van toelichting wordt bovendien expliciet benoemd dat de aanstelling van een herstructureringsdeskundige de gelijktijdige aanbieding van een akkoord door de schuldenaar uitsluit.<sup>197</sup> Bovendien kunnen er niet gelijktijdig meerdere parallelle akkoordtrajecten aanhangig zijn.

De laatste volzin van art. 371 lid 1 is later toegevoegd aan het wetsvoorstel dat in juli 2019 werd aangeboden aan de Tweede Kamer. Hierover staat derhalve niets in de memorie van toelichting. Mijns inziens zijn twee interpretaties mogelijk. De eerste lezing is dat de schuldenaar een concurrerend akkoord aan kan bieden. Een iets andere interpretatie leidt echter tot de conclusie dat de herstructureringsdeskundige ervoor kiest om slechts één van de twee akkoorden voor te leggen en dat het niet mogelijk is om over meerdere akkoorden te stemmen. Deze tweede lezing sluit beter aan op de memorie van toelichting waarin is bepaald dat er slechts één akkoordtrajecten aanhangig kan zijn. Desalniettemin ben ik van mening dat met deze later toegevoegde volzin enige onduidelijk is ontstaan. Nadere toelichting van de wetgever met betrekking tot de vraag of de herstructureringsdeskundige meerdere akkoorden ter stemming kan aanbieden is naar mijn mening wenselijk.

Voorts bespreek ik de tweede situatie. Wanneer de schuldenaar reeds een akkoordprocedure heeft geïnitieerd kan de vraag ontstaan of schuldeisers middels de aanstelling van een herstructureringsdeskundige (eveneens) een akkoordprocedure kunnen initiëren. Deze vraag kan positief worden beantwoord. Uit de memorie van toelichting blijkt namelijk dat schuldeisers de rechter kunnen verzoeken een herstructureringsdeskundige aan te stellen wanneer de schuldenaar een akkoord voorbereidt.<sup>198</sup> Deze neemt ingevolge art. 380 lid 2 de akkoordaanbieding over van de schuldenaar.<sup>199</sup> Dit sluit aan bij de genoemde sectie uit de memorie van toelichting dat slechts één akkoordtraject aanhangig kan zijn.

#### *4.1.1.2 De (on)mogelijkheid om een schuldeiserscommissie in te stellen*

In paragraaf 3.3.1 besprak ik de verplichting onder *Chapter 11* om een schuldeisercommissie in te stellen. Deze crediteurencommissie heeft een aantal wettelijke bevoegdheden. Dit zijn onder meer het overleg met de curator of schuldenaar die het akkoord aanbiedt, het doen van onderzoek naar de financiële toestand van de schuldenaar en het adviseren van de concurrente schuldeisers.

De WHOA biedt – in tegenstelling tot de faillissementsprocedure<sup>200</sup> – geen mogelijkheid tot het instellen van een schuldeiserscommissie. Daarbij dient te worden vermeld dat deze mogelijkheid in faillissementsprocedures nauwelijks wordt gebruikt.<sup>201</sup> Een dergelijke commissie kan bij een faillissementsprocedure worden ingesteld om de belangen van crediteuren te dienen.<sup>202</sup> In de parlementaire stukken over de totstandkoming van de WCO II,

<sup>197</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 39.

<sup>198</sup> *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 19.

<sup>199</sup> Art. 380 lid 2 Fw (nieuw).

<sup>200</sup> Art. 75 Fw.

<sup>201</sup> Wessels, *TvCu* 2019/4, p. 119.

<sup>202</sup> Pannevis & Polak 2017, par. 7.4.1.

het Voorontwerp en de WHOA wordt een schuldeiserscommissie in zijn geheel niet genoemd. Wel heeft de wetgever de in paragraaf 2.3.1 genoemde wijzigingen doorgevoerd. Klaarblijkelijk heeft de wetgever het niet nodig geacht de mogelijkheid te bieden een schuldeiserscommissie in het leven te roepen.

Zoals ik in paragraaf 3.3.1 besprak, worden in de Amerikaanse literatuur steeds meer vraagtekens gesteld bij de noodzaak om een schuldeisercommissie in te stellen. Zo zijn schuldeisercommissies vooral nuttig voor homogene schuldeisers, terwijl hier nauwelijks meer sprake van is. Ook is het vanuit kosten oogpunt minder effectief een commissie in te stellen wanneer deze slechts een klein deel van de schuldeisers vertegenwoordigt. Ter nuancering van de noodzaak tot instellen van een crediteurencommissie onder de WHOA noem ik tevens dat deze naar Amerikaans recht reeds is afgeschaft voor MKB-ondernemingen.<sup>203</sup>

Aangezien het in de Amerikaanse praktijk nauwelijks wenselijk of rendabel is een dergelijke commissie in te stellen, kan men zich afvragen in hoeverre dat in de Nederlandse situatie het geval zal zijn. Onder de WHOA is een belangrijke rol weggelegd voor de herstructureringsdeskundige die mede de belangen van (concurrente) schuldeisers behartigt. Gezien zijn bevoegdheden, die ik besprak in paragraaf 2.3.1, kan hij mijns inziens toezien dat het akkoord recht doet aan de belangen van concurrente schuldeisers. Ik acht een schuldeiserscommissie onder de WHOA dan ook niet nodig.

#### **4.1.2 Bescherming van schuldeisers**

In deze paragraaf wordt de bescherming van schuldeisers onder de WHOA vergeleken met de bescherming van crediteuren onder *Chapter 11*. Daarbij wordt eerst gekeken naar de bescherming van schuldeisers middels de Absolute Priority Rule (par. 4.1.2.2) en vervolgens naar de 20%-regeling (par. 4.1.2.2).

##### *4.1.2.1 De Absolute Priority Rule*

In paragraaf 2.3.2 is de APR onder de WHOA besproken. De APR naar Amerikaans recht is aan bod gekomen in paragraaf 3.3.2. De WHOA-APR bepaalt dat niet van de wettelijke rangorde mag worden afgeweken ten nadele van een klasse die niet heeft ingestemd. Dit is slechts anders indien (i) voor de afwijking een redelijke grond bestaat en (ii) leden van de tegenstemmende klasse niet in hun belang worden geschaad.<sup>204</sup> Onder de *Chapter 11*-APR mag een akkoord slechts aan een tegenstemmende klasse worden opgelegd, indien deze klasse volledig wordt voldaan of indien dit de laagst gerangschikte klasse is. In dat geval komt er dus geen waarde van deze klasse aan een lagere klasse toe. Uitzonderingen naar Amerikaans recht zijn de *small business cases exception*, de *new value exception* – die strikt genomen geen uitzondering is<sup>205</sup> – en (mogelijk) *gifting*.

<sup>203</sup> Paragraaf 3.3.1.

<sup>204</sup> Art. 384 lid 4, onder b, in fine, Fw (nieuw).

<sup>205</sup> Zie hiervoor paragraaf 3.3.2.2.

Wat direct opvalt bij het vergelijken van de beide stelsels, is dat de uitzonderingsmogelijkheden, die onder Amerikaans recht ruim een eeuw lang zijn uitgekristalliseerd, onder de WHOA nauwelijks worden toegelicht.

Mennens bespreekt de redelijke grondexceptie voor zowel gevallen waarin van de horizontale rangorde wordt afgeweken als voor gevallen waarin de verticale rangorde niet wordt gewaarborgd.<sup>206</sup> Van de horizontale rangorde wordt afgeweken als klassen van dezelfde rang verschillend worden behandeld. De verticale rangorde wordt niet gewaarborgd indien waarde die aan een tegenstemmende klasse behoort toe te komen, aan een lagere klasse is toebedeeld. De WHOA biedt mogelijkheid tot afwijzing wanneer de horizontale of de verticale rangorde niet in acht wordt genomen.<sup>207</sup> Onder *Chapter 11* beoogt de APR enkel te beschermen tegen afwijking van de verticale rangorde.<sup>208</sup> Om die reden beperk ik mij tot de verticale rangorde.

In de literatuur worden drie redelijke gronden genoemd die kunnen rechtvaardigen dat van de (verticale) wettelijke rangorde wordt afgeweken.<sup>209</sup> Dit zijn cruciale aandeelhouders, *new value* en *gifting*. In het kader van de *Chapter 11*-procedure besprak ik deze gronden reeds in paragraaf 3.3.2.2. In het vervolg van deze paragraaf bespreek ik in hoeverre het wenselijk is dat deze drie uitzonderingen als redelijke grond kunnen worden ingeroepen onder de WHOA.

Om te beginnen meent Moulen Janssen dat cruciale aandeelhouders, zoals een DGA, vanwege hun ervaring, reputatie of zakelijke contacten noodzakelijk zijn voor een herstructurering.<sup>210</sup> Dergelijke aandeelhouders beschikken over veel informatie. Zij zullen niet meewerken aan een akkoord wanneer zij geen waarde krijgen of een sterke verwatering van hun belang plaatsvindt. Afwijking van de rangorde ten gunste van dergelijke cruciale aandeelhouders kan ervoor zorgen dat eerder een akkoord tot stand wordt gebracht. Moulen Janssen pleit er derhalve voor dat ten aanzien van deze cruciale aandeelhouders van de APR kan worden afgeweken.

Bartstra c.s. zijn kritisch over deze uitzonderingsmogelijkheid. Zij stellen dat Moulen Janssen haar voorstel niet beperkt tot kleine vennootschappen, terwijl een dergelijke beperking wel wenselijk is.<sup>211</sup> Zij vrezen dat een eventuele uitzondering voor cruciale aandeelhouders in de praktijk te ruim zal kunnen worden gehanteerd. In dit kader wil ik graag wijzen op de onlangs inwerking getreden uitzondering voor *small business cases* in de *Chapter 11*-procedure.<sup>212</sup> Ook de Nederlandse wetgever kan een dergelijke exceptie in het leven roepen, en daarmee tegemoetkomen aan de kritiek van Bartstra c.s. dat een uitzondering voor cruciale aandeelhouders te ruim kan worden toegepast. Ik deel namelijk hun mening dat een dergelijke uitzondering enkel in het MKB moeten kunnen worden toegepast.

Evenwel kan worden betoogd dat de uitzondering voor cruciale aandeelhouders niet moet worden beperkt tot kleine en middelgrote ondernemingen. In dit kader kan men refereren aan de recente problematiek rondom HEMA, waar (voormalig) eigenaar Marcel Boekhoorn nauw

<sup>206</sup> Mennens 2020, p. 734.

<sup>207</sup> Mennens 2020, p. 734.

<sup>208</sup> Markel, *American Bankruptcy Law Journal* 1998, p. 247 en Baird 2014, p. 261.

<sup>209</sup> Mennens 2020, par. 9.6.5.1 en 9.6.5.2, Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 837-838 en Bartstra, De Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15.

<sup>210</sup> Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 837-838.

<sup>211</sup> Bartstra, De Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 102.

<sup>212</sup> Zie paragraaf 3.3.2.2.



betrokken is althans was bij de onderneming.<sup>213</sup> Indien zijn betrokkenheid cruciaal zou zijn voor de continuïteit van de onderneming, dan is een herstructureringsakkoord, waarbij hij *out of the money* komt te zijn, onwenselijk. Er is naar mijn mening vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief veel voor te zeggen om de cruciale aandeelhoudersexceptie in dit geval niet op te laten gaan. Grote ondernemingen zoals HEMA hebben namelijk een veel complexere governance-structuur dan MKB-ondernemingen, waardoor een aandeelhouder in de regel minder zeggenschap toekomt. In recente rechtspraak gewezen in het kader van grote (beurs)vennootschappen hebben de Hoge Raad en de Ondernemingskamer steevast geoordeeld dat het bestuur veel beleidsvrijheid toekomt en niet hoeft te dansen naar de pijpen van haar aandeelhouders.<sup>214</sup> Daarbij dient te worden vermeld dat een DGA-constructie bij grote (beurs)vennootschappen allerm minst gebruikelijk is. Ook hebben (grote) structuurvennootschappen standaard een raad van commissarissen. Dit pleit in mijn ogen voor een beperking van de uitzondering voor cruciale aandeelhouders tot relatief kleine ondernemingen. Over de exacte omvang daarvan kom ik in de volgende paragraaf te spreken.

Voorts stellen Bartstra c.s. dat de cruciale aandeelhoudersexceptie de rol van de APR miskent.<sup>215</sup> De bedoeling van de APR is immers dat niet tegen de wil van schuldeisers van de wettelijke rangorde kan worden afgeweken. Hiermee gaan Bartstra c.s. mijns inziens voorbij aan het feit dat een cruciale aandeelhouder een hogere reorganisatiewaarde kan realiseren. Een DGA die met zijn kennis extra waarde meebrengt voor de onderneming, moet ook onder een dwangakkoord zijn aandelen kunnen behouden. Moulen Janssen geeft mijns inziens terecht aan dat crediteuren niet in hun belang worden geschaad wanneer de aandeelhouder in afwijking van de wettelijke rangorde enkel de door hem gerealiseerde reorganisatiewaarde toekomt.<sup>216</sup> De aandeelhouder krijgt immers enkel een dusdanig gedeelte van de reorganisatiewaarde waardoor schuldeisers niet benadeeld worden. Althans, schuldeisers worden niet benadeeld, omdat de reorganisatiewaarde lager zou zijn indien de wettelijke rangorde wordt gevolgd. Het is niettemin lastig om vast te stellen wat de precieze waarde is die een cruciale aandeelhouder in de reorganisatie tot stand brengt.

Ik wil betogen dat de enkele aanwezigheid van deze reorganisatiewaarde voldoende is voor het aannemen van een redelijke grond als afwijkingsmogelijkheid van de rangorde en daarmee van de APR. Hiermee kan een eerste invulling worden gegeven aan de redelijke grondexceptie in het geval een bepaalde aandeelhouder cruciaal is voor het voortbestaan van een onderneming. Dit werk ik – als gezegd – nader uit in paragraaf 4.2.

De tweede uitzondering die (onder meer) Moulen Janssen bepleit is de *new value exception*.<sup>217</sup> Deze uitzondering kwam eveneens aan bod in paragraaf 3.3.2.2 en maakt het mogelijk voor een bestaande aandeelhouder om nieuw kapitaal in te brengen. Bij veel herstructureringen is

<sup>213</sup> Braaksma & Den Brinker, *FD* 28 mei 2020.

<sup>214</sup> HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer (*ABN AMRO*), r.o. 4.3; HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde (*ASMI*), r.o. 4.4.1; HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*), r.o. 4.2.1; Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, *JOR* 2017/261 (*AkzoNobel*), r.o. 3.9; HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *NJ* 2018/331 (*Boskalis/Fugro*), r.o. 3.3.6.

<sup>215</sup> Bartstra, De Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 102.

<sup>216</sup> Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 837-838.

<sup>217</sup> Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 837.

immers behoefte aan aanvullende financiering. Het idee achter de *new value exception* is dat de bestaande aandeelhouder opnieuw zijn aandelenbelang koopt door deze nieuwe financiering en derhalve zijn aandelenbelang (deels) behoudt. Volgens Moulen Janssen worden de belangen van klassen die niet met het akkoord instemmen, niet geschaad. Zij krijgen immers het gedeelte waar zij recht op zouden hebben, wanneer niet van de rangorde was afgeweken.<sup>218</sup> In het Voorontwerp was deze uitzondering expliciet opgenomen, maar deze is komen te vervallen.<sup>219</sup> In de memorie van toelichting wordt de *new value exception* in zijn geheel niet genoemd, waardoor onduidelijk is welk standpunt de wetgever heeft ingenomen ten aanzien van deze uitzonderingsmogelijkheid.

Mennens meent dat geen sprake is van een uitzondering op de APR.<sup>220</sup> Indien aandeelhouders nieuw kapitaal verschaffen, verkrijgen zij immers nieuwe rechten die in het geheel los staan van de oude rechten die zij hadden. Daarom dient de afwijzingsgrond van de redelijke grond niet op deze situatie van toepassing te zijn. Mennens pleit er evenwel voor om kritisch te kijken of er aanvullende eisen moeten worden gesteld aan partijen die een belang in een reorganiserende vennootschap verkrijgen.

Hoewel ik het met Mennens eens ben dat strikt genomen geen sprake is van een uitzondering, is bespreking hiervan relevant. Ik denk dat de wetgever er goed aan doet de *new value*-uitzondering te codificeren. Hoewel de *new value exception* in de Verenigde Staten nog niet is gecodificeerd, is hier wel veelvuldig voor gepleit.<sup>221</sup> Voorts kan codificatie mijns inziens de kans vergroten dat zittende aandeelhouders nieuwe financiering zullen verstrekken in ruil voor behoud van hun kapitaal, dat zij dreigen te verliezen indien de onderneming failliet gaat.

De derde uitzonderingsmogelijkheid is *gifting*. Een hoger gerangschikte klasse kan een deel van de waarde ‘schenken’ aan een lager gerangschikte klasse. Mogelijk worden daarbij leden van een tussenliggende klasse overgeslagen (*class skipping*). Volgens Moulen Janssen worden leden van de overgeslagen klasse(n) niet benadeeld zolang zij onder *gifting* evenveel ontvangen als zonder de schenking. Bartstra c.s. merken hierover op dat steeds zal moeten worden getoetst of de tussenliggende klasse niet in haar belang wordt geschaad.<sup>222</sup> Zij wijzen in dit geval op twee problemen, die in het kader van de *Chapter 11*-procedure reeds aan bod kwamen in paragraaf 3.3.2. Dit zijn het risico van samenspanning en het gevaar dat cruciale informatie wordt achtergehouden om de tussenliggende klasse schuldeisers te benadelen. Deze problemen hangen in mijn ogen sterk samen en kunnen lastig los van elkaar worden beschouwd. Vaak zal immers sprake zijn van samenspanning met als doel om cruciale informatie achter te houden.

Mennens meent dat de redelijke grondexceptie niet steeds relevant is in het kader van *gifting*.<sup>223</sup> Indien de tussenliggende klasse aanspraak kan maken op haar relatieve deel van de reorganisatiewaarde – en dus geen sprake is van *class skipping* – hoeft ingevolge art. 384 lid

<sup>218</sup> Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 837.

<sup>219</sup> Art. 381 lid 4, onder a, in fine, Voorontwerp noemde als afwijkingmogelijkheid de situatie waarin “*de verkrijging van deze rechten een marktconforme tegenprestatie vormt voor de verschaffing van een krediet in de vorm van een geldlening of van nieuw kapitaal door de laatst genoemde schuldeisers of aandeelhouders.*”

<sup>220</sup> Mennens 2020, p. 738.

<sup>221</sup> ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 224.

<sup>222</sup> Bartstra, De Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 103.

<sup>223</sup> Mennens 2020, p. 736.

4, onder b, immers niet te worden getoetst aan de redelijke grond. Dit is anders onder *Chapter 11*. Akkoorden waarin *gifting* plaatsvindt, kunnen op grond van 11 U.S.C. §1129(b) niet worden gehomologeerd omdat de tussenliggende klasse niet volledig is voldaan. Onder de WHOA voldoet de verdeling van de reorganisatiewaarde in die situatie aan het eerlijkhedenvereiste,<sup>224</sup> waardoor is voldaan aan de bijzondere afwijzingsgrond van art. 384 lid 4, onder b. Hiermee speelt de problematiek van *gifting* onder de WHOA in minder gevallen dan in de Verenigde Staten.<sup>225</sup>

Dit laat mijns inziens onverlet de discussie omtrent de vraag of *gifting* wenselijk is in gevallen waarin wel sprake is van *class skipping* en dus benadeling van de tussenliggende klasse. Men kan zich afvragen in hoeverre dat nodig is. Tollenaar stelt dat mogelijke problemen met betrekking tot oneigenlijke aandeelhoudersbeïnvloeding, die in de context van *gifting* kunnen ontstaan, onder de WHOA een minder grote bedreiging vormen dan onder *Chapter 11*. Tollenaar stelt hiertoe dat de herstructureringsdeskundige een belangrijke rol kan spelen bij het dienen van de belangen van de tussenliggende klassen in de *gifting*-context.<sup>226</sup> Iedere schuldeiser heeft immers het recht om tot benoeming van een herstructureringsdeskundige te verzoeken. Deze heeft toegang tot alle informatie en kan bovendien het management ondervragen. De wetgever heeft een aantal informatie-voorzieningen jegens de herstructureringsdeskundige opgenomen. Zonder pretentie van volledigheid verwijs ik naar de leden 7 en 8 van art. 371. De herstructureringsdeskundige kan er aldus op toezien dat bij eventuele waarderingsvraagstukken geen sprake is van het nastreven van eigen belang en het onafhankelijk opereren van aandeelhouders. Indien een herstructureringsdeskundige kritisch en gedegen toezicht houdt op dergelijke waarderings-vraagstukken, zullen de genoemde problemen met betrekking tot *gifting* mogelijk een minder prominente rol spelen.

In mijn ogen dient de wetgever *gifting* te verbieden in gevallen waarin wél sprake is van *class skipping* en dus (mogelijk) benadeling van tussengelegen klassen. In paragraaf 3.3.2.2 benoemde ik in het kader van de *Chapter 11*-procedure de kritiek op *gifting* en dan met name het risico van samenspanning. Aangezien het lastig is samenspanning aan te tonen – zeker voor de mogelijk benadeelde tussenliggende klasse, die niet over alle relevante informatie beschikt – denk ik dat de wetgever er goed aan doet om *gifting* in combinatie met *class skipping* te verbieden. Hoewel de herstructurerings-deskundige, die in dit kader de belangen van (concurrente) schuldeisers kan dienen, een sterkere informatiepositie heeft dan deze crediteuren, zijn hiermee niet alle bewijsproblemen verholpen. Om te beginnen is het voor de schuldeisers niet zichtbaar dat sprake is van samenspanning, waardoor zij ook niet zullen verzoeken om een herstructureringsdeskundige. Voorts denk ik dat het ook voor de herstructureringsdeskundige lastig is om samenspanning aan te tonen. Ik wil in dit geval bijvoorbeeld wijzen op het leerstuk van de failissementspauliana ex art. 47 Fw waarin het eveneens erg lastig is om samenspanning aan te tonen. De wetgever kan deze problematiek vermijden door een verbod op *gifting* op te nemen in de gevallen waarin tussenliggende klassen worden overgeslagen.

<sup>224</sup> Zie paragraaf 2.2.4.

<sup>225</sup> Mennens 2020, p. 737.

<sup>226</sup> Tollenaar, *TvI* 2020/23, par. 4.3.

#### 4.1.2.2 De 20%-regeling voor concurrente schuldeisers

Belangrijk is een amendement dat op het laatste moment is ingediend door de Kamerleden Van der Graaf, Van Nispen en Nijboer.<sup>227</sup> Dit amendement regelt met een *hard and fast rule* dat MKB-schuldeisers die leverancier zijn onder het akkoord, in beginsel ten minste 20% van hun vordering betaald moeten krijgen. Afwijken hiervan is mogelijk, maar daarvoor is een verklaring van de schuldenaar nodig dat een *zwaarwegende* grond bestaat voor de afwijking. De rechter dient altijd te toetsten of deze verklaring aanwezig is.<sup>228</sup> Daarnaast kunnen tegenstemmende MKB-leveranciers die onderdeel zijn van een tegenstemmende klasse en die niet overtuigd zijn, bezwaar maken tegen de goedkeuring van het akkoord indien er geen zwaarwegende grond is.<sup>229</sup> Voorts moeten crediteuren beschikking krijgen over de informatie met betrekking tot waardering van de onderneming. Met deze informatieverschaffing moet worden voorkomen dat schuldeisers het slachtoffer worden van samenspanning middels *giftig*.

Dit amendement tackelt deels het bovengenoemde probleem dat vermogensverschaffers informatie achter kunnen houden om de waardering kunstmatig laag te houden en daarmee tussenliggende klassen buitenspel zetten. Daarmee is het probleem niet volledig weg. Zo kan zich bijvoorbeeld de situatie voordoen waarin concurrente MKB-crediteuren op basis van een juiste waardering 50% ontvangen, terwijl ze op basis van de te lage waardering slechts de in het amendement vastgelegde 20% ontvangen. Dit amendement is dus niet voldoende om de waarderingsproblematiek volledig op te lossen.

Mennens is kritisch ten opzichte van een minimumuitkering voor concurrente crediteuren. Reeds voordat het amendement door Van der Graaf c.s. was ingediend, schreef zij in haar proefschrift het volgende:

*“Een minimumpercentage kan echter tot herverdeling leiden. Indien de groep concurrente crediteuren in het alternatieve scenario [waarin zij geen minimumpercentage ontvangen, JN] geen enkele uitkering tegemoet zou kunnen zien, zou hun positie immers verbeteren wanneer de wettelijke pre-insolventieakkoordregeling (bijvoorbeeld) een 10%-minimum zou voorschrijven. Deze herverdeling gaat ten koste van hoger gerangschikte crediteuren. In uitgangspunt 3 komt aan bod hoe de met het akkoord te realiseren waarde wél op een eerlijke manier onder de vermogensverschaffers moet worden verdeeld. Uitgangspunt is dat daarbij de rangorde wordt gerespecteerd.”<sup>230</sup>*

In het verlengde hiervan stelt Tollenaar dat het amendement leidt tot een materiële herverdeling van waarde en dat lang niet altijd voldoende waarde beschikbaar zal zijn om iedere klasse een uitkering van 20% te bieden.<sup>231</sup> Voorts stelt Tollenaar, met verwijzing naar de Amerikaanse literatuur, dat een rechtvaardiging voor de overheveling van waarde naar concurrente schuldeisers, ten koste van hoger gerangschikte schuldeisers, ontbreekt.<sup>232</sup> Bovendien wijst

<sup>227</sup> Kamerstukken II 2019/20, 35249, nr. 25.

<sup>228</sup> Dit zal worden opgenomen in art. 384 lid 2, onder c, Fw (nieuw) en is derhalve een algemene afwijzingsgrond.

<sup>229</sup> Dit zal worden opgenomen in art. 384 lid 4 Fw (nieuw) en is derhalve onderdeel van de bescherming op grond van de APR in een van de bijzondere afwijzingsgronden.

<sup>230</sup> Mennens 2020, p. 171.

<sup>231</sup> Tollenaar, *TvI* 2020/23, par. 3.1.

<sup>232</sup> Tollenaar, *TvI* 2020/23, par. 3.1. Tollenaar verwijst naar Jackson, *Yale Law Journal* 1982, p. 895.

Tollenaar erop dat de *Chapter 11*-procedure geen regeling bevat die een minimumpercentage toekent aan bepaalde crediteuren.<sup>233</sup>

Ik kan me goed vinden in de kritiek van Mennens en Tollenaar dat met het genoemde amendement een inbreuk wordt gemaakt op de faillissementsrangorde en dat dit niet wenselijk is. Met de APR wordt immers beoogd de bescherming die de wettelijke rangorde biedt zoveel mogelijk in stand te houden. Deze wettelijke rangorde is een gelouterd systeem dat eeuwen geleden is ontstaan en zich sindsdien voortdurend ontwikkeld heeft. Het is mijns inziens onbegrijpelijk dat de wettelijke rangorde, die één van de fundamenteën onder de WHOA vormt, omver wordt geworpen door een amendement dat op het laatste moment is ingediend, zonder dat hier een gedegen juridisch-dogmatische discussie aan ten grondslag ligt.

Ik durf zelfs nog een stap verder te gaan. De bescherming die MKB-crediteuren genieten onder het genoemde amendement kan (deels en mogelijk zelfs onbewust) zijn ingegeven door het feit dat de (hoger gerangschikte) geseceerde schuldeisers in het huidige stelsel te goed worden beschermd. In de literatuur is immers betoogd dat de verhoudingen in het insolventierecht scheef zijn gegroeid.<sup>234</sup> Met (onder meer) dit WHOA-amendement kunnen de verhoudingen – in herstructurerings in de pre-insolventiefase – enigszins worden rechtgetrokken. Daarmee wordt de WHOA naar mijn mening oneigenlijk gebruikt. De WHOA is een middel voor herstructurerings ter voorkoming van insolventieprocedures. Hiermee wordt beoogd zowel de schuldenaar alsmede *al* zijn vermogensverschaffers te beschermen tegen insolventie. In de memorie van toelichting wordt niet benoemd dat bepaalde schuldeisers extra bescherming toekomt ten koste van andere schuldeisers. Voorts is niet expliciet benoemd dat de WHOA dient om concurrente schuldeisers die een MKB-onderneming drijven, te compenseren voor het gebrek aan bescherming in insolventieprocedures. Wanneer concurrente schuldeisers echter een verhoogd deel van de reorganisatiewaarde toekomt, gaat dit ten koste van het aandeel van hoger gerangschikte schuldeisers. Daarmee schiet de WHOA zijn doel voorbij.

Vragen omtrent de hoeveelheid bescherming die zekerheidsgerechtigde schuldeisers toe dient te komen, zijn in mijn ogen zeer relevant, maar dienen buiten het WHOA-debat te blijven. In dit kader zijn twee interessant moties ingediend op 11 mei 2020. In de eerste motie verzoekt het lid Nijboer het kabinet om voorstellen in kaart te brengen om de mate van verpanding bij bedrijven (lees in meer juridisch jargon: ondernemingen) te beperken.<sup>235</sup> Voorts wordt door Van Nispen c.s. verzocht om te onderzoeken hoe een rechtvaardiger verdeling van de boedel tussen banken en overige schuldeisers gemaakt kan worden bij faillissement.<sup>236</sup> Beide moties zijn aangenomen en voeden het debat omtrent de positie van separatisten dat – als gezegd – mijns inziens gescheiden moet worden van het debat rondom de WHOA.

<sup>233</sup> Tollenaar, *TvI* 2020/23, par. 3.3.

<sup>234</sup> Zie bijvoorbeeld Jonkers & Van Moorsel, *TvI* 2019/168, par. 4.

<sup>235</sup> *Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 18.

<sup>236</sup> *Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 21.

## 4.2 Aanbevelingen tot wijziging naar aanleiding van rechtsvergelijking

Uit de rechtsvergelijking vloeit een tweetal aanbevelingen voor de wetgever voort. Om te beginnen dient de wetgever de uitzonderingsmogelijkheden op de APR nader toe te lichten. Voorts ben ik van mening dat de zeer recentelijk geamendeerde 20%-regeling dient te worden geschrapt.

Ten eerste dient de wetgever de uitzonderingsmogelijkheden op de APR nader toe te lichten, nu (ook) in het Amerikaanse stelsel een hoop onduidelijkheid bestaat. Ik pleit in dit kader ten eerste voor een uitzondering voor cruciale aandeelhouders bij MKB-ondernemingen, vergelijkbaar met de *small business cases exception* die onder *Chapter 11* recentelijk in werking is getreden. Daarbij wil ik voorstellen een strikter MKB-criterium te hanteren dan het criterium genoemd in paragraaf 2.2.1. Gedacht kan worden aan ondernemingen waar minder dan 50 (in plaats van 250) natuurlijke personen werkzaam zijn en waarvan de jaaromzet en het balanstotaal beide niet groter zijn dan 10 miljoen (in plaats van 50 respectievelijk 43 miljoen) euro. Hiermee is het criterium voornamelijk van toepassing op micro- en kleine ondernemingen en niet op middelgrote ondernemingen. Deze ondernemingen passen mijns inziens beter bij de strekking van de uitzondering voor cruciale aandeelhouders, die nauw bij de onderneming betrokken zijn. Voorts ben ik het wat betreft de *new value exception* met Mennens eens dat dit strikt genomen geen uitzondering op de APR betreft. Het is in mijn ogen wenselijk dat de wetgever meer duidelijkheid verschaft over de mogelijkheid tot het verstrekken van nieuw krediet. De wetgever dient nadere eisen te stellen aan het verlenen van nieuw krediet bij ondernemingen die zich wensen te herstructureren. Ten derde meen ik dat de wetgever (uitdrukkelijker) een standpunt moet innemen in het debat omtrent *gifting*. Hoewel het risico van samenspanning mogelijk wordt beperkt door de aanwezigheid van een herstructureringsdeskundige, beveel ik de wetgever aan om een verbod op *gifting* op te nemen in de gevallen waarin tussenliggende klassen worden overgeslagen.

Voorts dient de 20%-regeling te worden geschrapt. Deze is op het laatste moment toegevoegd en schendt de wettelijke rangorde. Hoewel het mij niet onsympathiek overkomt om concurrente MKB-schuldeisers extra bescherming te verlenen, is een dergelijke inbreuk op de rangorde onacceptabel. De wettelijke rangorde is immers gebaseerd op een aantal fundamentele beginselen. Zo wijst Tollenaar erop dat de fiscus om beleidsmatige redenen een bevoorrechte positie heeft gekregen.<sup>237</sup> Tollenaar stelt bovendien dat het 20%-amendement mede lijkt te zijn ingegeven door de ‘beschermwaardigheid en politieke aaibaarheidsfactor’ van lager gerangschikte schuldeisers ten opzichte van gecureerde schuldeisers.<sup>238</sup> Ik ben het met Tollenaar eens dat de 20%-regel in de bredere context van het insolventierecht ongeschikt is.

Deze aanbevelingen voor de wetgever dienen te worden gezien in een context waarin mogelijke procedures voor de Hoge Raad, als potentieel geschikte kandidaat voor een verdere wetsinterpretatie, zeer onwaarschijnlijk zullen zijn nu onder de WHOA enkel cassatie in het belang der wet kan worden ingesteld en aangezien partijen er in de regel meer baat bij zullen hebben om uitvoering te geven aan een akkoord dan om verder te procederen.

<sup>237</sup> Tollenaar, *TvI* 2020/23, par. 3.2.

<sup>238</sup> Tollenaar, *TvI* 2020/23, par. 3.2.

### 4.3 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is een rechtsvergelijking gemaakt tussen de WHOA en *Chapter 11* wat betreft de inspraak van crediteuren en de hun bescherming op grond van de Absolute Priority Rule. De inspraak van schuldeisers wordt onder de WHOA grotendeels gediend door de herstructureringsdeskundige. Onder *Chapter 11* bestaat daarentegen de mogelijkheid om een schuldeiserscommissie in te stellen die de belangen van concurrente crediteuren dient. Het is mijns inziens vreemd dat de mogelijkheid om onder de WHOA een schuldeiserscommissie in te stellen – die in de faillissementsprocedure wel bestaat – in de memorie van toelichting in haar geheel niet is besproken. Kennelijk heeft de wetgever dit niet nodig geacht. Ik stel mezelf evenwel op het standpunt dat de keuze om geen schuldeiserscommissie in de WHOA op te nemen goed verdedigbaar is. De wenselijkheid om onder de WHOA een schuldeiserscommissie in te stellen is mijns inziens niet heel groot. Met de aanstelling van de herstructureringsdeskundige worden de belangen van de crediteuren immers grotendeels gediend in de akkoordprocedure. Bovendien is onder *Chapter 11* de verplichting tot instellen van een schuldeisercommissie onlangs komen te vervallen voor MKB-ondernemingen, vanwege de hoge kosten die hiermee gemoeid zijn en omdat er in de praktijk lang niet altijd gebruik van werd gemaakt.

Wat betreft de bescherming van schuldeisers onder de APR valt op dat de wetgever de uitzonderingsmogelijkheden nauwelijks heeft uitgewerkt. Dit heeft gezorgd voor een uitvoerige discussie in de literatuur wat onder een redelijke grond moet worden verstaan. Ook het criterium dat vermogensverschaffers niet in hun belang mogen worden geschaad verdient nadere toelichting. Het ligt naar mijn mening in de lijn der verwachting dat rechters hiervoor zullen aansluiten bij het Amerikaanse stelsel. Problematisch is echter dat ook naar Amerikaans recht onduidelijkheid bestaat over de uitzonderingsmogelijkheden. Daarom bestaat op dit punt des te meer rechtsonzekerheid die de wetgever moet beëindigen.

Om te beginnen dient de wetgever duidelijkheid te verschaffen over de mogelijkheid om cruciale aandeelhouders uit te zonderen van de APR. Daarbij dient mijns inziens als vereiste te gelden dat deze aandeelhouder een hogere reorganisatiewaarde tot stand brengt. Een tweede mogelijke uitzondering die een nadere toelichting van de wetgever verdient, is de *new value exception*. Hoewel dit strikt genomen geen uitzondering op de APR is, is het in mijn ogen wenselijk dat de wetgever bespreekt in hoeverre het mogelijk is om aan de APR te ontkomen door nieuw kapitaal te verschaffen. Ten derde veroorzaakt ook *gifting* een hoop onduidelijkheid. De wetgever dient meer een toelichting te geven in hoeverre *gifting* toelaatbaar is. Daarbij zou ik een verbod op *gifting* waarbij tussenliggende klassen worden overgeslagen, toejuichen. Hierbij plaats ik de kanttekening dat de problematiek rondom *gifting* in de praktijk mogelijk een minder grote rol zal spelen dan in de literatuur is betoogd, aangezien de herstructureringsdeskundige zal toezien op dergelijke giften en op de daarmee samenhangende lastige waarderingsvraagstukken.

Een extra complicatie is ontstaan door een amendement dat op het laatste moment is ingediend en op grond waarvan concurrente schuldeisers ten minste 20% van hun vorderingen ontvangen. Ik deel de kritiek in de literatuur dat deze regel op gespannen voet staat met de WHOA en meer in het algemeen het insolventierecht.

## 5 Conclusie

In deze scriptie is de Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA) besproken. Deze wet is onlangs aangenomen door de Tweede Kamer en maakt het mogelijk voor ondernemingen met een hoge schuldenlast zich te herstructureren. De schuldenaar of een door de rechtbank aangestelde herstructureringsdeskundige kan een akkoord aanbieden aan zijn schuldeisers en aandeelhouders. Deze vermogensverschaffers worden onderverdeeld in klassen overeenkomstig hun rang in faillissement. De rechter kan het akkoord homologeren en daarmee bindt het ook klassen die tegen het akkoord hebben gestemd. Ter bescherming van de crediteuren is een aantal afwijzingsgronden opgenomen in de WHOA. Dit zijn minimumvereisten waaraan het akkoord moet voldoen, alvorens de rechter het kan homologeren.

In het bijzonder is gekeken naar de inspraak en bescherming van schuldeisers onder de WHOA. Op deze twee punten is de WHOA vergeleken met de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure, die belangrijk is geweest bij de totstandkoming van de WHOA. Naar aanleiding van de rechtsvergelijking heb ik een aantal aanbevelingen gedaan voor de wetgever. Deze vat ik hier kort samen en daarmee beantwoord ik de onderzoeksvraag.

Het eerste subonderwerp van deze scriptie is de inspraak van crediteuren. Deze is onder de WHOA beperkt tot een aantal punten. Schuldeisers hebben de mogelijkheid een herstructureringsdeskundige aan te stellen, kunnen een observator aanstellen en op een aantal punten in de akkoordprocedure zienswijzen te geven. Schuldeisers hebben daarentegen niet de mogelijkheid om tussentijds wijzigingen aan te brengen en ook kan geen schuldeiserscommissie worden ingesteld.

Onder de *Chapter 11*-procedure bestaat wel de mogelijkheid om een schuldeiserscommissie in te stellen, ter behartiging van de belangen van ongesecureerde crediteuren. De schuldeiserscommissie heeft verschillende bevoegdheden zoals het onderzoeken van handelingen en gedragingen en haar inspraak bij de totstandkoming van het akkoord. Nadere beschouwing van het Amerikaanse recht wijst uit dat het belang van de schuldeiserscommissie beperkt is. In de literatuur is kritiek op de verplichting een schuldeiserscommissie in te stellen, omdat deze de realiteit van grote verscheidenheid aan (concurrente) crediteuren miskent. Recentelijk is de verplichting tot het instellen van een schuldeiserscommissie bij MKB-ondernemingen komen te vervallen. Gebleken is dat het kostbaar en inefficiënt is om in dergelijke gevallen een schuldeiserscommissie. Met het oog op de genoemde kostenbesparing en het feit dat de schuldeisers nauwelijks gebruikt wordt bij MKB-ondernemingen, zou de instelling van een schuldeiserscommissie onder de WHOA derhalve onwenselijk kunnen zijn.

Het wringt echter dat de crediteurencommissie in zijn geheel niet is besproken bij de totstandkoming van de WHOA. Dit is mijns inziens des te vreemder aangezien de rechtsfiguur schuldeiserscommissie in het akkoord in faillissement wel bestaat. Niettemin dient te worden erkend dat de behoefte om een crediteurencommissie in te stellen in de praktijk niet altijd even groot zal zijn. Zo zal de herstructureringsdeskundige de belangen van (concurrente) schuldeisers dienen en is naar Amerikaans recht gebleken dat de schuldeiserscommissie niet altijd wenselijk en efficiënt is.



Het tweede subonderwerp is de bescherming van schuldeisers. Hierbij is gekeken naar de Absolute Priority Rule (APR) en de 20%-regel. De APR is een afwijzingsgrond die bewerkstelligt dat bij de verdeling van de reorganisatiewaarde de wettelijke rangorde in acht wordt genomen. Hoewel de Nederlandse wetgever bij de WHOA de *Chapter 11-APR* als uitgangspunt heeft genomen, zijn er verschillen tussen beide regelingen. De Nederlandse wetgever heeft zich niet uitgesproken over de uitzonderingsmogelijkheden. Hoewel het hierbij voor de hand ligt om naar het Amerikaanse stelsel te kijken, bestaat op enkele punten onduidelijkheid. Nadere toelichting van de wetgever is naar mijn mening wenselijk.

In de literatuur zijn drie uitzonderingsmogelijkheden op de Amerikaanse ARP verdedigd. De eerste heeft betrekking op cruciale aandeelhouders. De tweede – die strikt genomen geen uitzondering is – maakt het mogelijk van de rangorde af te wijken indien nieuw kapitaal wordt verschaft. Tot slot komt het geregeld voor dat een hoger gerangschikte schuldeiser een deel van zijn waarde ‘schenkt’ aan een aandeelhouder en daarbij tussenliggende klassen benadeelt.

Naar mijn mening dient de wetgever toe te lichten in hoeverre de drie genoemde uitzonderingsmogelijkheden op de APR onder de WHOA toegelaten zijn. Hiermee kan een einde worden gemaakt aan de mogelijke rechtsonzekerheid die met de WHOA is komen te ontstaan. Daarbij denk ik dat een uitzondering voor cruciale aandeelhouders bij MKB-ondernemingen wenselijk is. Ook kan codificatie van de *new value exception* bijdragen aan succesvolle herstructureringen, doordat zittende aandeelhouders mogelijk eerder bereid zijn nieuw kapitaal te verschaffen. Daarnaast zou ik een verbod op *gifting* toejuichen in die gevallen waarin tussenliggende klassen worden overgeslagen.

Tot slot ben ik van mening dat de 20%-regel, die op het laatste moment als amendement is ingediend, dient te worden geschrapt. Deze regel maakt het mogelijk dat concurrente schuldeisers bij MKB-ondernemingen altijd 20% van hun vordering ontvangen. Dit druist in tegen de wettelijke rangorde, die juist een prominente rol speelt onder de WHOA. Hoewel het amendement met goede bedoelingen – de bescherming van MKB-leveranciers – is ingediend, is hiermee een discussie in het leven geroepen die buiten het bestek van de WHOA moet blijven. Vraagstukken met betrekking tot de verdeling van de faillissementsboedel of de reorganisatiewaarde van een herstructurering moeten naar mijn mening gezamenlijk worden behandeld in het kader van de herziening van insolventierecht. Met de genoemde 20%-regeling schiet de WHOA zijn doel voorbij. Hiermee blijkt eens te meer dat haastige spoed zelden goed is.

## Lijst van geraadpleegde en aangehaalde literatuur

### **Baird 2014**

D.G. Baird, *Elements of Bankruptcy*, Saint Paul, MN: Foundation Press 2014.

### **Baird, Casey & Picker, *University of Pennsylvania Law Review* 2018**

D.G. Baird, A. Casey & R.C. Picker, *University of Pennsylvania Law Review* (166) 2018, afl. 7, p. 1675-1714.

### **Baird & Jackson, *University of Chicago Law Review* 1988**

D.G. Baird & T.H. Jackson, 'Bargaining after the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule', *University of Chicago Law Review* (55) 1988, afl. 3, p. 738-798.

### **Baird & Rasmussen, *Yale Law Journal* 2009**

D.G. Baird & R.K. Rasmussen, 'Antibankruptcy', *Yale Law Journal* (199) 2019, p. 648-699.

### **Bartstra, De Weijts & Jonkers, *TvI* 2020/15**

W.J. Bartstra, R.J. De Weijts & A.L. Jonkers, 'WHOA-Priority Rule en WHOA-initiatiefrechten: Gat in schuldeisersbescherming bij reorganisaties', *TvI* 2020/15, afl. 2, p. 96-108.

### **Beni Driss, *FIP* 2019/87**

H. Beni Driss, 'Toelaatbaarheid en wenselijkheid van *gifting* onder de *Absolute Priority Rule* in de WHOA', *FIP* 2019/87, afl. 2, p. 41-49.

### **Beunderman & Kooiman, *NRC* 15 mei 2020**

M. Beunderman & J. Kooiman, 'Wordt deze crisis een nieuwe Grote Depressie?' *NRC* 15 mei 2020.

### **Van Bil, *FIP* 2019/213**

T.V.J. Van Bil, 'Het wetsvoorstel homologatie onderhands akkoord: een overzicht', *FIP* 2019/213, afl. 6, p. 8-16.

### **Bouts & Broeders, *FIP* 2019/215**

A. Bouts & M.A. Broeders, 'Indeling in klassen: de basis en legitimatie van het akkoord', *FIP* 2019/215, afl. 6, p. 22-29.

### **Braaksma & Den Brinker, *FD* 28 mei 2020**

J. Braaksma & G. den Brinker, 'Schuldeisers willen HEMA overnemen van Marcel Boekhoorn', *FD* 28 mei 2020.

### **De Brauw, *Ondernemingsrecht* 2020/85**

C.J.C. De Brauw, 'Overleven, strategie en bescherming: geen sympathie voor Coronakoopjesjagers bij Nederlandse beursvennootschappen', *Ondernemingsrecht* 2020/85, afl. 7, p. 463-470.

### **Den Brinker & Polman, *FD* 7 april 2020**

G. Den Brinker & J. Polman, 'Curatoren voorzien een golf van faillissementen als extra steun uitblijft', *FD* 7 april 2020.

**Broude 2020**

R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, New York, NY: Law Journal Press, 2020.

**Frost, *American Bankruptcy Law Journal* 2013**

C.W. Frost, 'Bankruptcy Voting and the Designation Power', *American Bankruptcy Law Journal* (87) 2013, p. 155-189.

**Grohsgal, *William and Mary Business Law Review* 2018**

B. Grohsgal, 'How Absolute is the Absolute Priority Rule in Bankruptcy? The Case for Structured Dismissals', *William and Mary Business Law Review* (8) 2018, afl. 3, p. 439-542.

**Hermans, *FD* 19 maart 2020**

R. Hermans, 'Coronacrisis vereist directe actie om faillissementen te voorkomen', *FD* 19 maart 2020.

**Jackson, *Yale Law Journal* 1982**

T.H. Jackson, 'Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditor's Bargain', *Yale Law Journal* (19) 1982, afl. 5, p. 857-907.

**Jonkers & Van Moorsel, *Ondernemingsrecht* 2019/168**

A.L. Jonkers & R.C.M. van Moorsel, 'WHOA voor iedereen, verdeel de bankenbonus', *Ondernemingsrecht* 2019/68, afl. 17, p. 944-950.

**Keach, *ABI Journal* 2019**

R.J. Keach, 'ABI Testifies on Family Farmers and Small Business Reorganizations', *ABI Journal* (38) 2019, afl. 8, p. 8-9.

**Klee & Shaffer, *South Carolina Law Review* 1993**

K.N. Klee & K.J. Shaffer, *South Carolina Law Review* (44) 1993, afl. 4, p. 996-1066.

**Lawton, *Arizona Law Review* 2012**

A. Lawton, 'Chapter 11 Triage: Diagnosing a Debtor's Prospects for Success', *Arizona Law Review* (54) 2012, p. 985-1028.

**Lubben, *American Bankruptcy Law Journal* 2008**

J. Lubben, 'Corporate Reorganization & Professional Fees', *American Bankruptcy Law Journal* (82) 2008, afl. 3, p. 77-140.

**Markel, *American Bankruptcy Law Journal* 1998**

B.A. Markel, 'A New Perspective on Unfair Discrimination on Chapter 11', *American Bankruptcy Law Journal* (72) 1998, afl. 2, p. 227-262.

**Mennens 2020**

A.M. Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement* (diss. Nijmegen; Onderneming en Recht, nr. 118), Deventer: Wolters Kluwer 2020.

**Mennens & Pool, *TvI* 2020/22**

A.M. Mennens & J.M.W. Pool, 'Flattening the insolvency curve. Het voorkomen van onnodige coronafaillissementen door wijziging van het insolventierecht?', *TvI* 2020/22, afl. 3.

**Meyer, *ABI Journal* 2020**

R.C. Meyer, 'Small Business Reorganization Act arrives this month', *ABI Journal* 2020, p. 8-49.

**Miller & Waisman, *American Bankruptcy Law Journal* 2004**

H.R. Miller & S.Y. Waisman, 'Does Chapter 11 Reorganization Remain a Viable Option for Distress Businesses for the Twenty-First Century?', *American Bankruptcy Law Journal* (78) 2004, afl. 2, p. 153-200.

**Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147**

S.C.E.F. Moulen Janssen, 'Het dwangakkoord buiten faillissement onder de WHOA en de aandeelhouder. Onder druk worden vennootschapsrechtelijke verhoudingen vloeibaar?', *Ondernemingsrecht* 2019/147, afl. 15, p. 832-840.

**Moulen Janssen 2020**

S.C.E.F. Moulen Janssen, *De positie van aandeelhouders in preventieve herstructureringen: in het bijzonder onder de Wet homologatie onderhands akkoord* (diss. Nijmegen; Serie Van der Heiden Instituut nr. 163), Deventer: Wolter Kluwer 2020.

**Neville, *Missouri Law Review* 1995**

D.S. Neville, 'New Value Exception to Chapter 11 Absolute Priority Rule', *Missouri Law Review* (60) 1995, afl. 2, p. 465-483.

**Nieuwenhuis & Tollenaar, *TvI* 2019/8**

A. Nieuwenhuis & N.W.A. Tollenaar, 'De uitwinning van werkkapitaal en de aanwending ervan tijdens de afkoelingsperiode naar huidig recht en onder de WHOA', *TvI* 2019/8, afl. 2, p. 49-69.

**Pannevis & Polak 2017**

M. Pannevis & N.J. Polak, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

**Pierce, *American University Business Law Review* 2014**

A. Pierce, 'Cubing The Exploitation Of Passive Creditors In Chapter 11 Reorganization By Leveraging The Oversight Role Of The United States Trustee', *American University Business Law Review* (4) 2014, afl. 1, p. 95-123.

**Van Poll, *FD*, 9 juli 2019**

M. van Poll, 'Hervorming Faillissementswet voorgelegd aan de Tweede Kamer', *FD*, 9 juli 2019.

**Van Poll, *FD*, 26 mei 2020**

M. van Poll, 'Kamers neemt wet aan die faillissementen moet helpen voorkomen', *FD*, 26 mei 2020.

**Schmieman, *Ondernemingsrecht* 2014/77**

E. Schmieman, 'De aanbeveling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie. Ondersteuning voor de herijking van het Nederlandse faillissementsrecht', *Ondernemingsrecht* 2014/77, afl. 8, p. 369-373.

**Skeel, *Virginia Law Review* 1992**

D.A. Skeel Jr., 'The Nature and Effect of Corporate Voting in Chapter 11 Reorganization Cases', *Virginia Law Review* (78) 1992, afl. 2, p. 461-533.

**Skeel 2001**

D.A. Skeel Jr., *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*, Princeton, NJ: Princeton University Press 2001.

**Soedira 2011**

A.D.W. Soedira, '*Het Akkoord. Een wetenschappelijke proeve op het gebied van rechtsgeleerdheid*' (diss. Nijmegen; Onderneming en Recht, nr. 60), Deventer: Kluwer 2011.

**Spierings & Kolthof, *TvI* 2017/40**

C. Spierings & J.V. Kolthof, 'De absolute priority rule in de WHOA: achtergrond, uitwerking en knelpunten', *TvI* 2017/40, afl. 6, p. 243-250.

**Timm, *University of Illinois Law Review* 2013**

A. Timm, 'The Gift That Gives Too Much: Invalidating a Gifting Exception to the Absolute Priority Rule', *University of Illinois Law Review* 2013, afl. 4, p. 1649-1680.

**Tollenaar 2016**

N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord. Grondslagen en raamwerk* (diss. Groningen), Deventer: Wolters Kluwer 2016.

**Tollenaar 2017**

N.W.A. Tollenaar, 'De akkoordprocedure onder het Voorontwerp WHOA', in: A.C.P. Bobeldijk c.s., *Het dwangakkoord buiten faillissement, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017.

**Tollenaar, *TvI* 2019/32**

N.W.A. Tollenaar, 'Het Wetsvoorstel Homologatie Onderhands Akkoord onder de loep genomen', *TvI* 2019/32, afl. 5, p. 217-243.

**Tollenaar, *TvI* 2020/23**

N.W.A. Tollenaar, 'Amendementen op de WHOA – tikkeltje onbesuisd', *TvI* 2020/23, afl. 3.

**Verstijlen, *TvI* 2020/4**

F.M.J. Verstijlen, 'Ondersteunende voorzieningen in de WHOA', *TvI* 2020/4, afl. 1, p. 18-23.

**Vriesendorp & Van Kesteren, *TvI* 2019/36**

R.D. Vriesendorp & W. Van Kesteren, 'De WHOA en de rechter: een leidraad', *TvI* 2019/36 afl. 5, p. 277-300.

**Vriesendorp & Van den Sigtenhorst, *NTHR* 2013-2**

R.D. Vriesendorp & R. Van den Sigtenhorst, 'Herstructurerings in de moderne financieringspraktijk: Nederland vs. de VS', *NTHR* 2013-2, p. 94-101.

**Warren 2008**

E. Warren, *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*, New York, NY: Aspen Publishers 2008.

**Wessels Insolventierecht nr. VI 2013**

B. Wessels, *Het Akkoord* (Wessels Insolventierecht nr. VI). Deventer: Kluwer 2013.

**Wessels, *Ondernemingsrecht* 2013/21**

B. Wessels, 'Amerikaanse faillissementswetgeving op de schop', *Ondernemingsrecht* 2013/21, afl. 3, p. 116-118.

**Wessels, *TvCu* 2019/4**

B. Wessels, 'Enkele nova bij de schuldeiserscommissie', *TvCu* 2019/4, p. 118-122.

**Wessels & De Weijs 2015**

B. Wessels & R.J. de Weijs, 'Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code', *Ondernemingsrecht* 2015/37, afl. 6, p. 210-220.

**Wolffram-Van Doorn, *FIP* 2019/212**

A.M. Wolffram-Van Doorn, 'Inleiding ter gelegenheid van de indiening bij de Tweede Kamer van het wetsvoorstel betreffende de Wet homologatie onderhands akkoord', *FIP* 2019/212, afl. 6, p. 4-7.

**Zipes & Lambert, *American Bankruptcy Law Journal* 2003**

G.M. Zipes & L.L. Lambert, 'Creditor committee formation dynamics: issues in the real world', *American Bankruptcy Law Journal* (77) 2003, afl. 2, p. 229-256.

## Lijst van geraadpleegde en aangehaalde parlementaire stukken

### I.

Bestrijding georganiseerde criminaliteit.

*Kamerstukken II* 2012/13, 29911, nr. 74 (Brief van de minister van Veiligheid en Justitie).

### II.

Faillissementsrecht.

*Kamerstukken II* 2017/18, 33695, nr. 17 (Brief van de minister voor Rechtsbescherming).

### III.

Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot homologatie van een onderhands akkoord (Wet homologatie onderhands akkoord).

*Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 1 (Koninklijke boodschap).

*Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 2 (Wetsvoorstel).

*Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3 (Memorie van toelichting).

*Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 4 (Advies en nader rapport).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 5 (Verslag).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 6 (Nota naar aanleiding van verslag).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 7 (Nota van wijziging).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 8 (Amendement van de leden Van Gent en Van Dam).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 9 (Amendement van het lid Van der Graaf c.s.).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 10 (Amendement van het lid Van der Graaf c.s.).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 11 (Amendement van het lid Nijboer c.s.).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 12 (Amendement van de leden Nijboer en Van der Graaf).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 13 (Amendement van het lid Van der Graaf c.s.).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 14 (Amendement van het lid Van der Graaf c.s. ter vervanging van dat gedrukt onder nr. 9).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 15 (Gewijzigd amendement van het lid Van der Graaf c.s. ter vervanging van dat gedrukt onder nr. 10).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 16 (Motie van de leden Van der Graaf en Van den Berge).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 17 (Motie van de leden Van der Graaf en Van Nispen).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 18 (Motie van het lid Nijboer).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 19 (Motie van het lid Nijboer).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 20 (Motie van de leden Van Dam en Van Gent).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 21 (Motie van het lid Van Nispen c.s.).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 22 (Gewijzigd amendement van het lid Van der Graaf c.s. ter vervanging van dat gedrukt onder nr. 13).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 23 (Nader gewijzigd amendement van het lid Van der Graaf c.s. ter vervanging van dat gedrukt onder nr. 15).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 24 (Nader gewijzigd amendement van het lid Van der Graaf c.s. ter vervanging van dat gedrukt onder nr. 22).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 25 (Tweede nader gewijzigd amendement van het lid Van der Graaf c.s. ter vervanging van dat gedrukt onder nr. 23).

*Kamerstukken II* 2019/20, 35249, nr. 26 (Brief van de minister voor Rechtsbescherming).

*Kamerstukken I* 2019/20, 35249, A (Gewijzigd voorstel van wet).

## Lijst van geraadpleegde en aangehaalde rechtspraak

### Hoge Raad

HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7799, *NJ* 2006/230, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Groenemeijer/Payroll*).

HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434, m.nt. J.M.M. Maeijer (*ABN AMRO*).

HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde (*ASMI*).

HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (*Roovers/Cancun Holding I*).

HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *NJ* 2018/331 (*Boskalis/Fugro*).

### Gerechtshof

Hof Amsterdam (OK) 31 december 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BL3680, *JOR* 2010/60, m.nt. A. Doorman (*Inter Access*).

Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, *JOR* 2017/261 (*AkzoNobel*).

### U.S. Supreme Court

U.S. Supreme Court 1 juni 1926, 271 U.S. 445 (*Kansas City Terminal Railway/Central Union Trust Co.*).

U.S. Supreme Court 6 november 1939, 308 U.S. 106 (*Case/Los Angeles Lumber Products Co. Ltd.*).

U.S. Supreme Court 3 mei 1999, U.S. 526 S.Ct. 434 (*Bank of America National Trust and Savings Association/203 North LaSalle Street Partnership*).

U.S. Supreme Court 22 maart 2017, 137 S.Ct. 973 (*Czyzewski/Jevic Holding Corp.*).

### U.S. Court of Appeals

U.S. Court of Appeals (Eight Circuit) 27 oktober 1981, 662 F.2d 475 (*Information Dialogues Inc.*).

U.S. Court of Appeals (Third Circuit) 1 februari 2000, 91 F.3d 553 (*Continental Airlines*).

U.S. Court of Appeals (Fourth Circuit) 2 maart 2002, 283 R.3d 622 (*Mac Panel Co./Virginia Panel Corp.*).

### U.S. Bankruptcy Court

U.S. Bankruptcy Court District of Massachusetts 9 oktober 1986, 67 B.R. 234 (*Belco Vending Inc.*).

U.S. Bankruptcy Court Southern-District Texas 12 april 1989, 116 B.R. 499 (*Lakeside Global II, Ltd.*).

U.S. Bankruptcy Court Eastern-District of Pennsylvania 14 december 1994, 175 B.R. 863, 875 (*Kovalchick*).

U.S. Bankruptcy Court Southern-District of New York 5 januari 1995, 175 B.R. 839 (*Dune Deck Owners Corp.*).

U.S. Bankruptcy Court Southern-District of New York 11 december 2006, 359 B.R. 54, 6 (*Adelphia Communications Corp.*).

U.S. Bankruptcy Court Southern-District New York 26 oktober 2009, 419 B.R. 179 (*DBSD North America Inc.*).

U.S. Bankruptcy Court Southern-District of Texas 13 november 2009, 420 B.R. 314 (*Asarco LLC*).