

Master Ondernemingsrecht

Erasmus School of Law

Departement Law & Business

‘De wenselijkheid van giftiging in het licht van de *absolute priority rule*’

Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de voor- en nadelen van giftiging in het licht van de *absolute priority rule*.

Student: Carly Baas

Studentnummer: 465431

Scriptiebegeleider: mr. dr. H.J. de Kloet

Tweede lezer: mr. O. Oost

Datum: 8 juli 2023

Aantal woorden: 17.772

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1 – Inleiding	4
1.1 Aanleiding.....	4
1.2 Onderzoeksvraag	6
1.3 Methode	7
1.4 Relevantie.....	8
1.5 Afbakening.....	9
1.6 Leeswijzer.....	9
Hoofdstuk 2 – De WHOA in vogelvlucht.....	10
2.1 Inleiding.....	10
2.2 Totstandkoming van het akkoord.....	10
2.2.1 Reikwijdte	10
2.2.2 Aanbieding van het akkoord.....	11
2.2.3 Klassenindeling	12
2.2.4 Homologatie van het akkoord.....	13
2.3 De WHOA-Priority Rule	15
2.4 Gifting	18
2.5 Deelconclusie.....	21
Hoofdstuk 3 – De Chapter 11-procedure	23
3.1 Inleiding.....	23
3.2 Totstandkoming van het akkoord volgens de Chapter 11-procedure	23
3.2.1 Reikwijdte	23
3.2.2 Aanbieding van het akkoord.....	24
3.2.3 Voorwaarden voor homologatie	26
3.2.3.1 Acceptance method	27
3.2.3.2 Cram down method	28
3.3 Absolute priority rule.....	29
3.4 Gifting	32
3.5 Deelconclusie.....	38
Hoofdstuk 4 – De wenselijkheid van gifting onder de WHOA.....	40
4.1 Inleiding.....	40
4.2 Rechtsvergelijking	40
4.2.1 Start akkoordprocedure.....	40
4.2.2 Totstandkoming van het akkoord	41
4.2.3 Absolute priority rule.....	44
4.2.4 Gifting.....	44
4.3 Voor- en tegenargumenten gifting.....	46
4.3.1 Property rights-argument	46
4.3.2 Efficiëntieargument	47
4.3.3 Behoud van cruciale aandeelhouders.....	48
4.3.4 Vennootschapsrechtelijke positie van aandeelhouders	49
4.3.5 Karakter WHOA-procedure	51
4.3.6 Misbruik	51

<i>4.4 Afweging</i>	54
<i>4.5 Deelconclusie</i>	57
Hoofdstuk 5 - Conclusie	58
<i>5.1 Inleiding</i>	58
<i>5.2 Conclusie</i>	59
<i>5.3 Aanbeveling</i>	60
Bronvermelding	61
<i>Literatuurlijst</i>	61
<i>Jurisprudentie</i>	65
<i>Overige bronnen</i>	66

Hoofdstuk 1 – Inleiding

1.1 Aanleiding

Op 1 januari 2021 is de Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA) in werking getreden.¹ Vennootschappen met financiële problemen kunnen onder de WHOA buiten faillissement een akkoord aanbieden aan hun schuldeisers en/of aandeelhouders ten aanzien van de herstructurering van schulden en aandelenkapitaal. Het akkoord kan gedeeltelijke kwijtschelding van vorderingen van schuldeisers, uitstel van betaling of omzetting van schulden in aandelen betreffen. Daarnaast kunnen rechten van schuldeisers en aandeelhouders worden gewijzigd. Schuldeisers en aandeelhouders wier rechten wijzigen, stemmen in klassen over het akkoord.² Zelfs als niet alle stemgerechtigden hebben ingestemd met het akkoord, kan de rechter het akkoord homologeren (goedkeuren), waardoor het bindend wordt opgelegd aan alle betrokken schuldeisers en aandeelhouders. Daarom wordt het ook wel een dwangakkoord genoemd.³

Schuldeisers en aandeelhouders worden in verschillende klassen ingedeeld als zij andere rechten hebben, waardoor hun posities niet vergelijkbaar zijn.⁴ Het akkoord kan al worden gehomologeerd als ten minste één klasse die *in the money* is, voor het akkoord heeft gestemd.⁵ Dat wil zeggen dat deze klasse in geval van liquidatie van de vennootschap, ook recht heeft op een deel van de liquidatiewaarde.⁶ In beginsel geldt dat de schuldenaar vrij is om het akkoord naar goeddunken in te richten, mits de klassen met de voorgestelde verdeling instemmen.⁷ Stemt een schuldeiser of aandeelhouder binnen een tegenstemmende klasse echter tegen het akkoord en verzoekt hij de rechtbank tot weigering van homologatie, dan geldt bij beoordeling van het akkoord de *absolute priority rule* (hierna: APR): de reorganisatiewaarde moet verdeeld zijn overeenkomstig de rangorde bij het verhaal op het vermogen van de vennootschap.⁸ In de meeste gevallen betekent de toepassing van de APR dat aandeelhouders hun aandeelhoudersbelang kwijtraken, want schuldvorderingen moeten conform de wettelijke rangorde eerst worden voldaan. Zij zijn *out of the money*, hetgeen tot gevolg heeft dat aan een

¹ Ter Horst 2021, p. 1.

² Moulen Jansen 2019, p. 832.

³ *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 1 (MvT).

⁴ Art. 374 lid 1 Fw.

⁵ Art. 383 lid 1 Fw.

⁶ Bouts 2021, p. 55.

⁷ *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 49 (MvT).

⁸ Moulen Jansen 2019, p. 836-837.

tegenstem van een aandeelhoudersklasse voorbij kan worden gegaan (een zogeheten *cross-class cram down*).⁹ Afwijkingen van de rangorde zijn bij uitzondering mogelijk, zo volgt uit de wet en de memorie van toelichting.¹⁰ Van de rangorde mag worden afgeweken indien de stemklassen instemmen met de verdeling óf als dat noodzakelijk is om de reorganisatiewaarde te realiseren.¹¹ Wordt aan deze voorwaarden niet voldaan, dan kan de rechtbank het akkoord weigeren.¹²

Een voorbeeld van een mogelijke afwijking van de rangorde is gifting¹³. Hiervan is sprake als een senior schuldeisersklasse een deel van haar waarde afstaat aan een aandeelhoudersklasse, opdat deze aandeelhoudersklasse haar belang niet verliest. Het doel van gifting kan bijvoorbeeld zijn dat aandeelhouders instemmen met het akkoord.¹⁴ In de literatuur bestaat discussie over het al dan niet toestaan van gifting. Voorstanders menen dat gifting is toegestaan, zolang de tussenliggende klassen hun relatieve aandeel maar behouden en niet benadeeld worden. Volgens voorstanders is gifting dus geen reden om homologatie te weigeren.¹⁵ Sommige auteurs menen zelfs dat geen sprake van afwijking van de rangorde kan zijn als een tussenliggende schuldeiserklasse niet wordt benadeeld en ontvangt wat zij zou moeten ontvangen onder het akkoord.¹⁶ De gedachte is dat de hoger gerangschikte klasse vrij over de aan haar onder het akkoord toekomende waarde kan beschikken en het haar daarom vrijstaat om haar waarde te schenken aan een lager gerangschikte klasse.¹⁷

Tegenstanders menen dat gifting in strijd is met de APR.¹⁸ De APR komt voort uit de *US Bankruptcy Code* waardoor deze discussie sterk wordt beïnvloed door Amerikaans recht en jurisprudentie. In de Verenigde Staten wordt veel kritiek geuit op afwijking van de rangorde door gifting onder de, met de WHOA vergelijkbare, *Chapter 11*-procedure.¹⁹ In de Amerikaanse literatuur wordt gevreesd voor samenspanning tussen aandeelhouders en schuldeisers waarbij gifting kan worden aangewend om de aandeelhouder te bewegen voor een akkoord te stemmen dat te veel waarde toekent aan een bepaalde schuldeiser.²⁰ Dit blijkt reden

⁹ Moulen Jansen 2019, p. 836.

¹⁰ Art. 384 lid 4 sub b Fw; *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 69 (MvT).

¹¹ Bouts 2021, p. 59.

¹² Art. 384 lid 4 sub b Fw.

¹³ Engelse termen worden schuingedrukt geschreven, met uitzondering van de term gifting.

¹⁴ Tollenaar 2020, p. 159.

¹⁵ Tollenaar 2020, p. 159.

¹⁶ Tollenaar 2020, p. 159.

¹⁷ Reumers 2021, p. 244.

¹⁸ Spierings & Kolthof 2017, p. 246.

¹⁹ Reumers 2021, p. 241.

²⁰ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020 p. 99.

voor aanbeveling tot een expliciet verbod op giftiging,²¹ maar de rechtspraak in de Verenigde Staten is tot op heden verdeeld.²² De vraag is echter in hoeverre de Amerikaanse APR vergelijkbaar is met de Nederlandse rangorderegeling onder de WHOA. De memorie van toelichting suggereert aan te sluiten bij de Amerikaanse APR,²³ maar onder omstandigheden blijken afwijkingen van de rangorde in de WHOA toegestaan.²⁴

Dit leidt tot de vraag of giftiging toegestaan en wenselijk is binnen het huidige wettelijk kader van de WHOA. Opvallend is dat de memorie van toelichting niets zegt over het toestaan van giftiging in een WHOA-procedure, hetgeen aanleiding geeft tot onderzoek.

1.2 Onderzoeksvraag

De hierboven geschetste kwestie wordt onderzocht aan de hand van de volgende onderzoeksvraag:

Is giftiging onder de WHOA toegestaan en wenselijk in het licht van de *absolute priority rule* mede gezien vanuit rechtsvergelijkend perspectief aan de hand van de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure?

De onderzoeksvraag wordt beantwoord door middel van de volgende deelvragen:

1. Hoe komt een akkoord onder de WHOA tot stand?
2. Hoe werkt de *absolute priority rule* onder de WHOA?
3. Wanneer levert giftiging in Nederland discussie op?
4. Hoe komt een akkoord onder de *Chapter 11*-procedure tot stand?
5. Hoe werkt de *absolute priority rule* onder de *Chapter 11*-procedure?
6. Wanneer levert giftiging in de Verenigde Staten discussie op en wat zijn de voor- en nadelen uit de Amerikaanse praktijk?
7. Wat zijn de overeenkomsten en verschillen tussen de WHOA en *Chapter 11*-procedure?

²¹ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 99.

²² Een uitspraak waarin giftiging wordt toegestaan is *re SPM Manufacturing Corp.* Een uitspraak waarin giftiging wordt verboden is *re DBSD North America, Inc.*

²³ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 17 (MvT).

²⁴ Art. 384 lid 4 sub b Fw.

8. In hoeverre kunnen de voor- en nadelen van giftiging uit de Amerikaanse praktijk naar analogie worden toegepast op de WHOA?
9. Biedt het huidig wettelijk kader van de WHOA voldoende ruimte en waarborgen om giftiging toe te staan?

1.3 Methode

Aan de hand van de voorgaande deelvragen wordt getracht een antwoord te formuleren op de hoofdvraag, die valt te typeren als een evaluatieve vraag. Dit onderzoek evalueert in hoeverre giftiging wenselijk is voor de herstructureringspraktijk binnen het huidig wettelijk kader van de WHOA.

Het onderzoek is gebaseerd op de juridisch doctrinaire methode. Met behulp van parlementaire stukken en literatuur wordt de WHOA-procedure doorgrond en worden de voor- en nadelen van giftiging uiteengezet. Hiermee kan worden onderzocht in hoeverre de WHOA ruimte biedt voor afwijkingen van de APR. Daarbij wordt naast Nederlandse bronnen ook gebruikt gemaakt van de Europese Herstructureringsrichtlijn, die de Europese lidstaten verplicht tot een regeling voor een pre-insolventie akkoordprocedure en de basis vormt voor de WHOA.

Met behulp van rechtsvergelijkend onderzoek naar Amerikaanse wetgeving, literatuur en jurisprudentie wordt inzicht verschaft in de werking van de APR en de giftiging-praktijk in de Verenigde Staten. Vervolgens wordt een vergelijking gemaakt tussen de werking van de akkoordprocedure en de APR binnen de verschillende rechtsstelsels en de discussie die giftiging in beide rechtsstelsels oplevert. De keuze is gemaakt voor Amerikaanse wetgeving en literatuur, omdat de *US Bankruptcy Code* een grote rol heeft gespeeld bij de totstandkoming van de WHOA.²⁵ Met behulp van de Amerikaanse literatuur kunnen dus verhelderende inzichten worden verschaft over de mogelijke voor- en nadelen van giftiging in het licht van de APR. Het is van belang inzicht te verkrijgen in de overeenkomsten tussen beide rechtsstelsels, om te toetsen in hoeverre de voor- en nadelen die volgen uit de Amerikaanse praktijk ook van toepassing kunnen zijn op de Nederlandse procedure. Aan de hand van deze inzichten kan vervolgens worden geanalyseerd in hoeverre het huidig wettelijk kader bestand is tegen misbruik met behulp van giftiging en voldoende waarborgen biedt om dit tegen te gaan.

²⁵Kamerstukken II 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 4 (MvT).

1.4 Relevantie

De WHOA is een welkome toevoeging voor de insolventiepraktijk. Met de WHOA kan door middel van herstructurering worden voorkomen dat vennootschappen met hoge financieringslasten failliet worden verklaard. Al enkele jaren bestaat er behoefte aan een akkoordregeling buiten faillissement, waarmee kan worden voorkomen dat Nederlandse vennootschappen met een schuldenlast verhuizen naar het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, waar dergelijke regelingen al langer bestaan.²⁶

Hoewel de WHOA inmiddels twee jaar geleden in werking is getreden, is nog niet voorzien in duidelijkheid over de werking van de APR en de mogelijkheid tot gifting. De memorie van toelichting bevat geen enkele aanwijzing of gifting is toegestaan. Tot op heden is daar ook nog geen rechtspraak over geweest. Gifting kan wenselijk zijn in een procedure waarbij niet alle klassen met het akkoord instemmen. In theorie vallen aandeelhouders veelal buiten een akkoord, omdat zij *out of the money* zijn, terwijl zij wel degelijk onmisbaar kunnen zijn voor het voortbestaan van de vennootschap. In de literatuur wordt daarom gepleit voor een flexibele toepassing van de APR. Denk hierbij aan cruciale aandeelhouders die ook op een andere manier dan financiële inbreng bijdragen aan de ontwikkeling van de vennootschap, bijvoorbeeld vanwege hun managementexpertise. Verwachten zij hun aandelenbelang kwijt te raken of een sterke verwatering daarvan, dan zijn zij wellicht minder geneigd medewerking te verlenen aan een akkoord, terwijl juist zij een belangrijke rol kunnen vervullen binnen de vennootschap. Voor een succesvolle herstructurering kan het dus van belang zijn dat zij meewerken aan een akkoord.²⁷ Daarom is het van belang de mogelijkheid tot gifting te onderzoeken, omdat gifting *out of the money* aandeelhouders kan prikkelen om mee te werken aan een onderhands akkoord. In de literatuur is veel aandacht besteed aan de mogelijke voordelen van gifting om aandeelhouders bij een akkoord te betrekken, maar de positie van schuldeisers dient niet vergeten te worden. De APR dient in beginsel om schuldeisers te beschermen tegen aandeelhouders.²⁸ Het is daarom van belang om te onderzoeken of afwijking van de APR door middel van gifting mogelijk tot gevolg heeft dat belangen van schuldeisers worden geschaad.

²⁶ Wolfram-Van Doorn 2019, p. 4; *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 3 (MvT).

²⁷ Moulen Janssen 2019, p. 837.

²⁸ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 102.

Deze bijdrage is bovenal wetenschappelijk relevant, omdat het ziet op de juridische houdbaarheid van giftiging onder de WHOA. In deze bijdrage wordt getoetst of het huidige wettelijk raamwerk bestand is tegen eventueel misbruik met behulp van giftiging.

1.5 Afbakening

In deze bijdrage wordt slechts onderzoek gedaan naar giftiging als mogelijke uitzondering van de wettelijke rangorde onder een onderhands akkoord. Overige vormen van afwijking van de wettelijke rangorde worden buiten beschouwing gelaten. Deze mogelijke uitzonderingen worden wel zijdelings besproken in hoofdstuk 2, dat ziet op de totstandkoming van het onderhands akkoord.

1.6 Leeswijzer

In hoofdstuk 2 wordt de totstandkoming van een onderhands akkoord onder de WHOA in het kort beschreven. In paragraaf 2.2 wordt beschreven wanneer de APR in werking treedt. Tot slot wordt in paragraaf 2.3 de discussie over giftiging als uitzondering op de wettelijke rangorde beschreven.

In hoofdstuk 3 staat de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure centraal. Daartoe wordt in paragraaf 3.2 een korte beschrijving gemaakt van de totstandkoming van een akkoord onder *Chapter 11*-procedure. Vervolgens wordt in paragraaf 3.3 de APR onder het Amerikaanse recht besproken. In paragraaf 3.4 wordt de discussie over giftiging onder de *Chapter 11*-procedure beschreven met behulp van literatuur en rechtspraak. Ook worden de mogelijke voor- en nadelen uiteengezet.

In hoofdstuk 4 wordt een vergelijking gemaakt tussen het Nederlandse en Amerikaanse rechtstelsel. Deze vergelijking wordt gemaakt in paragraaf 4.2. In paragraaf 4.3 wordt geanalyseerd in hoeverre de voor- en nadelen van giftiging, die volgen uit de Amerikaanse praktijk, van toepassing kunnen zijn in de WHOA-procedure. In paragraaf 4.4 wordt vervolgens een afweging gemaakt in hoeverre de giftiging onder de WHOA wenselijk is.

In hoofdstuk 5 wordt tot slot een antwoord gegeven op de onderzoeksvraag.

Hoofdstuk 2 – De WHOA in vogelvlucht

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de WHOA in vogelvlucht besproken. Daartoe zal in paragraaf 2.2 kort de akkoordprocedure worden beschreven. In paragraaf 2.3 wordt aandacht besteed aan de APR en in paragraaf 2.4 wordt gifting als uitzondering op de APR besproken. Tot slot wordt afgesloten met een deelconclusie.

2.2 Totstandkoming van het akkoord

2.2.1 Reikwijdte

De WHOA is in 2021 ingevoerd ter voorkoming van faillissement, in lijn met Europese ontwikkelingen waarbij de nadruk is komen te liggen op de redding van levensvatbare ondernemingen. Tijdens de invoering van de WHOA is zoveel mogelijk rekening gehouden met de Europese Herstructureringsrichtlijn, die is aangenomen op 20 juni 2019. De op 1 januari 2021 gepubliceerde versie van de WHOA gold als gedeeltelijke implementatie van deze richtlijn.²⁹ Inmiddels is op 1 januari 2023 de implementatiewet definitief in werking getreden.³⁰ De WHOA is van toepassing op ondernemingen die vanwege een te zware schuldenlast op faillissement afsteveneren, maar beschikken over bedrijfsactiviteiten die nog rendabel kunnen zijn.³¹ Ook als een onderneming geen overlevingskansen meer heeft, kan een beroep worden gedaan op de WHOA. Afwikkeling vindt dan plaats met behulp van een akkoord, opdat een beter resultaat kan worden behaald dan in faillissement.³²

De WHOA is van toepassing op rechtspersonen en natuurlijke personen, mits zij een beroep of bedrijf uitoefenen.³³ Het akkoord dat onder de WHOA tot stand komt, kan in de kern worden gekwalificeerd als een meerpartijenovereenkomst tussen schuldenaar, schuldeisers en aandeelhouders. Het akkoord is echter geen gewone overeenkomst in de zin van art. 6:217 BW,³⁴ omdat een minderheid binnen een klasse door de rechter tegen zijn wil gebonden kan

²⁹ Vriesendorp & Salah 2020, p. 205.

³⁰ Renssen 2023, p. 3.

³¹ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 1 (MvT).

³² *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 2 (MvT).

³³ Art. 369 lid 1 Fw.

³⁴ Mennens 2020, p. 430.

worden aan het akkoord als de meerderheid binnen die klasse met het akkoord heeft ingestemd.³⁵

2.2.2 Aanbieding van het akkoord

Het homologatietraject kan worden gestart en voorbereid door de schuldenaar zelf,³⁶ of door een herstructureringsdeskundige op verzoek van de schuldenaar, schuldeisers, aandeelhouders of de binnen de onderneming ingestelde ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging.³⁷ Voor beide situaties geldt de voorwaarde dat de schuldenaar verkeert in een toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij insolvent zal raken (de zogeheten pre-insolventie toestand).³⁸ Na de start van de procedure behoudt de schuldenaar het beheer en beschikking over zijn vermogen als een zogeheten *debtor in possession* (hierna: DIP).³⁹ Dat wil zeggen dat hij de controle behoudt over de onderneming.

De schuldenaar kan een akkoord aanbieden aan al zijn schuldeisers en aandeelhouders of aan een bepaalde groep. De inrichting van het akkoord is in beginsel geheel vrij. De schuldenaar kan dus in principe zelf bepalen wat hij aan zijn schuldeisers en aandeelhouders aanbiedt.⁴⁰ Te denken valt aan een betaling van een percentage van de oorspronkelijke vordering of een *debt-for-equity swap*, waarbij schulden worden omgezet in aandelenkapitaal zonder dat een uitgiftebesluit dient te worden genomen door de algemene vergadering.⁴¹

Het akkoord komt slechts voor homologatie in aanmerking als de besluitvorming zuiver is geweest en de inhoud van het akkoord redelijk is.⁴² Een van de belangrijkste voorwaarden voor homologatie is dat schuldeisers en aandeelhouders in de gelegenheid zijn geweest om zich via een stemming in klassen over het akkoord uit te spreken. Om te waarborgen dat schuldeisers en aandeelhouders tot een weloverwogen beslissing kunnen komen verplicht art. 375 Fw de schuldenaar tot het overleggen van informatie over onder andere de financiële gevolgen van het akkoord per klasse en de waarde die gerealiseerd kan worden als het akkoord tot stand komt.⁴³

³⁵ Vriesendorp & Salah 2021, p. 40.

³⁶ Art. 370 lid 1 Fw.

³⁷ Art. 371 lid 1 Fw.

³⁸ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 8 (MvT).

³⁹ Boon 2021, p. 73.

⁴⁰ Ter Horst 2021, p. 6.

⁴¹ Mennens 2020, p. 490.

⁴² Art. 384 lid 2-4 Fw.

⁴³ Ourhris 2021, p. 25; *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 12 (MvT).

Ten aanzien van de stemming, verplicht art. 374 Fw de schuldenaar tot het maken van een klassenindeling indien sprake is van verschillende categorieën van schuldeisers en aandeelhouders.

2.2.3 Klassenindeling

De klassenindeling en de stemming in klassen zijn het kernelement van het dwangakkoord. Door de stemming kan een meerderheid een minderheid binden.⁴⁴ Deze meerderheidsstem krijgt waarde door degenen, die zich als groep (door hun vergelijkbare positie) uitlaten over het akkoord, in te delen in dezelfde stemcategorie.⁴⁵ Een juiste klassenindeling is van cruciaal belang, zo blijkt uit het feit dat onjuiste klassenindeling een weigeringsgrond is voor homologatie.⁴⁶

Schuldeisers en aandeelhouders moeten in verschillende klassen worden ingedeeld, '(...) als de rechten die zij bij vereffening van het vermogen van de schuldenaar in het 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.'⁴⁷ Kortom, uitgegaan wordt van de positie die schuldeisers en aandeelhouders hebben in een faillissement van de schuldenaar en de rechten die zij krijgen op basis van het akkoord.⁴⁸ Als schuldeisers en aandeelhouders een verschillende plek in de rangorde hebben, is in ieder geval geen sprake van een vergelijkbare positie. Hierbij kan gedacht worden aan verschillende klassen voor preferente schuldeisers, schuldeisers met eigendomsvoorbehoud, schuldeisers met een retentierecht en concurrente schuldeisers.⁴⁹ Ook is het mogelijk dat schuldeisers die wel dezelfde wettelijke of contractuele rangorde hebben, alsnog in verschillende klassen worden ingedeeld. De schuldenaar kan die klassen dan eventueel een verschillend aanbod doen, waarbij de ene klasse mogelijk wordt bevoordeeld ten opzichte van de andere klasse. Dit is echter alleen mogelijk als de minder bedeelde klasse met vereiste meerderheid instemt met het akkoord, of als er een redelijke grond bestaat voor de indeling in verschillende klassen en de minder bedeelde klasse daardoor niet in haar belang wordt geschaad.⁵⁰

⁴⁴ Bouts 2021, p. 48.

⁴⁵ Bouts 2021, p. 47.

⁴⁶ Art. 384 lid 2 sub c Fw.

⁴⁷ Art. 374 lid 1 Fw.

⁴⁸ Bouts 2021 p. 47.

⁴⁹ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 12 (MvT).

⁵⁰ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 12 (MvT).

Schuldeisers en aandeelhouders wier rechten worden gewijzigd, hebben stemrecht.⁵¹ Een klasse wordt geacht te hebben ingestemd met het akkoord als een groep van schuldeisers en/of aandeelhouders, die samen ten minste twee derden van de vorderingen of het kapitaal binnen de klasse vertegenwoordigen, heeft ingestemd.⁵²

2.2.4 Homologatie van het akkoord

Homologatie is mogelijk als ten minste één *in the money*-klasse – een klasse die in geval van faillissement een uitkering kan verwachten – met het akkoord instemt.⁵³ Het akkoord kan dan met dwang worden opgelegd aan de tegenstemmende schuldeisers of aandeelhouders binnen een voorstemmende klasse (een *cram down*) en de tegenstemmende klassen, een zogeheten *cross class cram down*.⁵⁴ Ter bescherming van de belangen van de gezamenlijke schuldeisers wordt automatisch een observator aangewezen in geval van een *cram down*. Een observator wordt alleen en pas dan aangewezen, mits niet eerder in de procedure een herstructureringsdeskundige of observator is aangesteld.⁵⁵

De rechtbank wijst het verzoek tot homologatie af als een van de algemene of aanvullende afwijzingsgronden zich voordoet. Dit kan de rechtbank doen op verzoek van een stemgerechtigde schuldeiser of aandeelhouder. De rechtbank kan het verzoek tot homologatie ook ambtshalve afwijzen, als sprake is van een algemene afwijzingsgrond.⁵⁶ De algemene afwijzingsgronden zien vooral op de vraag of het besluitvormingsproces zuiver is geweest. Daartoe is onder andere van belang of de klasseindeling op correcte wijze heeft plaatsgevonden, alle schuldeisers en/of aandeelhouders in de gelegenheid zijn gesteld om hun stem uit te brengen en het akkoord de benodigde informatie bevat.⁵⁷

De aanvullende afwijzingsgronden kunnen daarentegen alleen worden getoetst op verzoek van een tegenstemmende schuldeiser of aandeelhouder.⁵⁸ Met behulp van de aanvullende

⁵¹ Art. 381 lid 3 Fw.

⁵² Art. 381 lid 6; Art. 381 lid 7 Fw.

⁵³ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 15 (MvT).

⁵⁴ Pannevis 2019, p. 30. Hierna wordt voor het gemak de algemene term *cram down* gebezigd. Hiermee wordt zowel een *cram down* als een *cross class cram down* bedoeld.

⁵⁵ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 15 (MvT).

⁵⁶ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 16 (MvT).

⁵⁷ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 68 (MvT).

⁵⁸ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 69 (MvT).

afwijzingsgronden uit art. 384 lid 3 en 4 Fw wordt getoetst of het aangeboden akkoord redelijk is.⁵⁹ Hieronder wordt slechts stilgestaan bij de aanvullende afwijzingsgronden van lid 3 en lid 4 sub b:

- (i) De rechtbank kan een akkoord op verzoek van een individuele schuldeiser of aandeelhouder afwijzen, als alle klassen van stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders met het akkoord hebben ingestemd, maar de individuele schuldeiser of aandeelhouder zelf niet met het akkoord heeft ingestemd en door het akkoord in een slechtere positie terechtkomt dan in faillissement.⁶⁰ Als de individuele schuldeiser of aandeelhouder door het akkoord slechter af is dan in faillissement, wordt het akkoord onredelijk geacht.⁶¹ Dit wordt ook wel de *best interest of creditors*-test genoemd.
- (ii) Een schuldeiser of aandeelhouder, die is ingedeeld in een tegenstemmende klasse, kan een verzoek doen tot afwijzing van het akkoord, als hij meent dat de reorganisatiewaarde niet redelijk en eerlijk wordt verdeeld over de verschillende klassen van schuldeisers en aandeelhouders. Daarvan is in ieder geval sprake als ten nadele van de tegenstemmende schuldeiser wordt afgeweken van de wettelijke rangorde.⁶² Deze regel wordt de APR genoemd.

Als de rechter wordt gevraagd om over een homologatieverzoek te beslissen, is zijn positie zeer bepalend. De rechter moet beoordelen of de totstandkoming van het akkoord noodzakelijk is om faillissement te voorkomen en of het akkoord redelijk is.⁶³ Er wordt dus een grote verantwoordelijkheid aan de rechter toegekend ten aanzien van de beoordeling van het akkoord. Deze grote verantwoordelijkheid van de rechter blijkt ook uit de rechtspraak. Een voorbeeld hiervan is de uitspraak van de rechtbank Midden-Nederland van 18 januari 2023 ter homologatie van een akkoord waarvan de waarde substantieel lager ligt dan de reorganisatiewaarde. Volgens de aangewezen herstructureringsdeskundige is het aangeboden bedrag gebaseerd op het maximumbedrag dat financiers bereid zijn te verstrekken en wat de aandeelhouders en bank bereid zijn in te brengen. De rechtbank keurt het akkoord goed en overweegt daarbij dat van groot belang is dat alle schuldeisers van deze waardering op de

⁵⁹ Ourhris 2021, p. 29.

⁶⁰ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 69 (MvT).

⁶¹ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 17 (MvT).

⁶² Art. 384 lid 4 sub b BW.

⁶³ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 19 (MvT).

hoogte zijn en slechts één schuldeiser tegen het akkoord heeft gestemd.⁶⁴ Wel benadrukt de rechtbank dat hieruit niet de hoofdregel kan worden afgeleid dat de reorganisatiewaarde zomaar kan worden verlaten, als de rechter niet toekomt aan toetsing van de aanvullende afwijzingsgronden. Dit doet te veel afbreuk aan de APR als uitgangspunt van de WHOA.⁶⁵ Hiermee laat de rechtbank doorschemeren haarzelf een ruime discretionaire bevoegdheid toe te kennen ten aanzien de beoordeling van het akkoord in zijn geheel, ook al wordt geen verzoek tot weigering van homologatie ingediend door een tegenstemmende schuldeiser en/of aandeelhouder. Ook al wordt geen beroep gedaan op de aanvullende afwijzingsgronden van art. 384 lid 3 of lid 4 Fw, bestaat de kans dat de rechter een akkoord in zijn geheel toetst op grond van haar restbevoegdheid van art. 384 lid 2 sub i Fw.

2.3 De WHOA-Priority Rule

Uit de Herstructureringsrichtlijn volgt dat lidstaten de keuze hebben om binnen het systeem van een reorganisatieprocedure een APR of een Europese *relative priority rule* als voorrangregel te hanteren.⁶⁶ Een APR houdt in dat schuldeisers in een tegenstemmende klasse met dezelfde of gelijkwaardige rang, compensatie moeten krijgen als een klasse in een lagere rang volgens het plan enige betaling ontvangt of enig belang in de onderneming behoudt. Volgens de *relative priority rule* moeten niet-instemmende klassen van schuldeisers ten minste even gunstig worden behandeld als elke andere klasse van dezelfde rang en gunstiger dan een klasse in lagere rang.⁶⁷ Dit impliceert dat onder de *relative priority rule* wel van de wettelijke rangorde afgeweken kan worden, als een hogere klasse maar gunstiger wordt behandeld dan een lagere klasse.⁶⁸

Nederland heeft geopteerd voor de invoering van een APR, zo blijkt uit de memorie van toelichting.⁶⁹ Afwijkingen van de rangorde zijn in een WHOA-procedure onder omstandigheden echter toegestaan.⁷⁰ Te betogen valt dus dat de APR niet zozeer absoluut is. De regel wordt in de literatuur ook wel de *WHOA-priority rule* (hierna: WHOA-PR)

⁶⁴ Rb. Midden-Nederland, 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.8.

⁶⁵ Rb. Midden-Nederland, 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.8.

⁶⁶ Richtlijn (EU) 2019/1023, considerans 55.

⁶⁷ De Leo 2020, p. 283.

⁶⁸ Van Galen 2020, p. 205.

⁶⁹ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 17 (MvT).

⁷⁰ Art. 384 lid 4 sub b Fw.

genoemd.⁷¹ Hierna wordt daarom telkens gerefereerd aan de term WHOA-PR. Hoewel afwijkingen mogelijk zijn, wordt de APR in de rechtspraak toch als belangrijk uitgangspunt van de WHOA gezien.⁷²

Het homologatieverzoek wordt afgewezen als sprake is van een afwijking van de rangorde ten nadele van de klasse die niet heeft ingestemd met het akkoord, tenzij daarvoor een redelijke grond bestaat en de tegenstemmende schuldeisers of aandeelhouders daarmee niet in hun belang worden geschaad.⁷³ De WHOA-PR komt in beginsel pas aan de orde als door een tegenstemmende schuldeiser of aandeelhouder een verzoek wordt gedaan tot afwijzing van het akkoord. Bartstra e.a. schrijven hierover dat de voorrangregels dus slechts bepalen hoe een akkoord verdeeld moet worden indien een akkoord tegen de wil van de meerderheid van een of meerdere klassen schuldeisers verbindend wordt voor alle schuldeisers. Een akkoord waar alle klassen bij meerderheid mee hebben ingestemd kan de waarde van de vennootschap wel verdelen op een wijze die afwijkt van de wettelijke rangorde.⁷⁴

De hoofdregel luidt dat niet mag worden afgeweken van de wettelijke rangorde ten nadele van een tegenstemmende klasse. In beginsel heeft correcte toepassing van de voorrangregels tot gevolg dat laag gerangschikte schuldeisers en aandeelhouders (veelal) hun belang kwijtraken, omdat zij onderaan de rangorde staan bij verhaal op het vermogen van de vennootschap. Uitzondering op de hoofdregel is mogelijk als voor deze afwijking (i) een redelijke grond bestaat en (ii) de schuldeisers in een tegenstemmende klasse daardoor niet in hun belang worden geschaad.⁷⁵

Twee soorten afwijkingen van de rangorde zijn denkbaar. Ten eerste is het mogelijk om schuldeisers van gelijke rang in te delen in verschillende klassen en de ene klasse gunstiger te behandelen ten opzichte van de andere. Hierbij is sprake van een afwijking van *paritas creditorum* (gelijkheid van schuldeisers) waarbij schuldeisers van gelijke rang in beginsel een gelijke aanspraak hebben op het vermogen van de schuldenaar.⁷⁶ Volgens Bouts kan hiertoe een redelijke grond bestaan als afwijking noodzakelijk is om de reorganisatiewaarde te

⁷¹ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 100.

⁷² Rb. Midden-Nederland, 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.8.

⁷³ Art. 384 lid 4 sub b BW.

⁷⁴ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 97.

⁷⁵ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 101.

⁷⁶ Art. 2:377 BW.

realiseren.⁷⁷ Gedacht kan worden aan het toekennen van een betere positie aan bepaalde concurrente crediteuren, zoals handelscrediteuren, ten opzichte van andere concurrente crediteuren, omdat de onderneming niet voortgezet kan worden zonder deze groep crediteuren.⁷⁸ Ten tweede bestaat de mogelijkheid dat aan een hoger gerangschikte klasse onder het akkoord minder toekomt, ten gunste van een lager gerangschikte schuldeisersklasse.⁷⁹ In dit geval is er sprake van een rangwisseling. Wanneer sprake is van een redelijke grond om van de wettelijke rangorde af te wijken wordt in de memorie van toelichting zelf niet inzichtelijk gemaakt. In de literatuur staan drie scenario's om ten behoeve van aandeelhouders van de rangorde af te wijken ter discussie.

Ten eerste wordt bepleit dat het noodzakelijk kan zijn van de rangorde af te wijken om cruciale aandeelhouders binnen de vennootschap te behouden. Gedacht kan worden aan aandeelhouders met managementexpertise, zoals directeur-grotaandeelhouders, die noodzakelijk zijn voor voortzetting van de onderneming. Zonder afwijking van de rangorde zullen zij veelal hun aandelenbelang kwijtraken, waardoor zij mogelijk minder geneigd zijn mee te werken aan een akkoord. Afwijking van de rangorde is daarom noodzakelijk om te voorzien in een financiële prikkel en daarmee cruciale aandeelhouders te bewegen om mee te stemmen met het akkoord. Volgens Moulen Janssen wordt rechtvaardiging gevonden in het feit dat de reorganisatiewaarde niet kan worden gerealiseerd zonder betrokkenheid van deze aandeelhouders. Het idee is dat het toekennen van waarde aan aandeelhouders noodzakelijk is om het akkoord te reorganiseren. Daarom wordt gezegd dat de reorganisatiewaarde het bedrag is waarop deze waardetoekening aan de aandeelhouders al in mindering is gebracht. Schuldeisers worden dan niet benadeeld omdat het referentiepunt voor de reorganisatiewaarde de waarde van de onderneming na herstructurering is, waarop de waardetoekening aan cruciale aandeelhouders al in mindering is gebracht.⁸⁰

Ten tweede wordt het mogelijk geacht om van de rangorde af te wijken door de inbreng van nieuw kapitaal, de zogeheten *new value exception*. Hiervan is sprake als een aandeelhouder nieuw kapitaal inbrengt. Nieuwe financiering is veelal noodzakelijk voor herstructurering. De aandeelhouder koopt zichzelf eigenlijk opnieuw in, door nieuwe financiering in te brengen. Op

⁷⁷ Bouts 2021, p. 59.

⁷⁸ Bouts 2021, p. 59.

⁷⁹ Bouts 2021, p. 61.

⁸⁰ Moulen Janssen 2019, p. 837.

die manier behoudt hij een deel van zijn aandelenbelang.⁸¹ De rechtbank Midden-Nederland oordeelde in maart 2022 dat afwijking van de rangorde door middel van het inbrengen van nieuw aandelenkapitaal moet worden toegestaan als het aandelenbelang tegen marktconforme waarde is verkregen en de ingebrachte waarde noodzakelijk is voor een succesvolle reorganisatie.⁸² Het is echter maar de vraag of de *new value exception* als afwijking van de rangorde valt te kwalificeren, als onder het akkoord de mogelijkheid bestaat om tegen marktconforme waarde (opnieuw) een aandelenbelang te verkrijgen. Mijns inziens is slechts sprake van een afwijking van de rangorde, als deze mogelijkheid alleen geboden wordt aan bestaande aandeelhouders en andere partijen binnen het akkoord deze mogelijkheid níet krijgen. Er vindt dan namelijk bevoordeling plaats van bestaande aandeelhouders ten opzichte van andere partijen.

Ten derde kan mogelijk van de rangorde worden afgeweken door middel van gifting. Gifting is een vorm van afwijking van de rangorde waarbij een hoger gerangschikte (schuldeisers)klasse (een deel van) haar waarde afstaat aan een lager gerangschikte klasse van schuldeisers of aandeelhouders, opdat deze klasse haar belang niet verliest. Een tussenliggende schuldeisersklasse wordt daarbij overgeslagen. In de volgende paragraaf wordt nader ingegaan op gifting.

2.4 Gifting

Allereerst dient onderscheid gemaakt worden te worden tussen twee scenario's waarin gifting kan optreden:

- (i) Er is sprake van gifting en alle klassen stemmen in met het akkoord: aan de WHOA-PR wordt in beginsel niet getoetst. Partijen zijn in beginsel vrij het akkoord zelf vorm te geven. De mogelijkheid tot gifting staat dus niet ter discussie in de situatie waarbij alle klassen instemmen met het akkoord.
- (ii) Er is sprake van gifting en niet alle klassen stemmen in met het voorgestelde akkoord: de WHOA-PR treedt pas in werking indien een tegenstemmende schuldeiser of aandeelhouder binnen een tegenstemmende klasse een verzoek tot weigering van homologatie van het akkoord doet, omdat het akkoord onredelijk en

⁸¹ Moulen Janssen 2019, p. 837.

⁸² Rb. Midden-Nederland, 31 maart 2022, ECLI:NL:RBMNE:2022:1329, r.o. 4.47.

oneerlijk is. In deze situatie komt de vraag aan de orde of giftiging een redelijke grond voor afwijking van de rangorde oplevert.

Over de mogelijkheid tot het toestaan van giftiging als wenselijke afwijking van de wettelijke rangorde in een WHOA-procedure bestaat veel discussie. Het is de vraag of giftiging een gerechtvaardigde afwijking is van de rangorderegeling. Daarbij is het belangrijk om op te merken dat Nederland de zogeheten WHOA-PR hanteert: een APR waarbij afwijkingen mogelijk zijn. De discussie over het toestaan van giftiging strekt zich in beginsel uit tot gevallen waarin een beroep wordt gedaan op art. 384 lid 4 sub b Fw. Er kan pas beroep worden gedaan op art. 384 lid 4 sub b Fw als ten nadele van een tussenliggende klasse van de wettelijke of contractuele rangorde wordt afgeweken: alleen in dat geval is de WHOA-PR van toepassing en dient aan de redelijke grond-exceptie getoetst te worden. Als aan de redelijke grond-exceptie getoetst wordt, moeten twee vragen worden beantwoord, enerzijds of een redelijke grond voor de afwijking bestaat en anderzijds of tussenliggende klassen van schuldeisers niet in hun belangen worden geschaad. Giftiging lijkt op het eerste gezicht een uitzondering die de test kan doorstaan, mits aan deze voorwaarden wordt voldaan. De discussie is echter breder, want het is de vraag of giftiging daadwerkelijk strijd met de WHOA-PR oplevert. Mennens schrijft bijvoorbeeld dat giftiging geen discussie hoeft op te leveren zolang de tussenliggende klasse maar haar relatieve deel van de reorganisatiewaarde ontvangt. In dat geval vindt er namelijk geen benadeling plaats en kan geen beroep worden gedaan op art. 384 lid 4 sub b Fw. Aan toetsing van de redelijke grond-exceptie komt men in dat geval niet toe.⁸³

Voorstanders menen dat een reden om over te gaan tot giftiging het behoud van cruciale aandeelhouders kan zijn.⁸⁴ Bovendien staat het schuldeisers in principe vrij om te doen wat zij willen met de waarde die hen onder het akkoord toekomt.⁸⁵ Het overslaan van een tussenliggende klasse die daardoor niet volledig wordt voldaan (*class-skipping*), wordt gerechtvaardigd op basis van de veronderstelling dat klassen die worden overgeslagen *out of the money* zijn en daarom geen uitkering onder het akkoord kunnen verwachten.⁸⁶ Tussenliggende klassen worden zo niet benadeeld, is de redenatie.⁸⁷ In dat geval is er dus ook geen strijd met de WHOA-PR en komt men aan de toets van art. 384 lid 4 sub b Fw niet toe.

⁸³ Mennens 2017, p. 737.

⁸⁴ Moulen Janssen 2019, p. 838.

⁸⁵ Reumers 2021, p. 244.

⁸⁶ Bartstra, De Weijs & Jonkers 2020, p. 98.

⁸⁷ Moulen Janssen 2019, p. 838.

Deze redenatie houdt echter slechts stand als aan de overgeslagen klasse per definitie geen waarde toekomt onder het akkoord, maar dat is niet zomaar een gegeven. De waardering van de vennootschap verschilt namelijk per geval.

Volgens Bartstra e.a. kleven er grote bezwaren aan het toestaan van gifting. Het overslaan van een tussenliggende klasse kan volgens hen wel degelijk benadeling voor die klasse opleveren,⁸⁸ met als resultaat afwijking van de WHOA-PR. *Class-skipping* door middel van gifting kan slechts gerechtvaardigd worden als de waardering van de vennootschap te laag is om de tussenliggende klassen te voldoen. Een samenwerkende (senior) schuldeiser en aandeelhouder kunnen daarom gezamenlijk belang hebben bij een kunstmatig lage waardering van de vennootschap waarbij geen waarde toekomt aan de tussenliggende klassen.⁸⁹ Het toestaan van gifting kan zo dus misbruik in de hand werken. Het probleem is dat in een specifieke WHOA-procedure waarbij een tussenliggende *out of the money* klasse wordt overgeslagen door middel van gifting, niets aan de hand lijkt te zijn. Het is echter onmogelijk om te achterhalen of voorafgaand aan de WHOA-procedure informatie is achtergehouden en wat voor akkoord tot stand zou zijn gekomen zonder gifting. De mogelijkheid bestaat dus wel degelijk dat de overgeslagen klassen worden benadeeld,⁹⁰ maar dit is achteraf lastig te achterhalen. Daarbij nemen auteurs in overweging dat het behoud van aandeelhouders ook mogelijk kan zijn onder een restrictieve toepassing van de APR (in plaats van de flexibele WHOA-PR). De beslissing tot afwijking ligt dan bij de schuldeisers, die daartoe – indien wenselijk – met een meerderheid instemmen. Als de schuldeisers niet akkoord gaan, is het maar de vraag of er een redelijke grond bestaat voor afwijking van de rangorde.⁹¹

De uitspraak van de rechtbank Midden-Nederland op 18 januari 2023 werpt bovendien een interessant licht op de discussie. Hoewel afwijking van de rangorde door middel van gifting denkbaar is, bestaat de kans dat de rechter een verzoek tot homologatie toch afwijst op grond van haar restbevoegdheid.⁹² De rechtbank Midden-Nederland kent grote waarde toe aan de APR⁹³ als uitgangspunt van de WHOA en laat doorschemeren niet uit te sluiten aan de

⁸⁸ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 103.

⁸⁹ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 99.

⁹⁰ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 104.

⁹¹ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 103.

⁹² Art. 384 lid 2 sub i Fw.

⁹³ Bij beschrijving van de rangorderegeling onder de WHOA wordt telkens de term 'WHAO-PR' gebruikt, maar onder verwijzing naar de uitspraak van de rechtbank Midden-Nederland van 18 januari 2023 wordt aangesloten bij de terminologie uit deze uitspraak.

aanvullende afwijzingsgronden te toetsen, zelfs als géén verzoek tot afwijzing van het akkoord door een tegenstemmende klasse wordt gedaan. In de onderhavige situatie wordt de afwijking van de reorganisatiewaarde toch toegestaan. Daarbij speelt een rol dat aan de schuldeisers tijdig en duidelijk is uitgelegd dat het aan hen aangeboden bedrag afwijkt van de reorganisatiewaarde en dat slechts één schuldeiser tegen het akkoord heeft gestemd.⁹⁴ De onderbouwing en informatievoorziening zoals voorgeschreven in art. 375 Fw blijken dus belangrijke pijlers bij beoordeling van het akkoord. Daarbij wordt tevens in overweging genomen dat de meerderheid met het akkoord heeft ingestemd. Uit de Royal IHC uitspraak van de rechtbank Rotterdam blijkt eveneens dat instemming van de meerderheid van schuldeisers de toetsing van de rechtbank kan inkleuren. In deze uitspraak overweegt de rechtbank Rotterdam het volgende: ‘Daarbij wordt vooropgesteld dat een ruime meerderheid van de stemgerechtigde schuldeisers vóór het akkoord heeft gestemd, (...)’⁹⁵ Hoewel een rol toekomt aan instemming van de schuldeisers, sluit instemming van de meerderheid op zichzelf niet uit dat het akkoord in zijn geheel wordt beoordeeld op de algemene en aanvullende afwijzingsgronden.

Het is niet onmogelijk dat een verzoek tot homologatie van een akkoord, dat tot stand is gekomen met behulp van gifting, wordt beoordeeld tegen de achtergrond van de APR, zonder dat een beroep is gedaan op de afwijzingsgrond in art. 384 lid 4 sub b Fw. Het is opmerkelijk dat de rechtbank Midden-Nederland expliciet verwijst naar de APR, omdat de rangorderegeling onder de WHOA niet als zuiver absoluut beschouwd kan worden. Dit impliceert dat in de rechtspraak belang wordt gehecht aan strikte toepassing van de wettelijke voorrangsregels. De vraag is of deze opvatting dient te prevaleren in een situatie waarin de meerderheid wel degelijk heeft ingestemd met afwijking van de rangorde met behulp van gifting.

2.5 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is beschreven dat de discussie over gifting pas aan de orde komt bij een akkoord waarbij niet alle schuldeisers en/of aandeelhouders instemmen met het voorgelegde akkoord. Alleen op verzoek tot weigering van het akkoord aan de rechter, treedt de rangorderegeling in werking. Is dan sprake van een afwijking van de wettelijke rangorde ten nadele van de tegenstemmende klassen door middel van gifting, dan dient vervolgens beoordeeld te worden of deze afwijking een redelijke grond oplevert en de andere klassen van schuldeisers niet in hun belangen schaadt. Hoewel het denkbaar is dat afwijking van de rangorde met behulp van gifting

⁹⁴ Rb. Midden-Nederland, 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.7.

⁹⁵ Rb. Rotterdam, 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, r.o. 4.3.

mogelijk is op grond van art. 384 lid 4 sub b Fw, blijkt het niet onmogelijk dat een verzoek tot homologatie wordt afgewezen op grond van de restbevoegdheid van de rechter in het licht van de APR als belangrijk uitgangspunt van de WHOA. Het is daarom van belang om de wenselijkheid van giftiging als concept te onderzoeken.

Hoofdstuk 3 – De *Chapter 11*-procedure

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt aandacht besteed aan de werking van de *Chapter 11*-procedure. Daartoe wordt in paragraaf 3.2 stilgestaan bij de totstandkoming van een akkoord. In paragraaf 3.3 wordt nader ingegaan op de APR. Tot slot wordt in paragraaf 3.4 de ontwikkeling van gifting binnen de Amerikaanse rechtspraak geschetst en worden de voor- en nadelen genoemd. Er wordt afgesloten met een deelconclusie.

3.2 Totstandkoming van het akkoord volgens de *Chapter 11*-procedure

3.2.1 Reikwijdte

Faillissementszaken zijn geregeld in de *United States Bankruptcy Code 1978*. De Code voorziet in twee soorten procedures: liquidatie of reorganisatie. De procedure voor liquidatie is geregeld in *Chapter 7*. De reorganisatieprocedure is geregeld in *Chapter 11* en wordt daarom ook wel de *Chapter 11*-procedure genoemd.

In het Amerikaanse rechtssysteem bestaat veelal de voorkeur om een onderneming te reorganiseren in plaats van te liquideren.⁹⁶ Dit idee berust op de veronderstelling dat reorganisatie beter is voor zowel de betrokken partijen als de economie. Met behulp van reorganisatie is het namelijk mogelijk om de waarde van de bezittingen te maximaliseren en werkgelegenheid te behouden door een doorstart te bewerkstelligen.⁹⁷ De *Chapter 11*-procedure is dus vooral gericht op reorganisatie, maar kan ook gestart worden met als doel de activa van de onderneming te verkopen en daarmee een beter resultaat te behalen dan in faillissement. Naast rechtspersonen kunnen ook natuurlijke personen (zelfs als zij geen beroep of bedrijf uitoefenen) een beroep doen op de procedure, maar dit komt in de praktijk niet vaak voor.⁹⁸

⁹⁶ Tabb 2020, p. 1032.

⁹⁷ Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.1.

⁹⁸ Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.1.

3.2.2 Aanbieding van het akkoord

De procedure kan op twee manieren gestart worden. Het is mogelijk dat de schuldenaar vrijwillig een verzoek indient bij de *US Bankruptcy Court*.⁹⁹ De procedure kan ook gestart worden zonder medewerking van de schuldenaar door middel van het indienen van een verzoek door minimaal drie schuldeisers.¹⁰⁰ Een onmiddellijk gevolg van het indienen van het verzoek is de creatie van een boedel, oftewel *'the estate'*.¹⁰¹ De boedel bestaat uit alle goederen van de schuldenaar, onafhankelijk van het feit of die zich op dat moment in zijn macht bevinden.¹⁰² Gedurende de reorganisatieprocedure blijft de schuldenaar een zogeheten DIP die verantwoordelijk is voor het behoud van de boedel.¹⁰³ De schuldenaar blijft beschikkingsbevoegd om de onderneming voort te zetten.¹⁰⁴ Hij wordt daarbij beschermd door het beginsel van *automatic stay*, een direct gevolg van het starten van een reorganisatieprocedure.¹⁰⁵ Dit houdt in dat schuldeisers tijdens de procedure geen gebruik mogen maken van hun verhaalsrecht jegens de schuldenaar.

De bevoegdheden van de schuldenaar zijn echter niet onbegrensd. Tijdens de procedure staat de DIP wel degelijk onder toezicht. Dit toezicht wordt uitgeoefend door de rechter, een crediteurencommissie en eventueel een *examiner*. De hoofdregel luidt dat rechtbanken zich over het algemeen niet bemoeien met het oordeel van de schuldenaar als hij zakelijke beslissingen neemt, die binnen de normale bedrijfsvoering vallen.¹⁰⁶ Voor sommige handelingen of beslissingen heeft hij echter goedkeuring van de rechter nodig. Denk hierbij aan de verkoop van activa of het aantrekken van nieuwe financiering buiten de gewone bedrijfsuitvoering.¹⁰⁷ Naast toezicht door de rechter, wordt na aanvang van de procedure standaard een crediteurencommissie ingesteld. Deze crediteurencommissie wordt gehoord over elke beslissing die de rechter ten aanzien van de DIP dient te nemen. Tot slot kan een *examiner* worden aangewezen. Iedere belanghebbende kan om zijn benoeming verzoeken, maar de rechter kan hem ook ambtshalve aanstellen als hij dat in het belang van de crediteuren, aandeelhouders of boedel acht. Aanstelling van een *examiner* ontnemt de DIP niet zijn

⁹⁹ 11 U.S.C.A. § 301.

¹⁰⁰ 11 U.S.C.A. § 303; Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.6.

¹⁰¹ Tabb 2020, p. 397.

¹⁰² Tabb 2020, p. 398.

¹⁰³ Tabb 2020, p. 398.

¹⁰⁴ Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.8.

¹⁰⁵ 11 U.S.C.A § 362. Anders: Feeney Williamson & Stepan 2022, § 11.8.

¹⁰⁶ Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.8.

¹⁰⁷ Mennens 2020, p. 309.

beschikkingsbevoegdheid. De *examiner* fungeert als een onafhankelijke en neutrale toezichthouder,¹⁰⁸ enigszins vergelijkbaar met de observator onder de WHOA.

In het uiterste geval kan een *trustee* worden benoemd. Als een *trustee* wordt benoemd verliest de schuldenaar wél het beheer over zijn onderneming. De *trustee* kan worden benoemd bij verdenking van ‘(...) fraud, dishonesty, incompetence, or gross mismanagement of the affairs of the debtor by current management.’¹⁰⁹ Ook kan de rechter op basis van zijn discretionaire bevoegdheid een *trustee* benoemen, als hij dat in belang acht van de gezamenlijke crediteuren en aandeelhouders of de boedel.¹¹⁰

Het akkoord kan worden voorgelegd door zowel de schuldenaar als de schuldeisers en/of aandeelhouders. De schuldenaar heeft in beginsel 120 dagen lang het exclusieve recht om een akkoord voor te bereiden en voor te leggen aan partijen.¹¹¹ Pas als de schuldenaar niet binnen de eerste 120 dagen vanaf aanvang van de procedure een akkoord heeft ingediend, of een ingediend akkoord niet binnen 180 dagen is aanvaard, mogen andere belanghebbenden een akkoord indienen onder toezicht van een curator.¹¹²

Als een akkoord is ingediend, hebben de betrokken partijen ten minste 28 dagen de tijd om hun eventuele bezwaren daartegen in te dienen.¹¹³ Na het verstrijken van deze termijn vindt een hoorzitting plaats, waarop de rechter het akkoord toetst aan de hand van de vereisten van *Chapter 11*.¹¹⁴ Het verloop van de hoorzitting hangt af van de vraag of alle klassen met het akkoord hebben ingestemd. Hebben niet alle klassen met het akkoord ingestemd en zijn er bezwaren ingediend, dan vindt een zogeheten *contested confirmation hearing* plaats.¹¹⁵

¹⁰⁸ Mennens 2020, p. 310.

¹⁰⁹ 11. U.S.C.A. § 1104(a)(1).

¹¹⁰ 11 U.S.C.A. § 1104(a)(2).

¹¹¹ 11 U.S.C.A. § 1121 (b).

¹¹² 11. U.S.C.A. § 1121 (c).

¹¹³ Drake & Visser 2023, § 14.25.

¹¹⁴ Drake & Visser 2023, § 14.26.

¹¹⁵ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 98.

3.2.3 Voorwaarden voor homologatie

De inhoud van het akkoord is in beginsel vormvrij.¹¹⁶ Om voor homologatie in aanmerking te komen, dient het akkoord wel te voldoen aan een aantal voorwaarden.¹¹⁷ Een van die voorwaarden is dat het akkoord voorziet in een klassenindeling.¹¹⁸ Voorziet het akkoord niet in een juiste klassenindeling, dan resulteert dat in een weigeringsgrond voor homologatie.¹¹⁹ Het klassencriterium volgt uit § 1122: ‘(...) a plan may place a claim or an interest in a particular class only if such claim or interest is substantially similar to the other claims or interests of such class.’¹²⁰ Hieruit valt op te maken dat schuldeisers en aandeelhouders worden ingedeeld in dezelfde klasse, als zij vergelijkbare juridische posities hebben. Het artikel impliceert echter niet dat alle schuldeisers en aandeelhouders met een vergelijkbare juridische positie in dezelfde klasse moeten worden ingedeeld.¹²¹ Als schuldeisers en aandeelhouders binnen één en dezelfde klasse worden ingedeeld, dienen zij in ieder geval gelijk behandeld te worden.¹²²

Ook dient het akkoord te voorzien in een onderscheid tussen *impaired* en *non-impaired classes*.¹²³ Dit houdt in dat onderscheid gemaakt moet worden tussen klassen wier rechten gewijzigd worden en klassen wier rechten onder het akkoord behouden blijven. Dit is belangrijk, omdat alleen klassen wier rechten worden aangetast, stemrecht hebben. Ten aanzien van deze schuldeisers en/of aandeelhouders, dient het akkoord dan ook te voorzien in een specificatie van hun behandeling onder het akkoord. Hieraan is al voldaan als het akkoord voorziet in een betalingsplan aan deze schuldeisers en/of aandeelhouders.¹²⁴

Het akkoord kan pas gehomologeerd worden als aan de voorwaarden van § 1129 wordt voldaan.¹²⁵ Welke voorwaarden van toepassing zijn, is afhankelijk van de vraag of er sprake is van een akkoord dat met consensus of een *cram down* tot stand komt.¹²⁶ Voordat het akkoord inhoudelijk beoordeeld wordt op de *confirmation hearing* aan de hand van de vereisten van §

¹¹⁶ Tabb 2020, p. 1099.

¹¹⁷ 11 U.S.C.A. § 1123(a); Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.47.

¹¹⁸ 11 U.S.C.A. § 1123(a)(1).

¹¹⁹ Drake & Visser 2023, § 12.5.

¹²⁰ 11 U.S.C.A. § 1122 (a).

¹²¹ Bouts 2021, p. 53.

¹²² 11 U.S.C.A § 1123 (a)(4).

¹²³ Drake & Visser 2023, § 12.6.

¹²⁴ Drake & Visser 2023, § 12.6.

¹²⁵ Drake & Visser 2023, § 14.1.

¹²⁶ Drake & Visser 2023, § 14.1.

1129, vindt eerst een *disclosure statement hearing* plaats.¹²⁷ Het akkoord dient namelijk te voldoen aan de zogeheten *pre-conditions* voordat het überhaupt voor homologatie in aanmerking komt.¹²⁸ De *pre-conditions* houden in dat het akkoord een juiste klasseindeling op grond van § 1123 dient te bevatten, en voldoet aan alle informatievereisten gesteld in § 1125. Deze informatievereisten moeten worden samengevat in het *disclosure statement*. Voordat het plan namelijk in stemming kan worden gebracht moet de aanbieder van het akkoord het *disclosure statement* voorleggen aan de rechtbank. Aan de hand van dit *statement* beoordeelt de rechtbank of de schuldeisers genoeg informatie hebben waarop zij hun stem kunnen baseren.¹²⁹ Daarna kan pas de stemming plaatsvinden en kan het akkoord inhoudelijk beoordeeld worden op de *confirmation hearing* aan de hand van de vereisten van § 1129.

3.2.3.1 Acceptance method

Een akkoord kan alleen zonder *cram down* tot stand komen als (i) elke klasse haar rechten onder het akkoord behoudt of (ii) als elke klasse met het akkoord heeft ingestemd.¹³⁰ Een schuldeisersklasse wordt geacht het akkoord te hebben aanvaard als het plan is aangenomen door een groep schuldeisers, die samen ten minste twee derde van het bedrag én meer dan de helft van het aantal vorderingen van de klasse vertegenwoordigt.¹³¹ Een aandeelhoudersklasse wordt geacht het akkoord te hebben aanvaard als een groep aandeelhouders, die gezamenlijk ten minste twee derde van de totale aandelenbelangen binnen de klasse vertegenwoordigt, heeft ingestemd.¹³²

Als alle klassen voor het akkoord stemmen, dan dient het akkoord te voldoen aan alle vereisten van § 1129(a).¹³³ De Amerikaanse rechter heeft in elke procedure de verplichting om ambtshalve na te gaan of het akkoord voldoet aan alle voorwaarden van § 1129, onafhankelijk van het feit of er bezwaar is gemaakt tegen het verzoek tot verbindendverklaring.¹³⁴

¹²⁷ Bosch, Damsteegt-Molier & de Vos 2020, p. 337.

¹²⁸ Drake & Visser 2023, § 14.2; Bosch, Damsteegt-Molier & de Vos 2020, p. 337.

¹²⁹ Bosch, Damsteegt-Molier & de Vos 2020, p. 337.

¹³⁰ Tabb 2020, p. 1109.

¹³¹ Drake & Visser 2023, § 13.15.

¹³² Drake & Visser 2023, § 13.15.

¹³³ Drake & Visser 2023, § 14.1.

¹³⁴ Drake & Visser 2023, § 14.1.

Daarnaast geldt, ter bescherming van individuele tegenstemmende schuldeisers en/of aandeelhouders, de *best interest of creditors*-test.¹³⁵ Dit houdt in dat voor elke individuele, tegenstemmende schuldeiser en/of aandeelhouder wier rechten worden gewijzigd, moet worden nagegaan of hij onder het akkoord niet slechter af is, dan het geval zou zijn geweest als liquidatie zou hebben plaatsgevonden.¹³⁶

Opmerkelijk is dat in de Amerikaanse procedure dus altijd aan de *best interest of creditors*-test getoetst wordt als individuele schuldeisers of aandeelhouders tegen het akkoord hebben gestemd. Deze bescherming komt toe aan elke tegenstemmende individuele schuldeiser en/of aandeelhouder – ook al komt het akkoord door middel van consensus tot stand. Dit verschilt wezenlijk van de WHOA-procedure. Hier komt de *best interest of creditors*-test pas aan de orde als een tegenstemmende schuldeiser of aandeelhouder een verzoek tot weigering van homologatie indient.

3.2.3.2 Cram down method

Stemmen niet alle klassen in met het akkoord, dan kan het akkoord alsnog tegen de wil van de tegenstemmende klasse(n) gehomologeerd worden door middel van de zogeheten *cram down method*.¹³⁷ Het akkoord kan pas gehomologeerd worden als ten minste één klasse schuldeisers wier rechten wordt aangetast, heeft ingestemd met het akkoord en het akkoord aan alle overige vereisten van § 1129(a) voldoet.¹³⁸ Buiten toepassing blijft de eis uit § 1129 (a)(8), dat alle klassen wier rechten worden aangetast met het akkoord moeten hebben ingestemd, omdat het akkoord simpelweg niet door middel van consensus tot stand komt.¹³⁹ In plaats daarvan dient het akkoord aan additionele vereisten te voldoen.

Homologatie kan dan pas plaatsvinden als het akkoord zowel voldoet aan de *no unfair discrimination*- als aan de *fair and equitable*-toets.¹⁴⁰ Het doel van deze additionele vereisten is om ervoor te zorgen dat de tegenstemmende klassen niet onredelijk worden behandeld onder het akkoord.¹⁴¹ Deze toetsen vinden plaats ten aanzien van de tegenstemmende klassen van

¹³⁵ 11 U.S.C.A. § 1129(a)(7).

¹³⁶ Drake & Visser 2023, § 14.11.

¹³⁷ Drake & Visser 2023, § 14.14.

¹³⁸ Tabb 2020, p. 1136.

¹³⁹ Drake & Visser 2023, § 14.4.

¹⁴⁰ Bouts 2021, p. 54.

¹⁴¹ Feeney, Williamson & Stepan 2022, §11.64.

schuldeisers en/of aandeelhouders, wier rechten onder het akkoord worden gewijzigd.¹⁴² Deze toetsen zijn dus niet van toepassing op individuele schuldeisers en aandeelhouders.¹⁴³ De *no unfair discrimination*-toets is een horizontale toets en houdt in dat iedere tegenstemmende klasse ten minste hetzelfde dient te ontvangen als elke andere klasse met dezelfde rang.¹⁴⁴ Verschillen tussen gelijkwaardige klassen kunnen echter toelaatbaar zijn, mits een rechtvaardiging voor de ongelijke behandeling bestaat. De bewijslast ligt dan bij degene die het plan voorlegt.¹⁴⁵ Daarnaast dient het plan *fair and equitable* te zijn. Voor die beoordeling dient een onderscheid gemaakt te worden tussen gecureerde schuldeisers, ongecureerde schuldeisers en aandeelhouders. Ten aanzien van gecureerde schuldeisers is het akkoord *fair and equitable*, als zij niet minder ontvangen dan de liquidatiewaarde van het onderpand of hun verhaalsrecht op het onderpand behouden. Voor de klasse van ongecureerde schuldeisers of aandeelhouders geldt dat aan het vereiste voldaan is, als zij volledig wordt voldaan of uit hoofde van haar vordering/aandelenbelang goederen ontvangt waarvan de waarde gelijk is aan het bedrag van de vordering/het aandelenbelang. Als zij niet volledig wordt voldaan, geldt als alternatief dat geen waarde dient toe te komen aan een lager gerangschikte klasse.¹⁴⁶ Laatstgenoemde toets wordt ook wel de APR genoemd.

3.3 Absolute priority rule

Het begrip APR is niet als zodanig gedefinieerd in de *US Bankruptcy Code*, maar maakt onderdeel uit van de *fair and equitable*-toets. Het houdt in dat een lager gerangschikte klasse geen waarde onder het akkoord toekomt, als een hoger gerangschikte klasse niet volledig wordt voldaan.¹⁴⁷ Dit is inmiddels gecodificeerd in § 1129 (b)(2)(B)(ii). Een akkoord dat niet voldoet aan de APR kan niet gehomologeerd worden zonder instemming van de schuldeisers.¹⁴⁸ Belangrijk om te benadrukken is dat de APR wordt toegepast vanuit het perspectief van een tegenstemmende klasse. Daarom wordt de regel volgens Tabb ook wel een relatieve prioriteitsregel genoemd,¹⁴⁹ hetgeen hij illustreert met het volgende voorbeeld: er zijn vier klassen, die gerangschikt worden van één (hoogste in de rangorde) tot vier (laagste in de

¹⁴² Drake & Visser 2023, § 14.15.

¹⁴³ Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.64.

¹⁴⁴ Drake & Visser 2023, § 14.15.

¹⁴⁵ Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.64.

¹⁴⁶ Drake & Visser 2023, § 14.16.

¹⁴⁷ Norton & Haines 2023, § A05.

¹⁴⁸ Drake & Visser 2023, § 14.23.

¹⁴⁹ Tabb 2020, p. 1165.

rangorde). Als de derde klasse in de rangorde (3) tegen het akkoord stemt, zou de eerste klasse (1) nog steeds een deel van zijn waarde mogen schenken aan de tweede klasse (2). Er mag echter geen waarde toe komen aan de laagste klasse in de rangorde (4), zonder dat de derde klasse volledig is voldaan.¹⁵⁰

Bartstra e.a. omschrijven de APR als de meest fundamentele regel in het Amerikaanse recht.¹⁵¹ De regel werd al voor het eerst toegepast in 1913 in de uitspraak *Northern Pacific Railway Co./Boyd*. Dit betrof een herstructureringsakkoord van een spoorwegbedrijf waarin de originele aandeelhouders en de obligatiehouders afspraken dat het spoorwegbedrijf werd verkocht aan een ander bedrijf waarin de aandeelhouders een belang hadden, terwijl een ongesecureerde schuldeiser onbetaald bleef. Het *US Supreme Court* oordeelde als volgt: ‘(...) Any device, whether by private contract or judicial sale under consent decree, whereby stockholders were preferred before the creditor, was invalid. (...) The invalidity of the sale flowed from the character of the reorganization agreement regardless of the value of the property, for in cases like this, the question must be decided according to a fixed principle, not leaving the rights of the creditors to depend upon the balancing of evidence as to whether, on the day of sale, the property was insufficient to pay prior encumbrances’.¹⁵² Zo ontstond het zogeheten *fixed principle*. Volgens dit principe mocht aan aandeelhouders geen waarde onder een akkoord toekomen, tenzij de schuldeisers eerst volledig werden voldaan. Aan de uitspraak *Case v. Los Angeles Lumber Products co.* (hierna: *Case*) uit 1939 ontleende de APR voor het eerst zijn naam.¹⁵³ De uitspraken leidden ertoe dat het principe frequent werd toegepast. Rechtbanken benadrukten bovendien dat de regel strikt diende te worden nageleefd.¹⁵⁴ Vóór herziening van de *US Bankruptcy Code* verbood de APR als onderdeel van de *fair and equitable*-toets zelfs afwijkingen van de rangorde als schuldeisers daarmee bij meerderheid instemden.¹⁵⁵ In het huidige systeem wordt de APR pas getoetst als een akkoord tot stand komt door middel van de *cram down method*. Bartstra e.a. schrijven hierover dat in Amerikaanse procedures zoveel mogelijk wordt getracht om reorganisaties te realiseren op basis van *consensual plans*.¹⁵⁶ Als

¹⁵⁰ Tabb 2020, p. 1166.

¹⁵¹ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 97.

¹⁵² US Supreme Court, April 28, 1913, 228 U.S. 482 (*Northern Pacific Railway Co./Boyd*), r.o. 504-505.

¹⁵³ US Supreme Court, November 6, 1939, 308 U.S. 106 (*Case v. Los Angeles Lumber Products co.*), r.o. 117; Friedman & Douglas 2005, p. 430.

¹⁵⁴ Friedman & Douglas 2005, p. 430.

¹⁵⁵ US Supreme Court, November 6, 1939, 308 U.S. 106 (*Case v. Los Angeles Lumber Products co.*), r.o. 114; Friedman & Douglas 2005, p. 431.

¹⁵⁶ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 98.

het akkoord namelijk tot stand moet komen op basis van de *cram down method* worden meer proceskosten gemaakt, duurt de procedure langer en bestaat meer risico op imagoschade. Deze procedure gaat gepaard met een kostbare waardering van de onderneming. Daarom wordt gesuggereerd dat de APR in de praktijk niet vaak wordt toegepast.¹⁵⁷

Hoewel de APR een fundamentele regel is binnen de Amerikaanse herstructureringspraktijk, worden uitzonderingen in de praktijk (beperkt) mogelijk geacht. Een van die uitzonderingen is de *new value exception*. Met behulp van de *new value exception* wordt door bestaande aandeelhouders een kapitaalinjectie gedaan, zodat zij onder het akkoord hun aandelenbelang kunnen behouden. In *Kansas City Terminal Railway Co. v Central Union Trust Co.* overwoog de rechtbank voor het eerst dat het inbrengen van nieuwe middelen voor een succesvolle reorganisatie noodzakelijk kan zijn. Zij erkende dat aandeelhouders daartoe kunnen worden bewogen, door hen in ruil voor het inbrengen van nieuw kapitaal hun aandelenbelang te laten behouden onder het akkoord.¹⁵⁸ In *Case* werd voor het eerst een raamwerk voor de zogeheten *new value exception* geschetst. In deze uitspraak werd onder het voorgelegde akkoord waarde toegekend aan de bestaande aandeelhouders, in ruil voor hun bijdrage in de vorm van managementexpertise. Opvallend is dus, dat hier geen sprake was van een nieuwe kapitaalinjectie.¹⁵⁹ Precies om die reden werd homologatie geweigerd. Volgens de rechtbank kon de *new value exception* alleen van toepassing zijn als het belang dat de aandeelhouder onder het akkoord verkrijgt, is gebaseerd op het bedrag dat hij inbrengt. Daarnaast moet de kapitaalinjectie daadwerkelijk noodzakelijk zijn voor reorganisatie.¹⁶⁰ Hoewel *Case* voorzag in een raamwerk voor de *new value exception* onder de oude *Bankruptcy Act*, heeft de *US Supreme Court* de uitzondering onder de herziene *US Bankruptcy Code* nog nooit erkend.¹⁶¹ In het rapport van het *American Bankruptcy Institute* (hierna: ABI) uit 2014 is echter wel het voorstel opgenomen om de *new value exception* te codificeren.¹⁶² Het ABI is een organisatie bestaande uit faillissementsprofessionals.¹⁶³ De studie uit 2014 is verricht door een commissie bestaande uit verschillende juridische en financiële adviseurs, vertegenwoordigers uit de rechterlijke

¹⁵⁷ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 98.

¹⁵⁸ US Supreme Court, June 1, 1926, 271 U.S. 445 (*Kansas City Terminal Railway Co. et al. v Central Union Trust Co. of New York et al.*), r.o. 455.

¹⁵⁹ US Supreme Court, November 6, 1939, 308 U.S. 106 (*Case v. Los Angeles Lumber Products co.*), r.o. 112-113.

¹⁶⁰ Tabb 2020, p. 1179.

¹⁶¹ Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.66.

¹⁶² Harner 2014, p. 224.

¹⁶³ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 98.

macht en academici.¹⁶⁴ Bevindingen van het ABI zijn van grote waarde voor de Amerikaanse herstructureringspraktijk, vanwege de politieke invloed en betrokkenheid van het instituut. Het ABI presenteert dan ook regelmatig haar bevindingen aan het Congres. Ook het rapport uit 2014 is door het Congres in overweging genomen, hetgeen zelfs heeft geleid tot invoering de *Small Business Reorganization Act*.¹⁶⁵ Deze wet voorziet in een uitzondering op de APR bij kleine ondernemingen waarbij het noodzakelijk is om de aandeelhouder betrokken te houden bij de onderneming, teneinde een succesvolle reorganisatie te bewerkstelligen. Dit afwijkende regime geldt slechts onder specifieke voorwaarden.¹⁶⁶ Aangezien deze regeling slechts in zeer specifieke omstandigheden van toepassing is, strekt het voor dit onderzoek te ver om hier nader op in te gaan.

Tot slot wordt in de praktijk de mogelijkheid tot gifting bepleit. Over de mogelijkheid tot gifting bestaat veel verdeeldheid. Zelfs in de rechtspraak bestaat geen eenduidigheid. Daarom is het noodzakelijk om eerst een kort overzicht te schetsen van de belangrijkste rechtspraak ten aanzien van gifting, alvorens over te gaan op de praktische voor- en nadelen van het fenomeen.

3.4 Gifting

De discussie over gifting is veelzijdig. Enerzijds bestaat discussie over de vraag of gifting binnen de reikwijdte van de APR valt, anderzijds bestaat discussie over de vraag of gifting daarop een uitzondering moet zijn.¹⁶⁷ Voorstanders van gifting menen dat gifting überhaupt geen schending van de APR oplevert. Dit baseren zij op de tekst van § 1129(b)(2)(B)(ii), die luidt als volgt: ‘(...) 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’.¹⁶⁸ Het betreft de interpretatie van de woorden ‘*on account of*’ en ‘*property*’. Zo wordt gezegd dat als een schuldeiser waarde schenkt aan een aandeelhouder, aan deze aandeelhoudersklasse geen waarde toekomt op basis van haar bestaande aandelenbelang (‘*on account of*’), maar op basis van de daarmee bewerkstelligde voortdurende betrokkenheid bij de

¹⁶⁴ Tollenaar 2016, p. 141.

¹⁶⁵ ‘American Bankruptcy Institute’, insol.org.

¹⁶⁶ Bartsta, de Weijs & Jonkers 2020, p. 98.

¹⁶⁷ Beni Driss 2019, p. 45.

¹⁶⁸ U.S.C.A. § 1129(b)(2)(B)(ii).

onderneming.¹⁶⁹ Daarnaast menen zij dat de waarde die de schuldeiser onder het akkoord toekomt, niet zou toebehoren aan de *property of the estate* (de boedel), maar aan het vermogen van de schuldeiser zelf.¹⁷⁰ Zodoende luidt het argument dat de schuldeiser mag doen wat hij wenst met hetgeen hem onder het akkoord toekomt.¹⁷¹ Een analyse van de Amerikaanse jurisprudentie laat echter zien dat buiten twijfel staat dat gifting een schending van de APR oplevert. Daartoe is het noodzakelijk om eerst de belangrijkste uitspraken in chronologische volgorde weer te geven.

Aan de uitspraak *SPM Manufacturing Corp* (hierna: *SPM*) wordt de mogelijkheid tot gifting ontleend. Hier ging het om een geseceerde schuldeisersklasse die een *sharing arrangement* sloot met een ongesecureerde schuldeisersklasse om de opbrengsten die voortkwamen uit reorganisatie te verdelen. Al snel bleek dat de onderneming niet levensvatbaar was, en werd de *Chapter 11*-procedure omgezet naar een liquidatieprocedure op grond van *Chapter 7*.¹⁷² In deze procedure probeerden de schuldeisers de aangewezen curator ertoe te bewegen de liquidatieopbrengsten alsnog te verdelen conform de *sharing arrangement*. De rechtbank ging hier echter niet in mee, omdat ongesecureerde schuldeisers werden betaald, voordat preferente belastingschulden werden voldaan.¹⁷³ In hoger beroep werd dit oordeel tenietgedaan. De gift van de geseceerde schuldeiser aan de ongesecureerde schuldeisersklasse zou voortkomen uit eigen middelen. Een geseceerde schuldeiser heeft namelijk het recht om zich buiten de liquidatieprocedure te verhalen op het goed waar een zekerheidsrecht op rust en dat goed behoort daarom niet tot de boedel.¹⁷⁴ Bovendien zou aan de belastingschuldeisers zonder de *sharing arrangement* ook al niets toekomen, omdat alle waarde conform de rangorde al in zijn geheel aan de geseceerde schuldeiser zou toekomen.¹⁷⁵ De *First Circuit* oordeelde als volgt: ‘creditors are generally free to do whatever they wish with the bankruptcy dividends they receive, including to share them with other creditors’.¹⁷⁶ In de literatuur wordt dit ook wel het

¹⁶⁹ US Supreme Court, March 7, 1988, 108 S.Ct. 963 (*Norwest Bank Worthington v. Ahlers*), r.o. 204.

¹⁷⁰ Timm 2013, p. 1656.

¹⁷¹ Friedman & Douglas 2005, p. 427.

¹⁷² US Court of Appeals for the First Circuit, January 21, 1993, 984 F.2d 1306 (*In re SPM Manufacturing Corp.*), p. 1308-09.

¹⁷³ US Court of Appeals for the First Circuit, January 21, 1993, 984 F.2d 1306 (*In re SPM Manufacturing Corp.*), p. 1309.

¹⁷⁴ Timm 2013, p. 1656.

¹⁷⁵ US Court of Appeals for the First Circuit, January 21, 1993, 984 F.2d 1306 (*In re SPM Manufacturing Corp.*), p. 1312.

¹⁷⁶ US Court of Appeals for the First Circuit, January 21, 1993, 984 F.2d 1306 (*In re SPM Manufacturing Corp.*), p. 1313.

property rights argument genoemd:¹⁷⁷ schuldeisers zijn vrij om te doen wat zij willen met de waarde die hen onder het akkoord toekomt.

Dit argument leende zich in de praktijk om geseceerde schuldeisers – binnen de *Chapter 11*-procedure – toe te staan, waarde te schenken aan klassen schuldeisers en/of aandeelhouders die anders niets onder het akkoord zouden verkrijgen. Het argument is zelfs naar analogie toegepast in een situatie waarin een ongesecerde schuldeisersklasse een deel van haar waarde afstond aan een lager gerangschikte ongesecerde schuldeisersklasse.¹⁷⁸ De kritische lezer zal zich echter afvragen of deze uitspraak giftig wel toestaat binnen een *Chapter 11*-context. Deze uitspraak werd namelijk gewezen in een liquidatiecontext, waarin de rechter niet gebonden is aan de strikte vereisten van § 1129 en dus niet toekomt aan toetsing van de APR.¹⁷⁹

Aan de giftig-praktijk leek in 2005 al snel een einde gemaakt te worden door het oordeel in *re Armstrong World Industries*. Het reorganisatieplan omvatte een schenking van een ongesecerde schuldeisersklasse aan een aandeelhoudersklasse, waardoor de concurrente schuldeisers overgeslagen werden.¹⁸⁰ De *Third Circuit* oordeelde dat dit een schending van de APR opleverde en benadrukte zelfs dat giftig in zijn algemeenheid geen uitzondering daarop oplevert.¹⁸¹ Opvallend is dat het in deze situatie ging om een schenking van een ongesecerde schuldeisersklasse. Op basis van *SPM* werd bepleit dat giftig nog steeds mogelijk zou kunnen zijn voor geseceerde schuldeisersklassen,¹⁸² op basis van de premisse dat het eigendomsrecht van een geseceerde schuldeisers veelomvattender is: een geseceerde schuldeiser kan zich namelijk buiten de boedel om op de opbrengst verhalen.¹⁸³

In 2010 stond de rechtbank in de uitspraak *DBSD North America Inc.* opvallend genoeg toe dat een senior schuldeisersklasse onder het reorganisatieakkoord een waarde van ruim \$ 100 miljoen schonk aan de aandeelhouders.¹⁸⁴ De rechtvaardiging ontleende de rechtbank aan *SPM*: de giftig-doctrine zou niet onder de APR vallen, omdat de regels van *Chapter 11* alleen

¹⁷⁷ Timm 2013, p. 1656.

¹⁷⁸ Friedman & Douglas 2005, p. 432.

¹⁷⁹ Timm 2013, p. 1656.

¹⁸⁰ US Court of Appeals for the Third Circuit, December 29, 2005, 432 F.3d 507 (*In re Armstrong World Industries, Inc.*), p. 509.

¹⁸¹ US Court of Appeals for the Third Circuit, December 29, 2005, 432 F.3d 507 (*In re Armstrong World Industries, Inc.*), p. 514.

¹⁸² Dandeneau 2011, p. 524.

¹⁸³ Timm 2013, p. 1657.

¹⁸⁴ US Bankruptcy Court New York, October 26, 2009, 419 B.R. 179, (*In re DBSD North America, Inc.*), r.o. 11.

werking hebben als de goederen behoren tot *property of the estate*.¹⁸⁵ In hoger beroep werd dit vonnis vernietigd om de volgende redenen: ten eerste verwierp het *Second Circuit* het argument dat de aandeelhouder de waarde niet verkreeg op basis van zijn bestaande aandelenbelang, maar op basis van zijn voortdurende betrokkenheid bij de onderneming en overwoog als volgt: ‘The existing shareholder received its property “because of,” and thus “on account of,” its prior interest, for the same reasons set forth above’.¹⁸⁶ Dat er ook andere redenen kunnen zijn om een aandeelhouder waarde toe te bedelen onder het akkoord, doet daar niet aan af – de gift valt binnen de werking van de APR.¹⁸⁷ Ten tweede werd geoordeeld dat aan *SPM* niet het argument ontleend kon worden dat er een mogelijkheid tot gifting bestond, aangezien deze uitspraak ging over een *Chapter 7*-procedure waarop de regels van *Chapter 11* niet van toepassing zijn.¹⁸⁸ Opvallend is dat benoemd werd dat er wel degelijk voordelen kleven aan het toestaan van gifting. De appèlrechter erkende namelijk dat gifting kan bijdragen aan een efficiënte procedure, door middel van het bewerkstelligen van medewerking van aandeelhouders. Zonder de gift zou namelijk risico bestaan op *hold-out behaviour*: ontevreden aandeelhouders zouden dan mogelijk tegen het voorgelegde akkoord stemmen, om het proces te rekken. De appèlrechter benadrukte daarbij dat de APR juist is ontworpen om te voorkomen dat een senior klasse een deel van zijn waarde afstaat aan een junior klasse, zonder toestemming van de tussenliggende klasse. De appèlrechter meende daarom dat het reorganisatieplan in eerste instantie onterecht is goedgekeurd en de APR strikt toegepast had dienen te worden.¹⁸⁹

Een analyse van de jurisprudentie laat geen ander oordeel dan dat gifting in strijd is met de APR. Dit zegt nog niets over de vraag of het wenselijk is om gifting te codificeren.

Een veel gehoord argument voor het toestaan van gifting is het efficiëntieargument, zoals aangehaald door de appèlrechter in *DBSD*. Friedman & Douglas benadrukken eveneens dat een schenking het makkelijker maakt om een consensueel plan te bewerkstelligen, waarbij een *cram down* – met een daarmee gepaard gaande *contested confirmation hearing* – kan worden

¹⁸⁵ US Bankruptcy Court New York, October 26, 2009, 419 B.R. 179, (*In re DBSD North America, Inc.*), r.o. 12-13.

¹⁸⁶ US Court of Appeals for the Second Circuit, December 6, 2010, 634 F.3d 79 (*In re DBSD North America, Inc.*), r.o. 13.

¹⁸⁷ US Court of Appeals for the Second Circuit, December 6, 2010, 634 F.3d 79 (*In re DBSD North America, Inc.*), r.o. 14.

¹⁸⁸ US Court of Appeals for the Second Circuit, December 6, 2010, 634 F.3d 79 (*In re DBSD North America, Inc.*), r.o. 14.

¹⁸⁹ US Court of Appeals for the Second Circuit, December 6, 2010, 634 F.3d 79 (*In re DBSD North America, Inc.*), r.o. 15.

voorkomen. Volgens Friedman & Douglas zou de junior klasse zonder een gift namelijk een prikkel hebben om tegen het akkoord te stemmen en te gaan procederen. Het gevolg daarvan is een tijdrovende procedure voor de rechter, die gepaard gaat met een verplichte waardering van de vennootschap door een deskundige. Het kan dus wel degelijk ook in het belang van senior schuldeisers zijn om een deel van de waarde op te geven om een consensueel akkoord te bewerkstelligen.¹⁹⁰ De waarde van dit argument is mijns inziens relatief. De redenatie gaat namelijk niet op als een tussenliggende klasse tegen het akkoord stemt. Dan treedt de APR in werking en vindt alsnog een *contested confirmation hearing* plaats.

Daarnaast kan een aandeelhouder onmisbaar zijn voor het voortzetten van de onderneming na reorganisatie, bijvoorbeeld door zijn managementexpertise. Interessant daarbij is de overweging van Brubaker, die meent dat het achteraf onmogelijk is om te achterhalen waarom de gift heeft plaatsgevonden. Is dat omdat de aandeelhouder daadwerkelijk onmisbaar was, of slechts omdat hij dreigde met procederen?¹⁹¹

Tevens wordt gezegd dat het een fundamenteel recht van de schuldeiser is, om vrij te beschikken over de waarde die hem toekomt onder het akkoord.¹⁹² Dit wordt verdedigd met het *property rights*-argument, maar analyse van de jurisprudentie laat zien dat dit argument binnen de rechtspraak niet geaccepteerd wordt. Op basis van geldend recht houdt dit argument inderdaad geen stand. De waarde die een schuldeiser op basis van het akkoord verkrijgt, behoort toe aan de boedel. Dit is zelfs het geval bij een geseceerde klasse. Activa behoren tot het vermogen van de schuldenaar (en dus tot de boedel), ook als hier een zekerheidsrecht op rust.¹⁹³ Een faillissementsprocedure doet namelijk niets af aan het eigendomsrecht van de schuldenaar op zijn goederen. Daar valt tegenin te brengen dat de schuldeiser recht heeft op nakoming van zijn vordering. Deze waarde wordt vertegenwoordigd door het onderpand. Een geseceerde schuldeiser kan zich zelfs buiten de schuldenaar om verhalen op de waarde van het onderpand. Hoewel de schuldeiser recht heeft op de onderliggende waarde van het onderpand ter grootte van zijn vordering, maakt dit hem nog geen juridisch eigenaar. In de meeste gevallen zal de schuldeiser ook niet als economisch eigenaar aangemerkt kunnen worden. Er is pas sprake van economisch eigendom, als het goed zich bevindt in de macht van de schuldeiser.¹⁹⁴ Bij een

¹⁹⁰ Friedman & Douglas 2005, p. 436.

¹⁹¹ Tabb 2020, p. 1167.

¹⁹² Friedman & Douglas 2005, p. 427.

¹⁹³ Dizengoff 2017, p. 803-804.

¹⁹⁴ Asser/Bartels & Van Velten 5 2017/16.

vuistloos pand zal hier geen sprake van zijn. Het onderpand blijft dan ook tot het moment van executie in juridisch én economisch eigendom van de schuldenaar. Deze juridische lezing dient dan ook te prevaleren.

Daarnaast wordt gifting toegestaan op basis van de veronderstelling dat ‘(...) it’s all the secured creditor’s property anyway.’¹⁹⁵ Voorstanders van gifting baseren zich op de veronderstelling dat als alle waarde toekomt aan de senior schuldeiser, de tussenliggende klasse in ieder geval *out of the money* zou zijn, waardoor er geen sprake kan zijn van benadeling van deze tussenliggende klasse. Het tegenargument luidt dat deze veronderstelling niet zomaar kan worden gemaakt zonder accurate waardering van de vennootschap.¹⁹⁶ Uit de praktijk blijkt dat een accurate waardering erg lastig kan zijn, hetgeen volgt uit *DBSD*. In *DBSD* berustte de waardering van de onderneming op het gegeven dat de onderneming zich in de ontwikkelingsfase bevond, en daardoor de komende jaren geen omzet verwacht kon worden. De onderneming werd gewaardeerd op een waarde tussen de \$ 500 – 700 miljoen. Op basis van deze waardering zouden de junior schuldeisers niet kunnen worden voldaan. Het overslaan van deze klasse door middel van de schenking aan aandeelhouders zou hen dus ook niet schaden. Deze waardering bleek echter incorrect. De onderneming werd uiteindelijk verkocht voor een bedrag van \$ 1.4 miljard.¹⁹⁷ De les die hieruit getrokken kan worden is dat de waardering van de vennootschap een onzekere praktijk is en hoewel dit juist is, is dit op zichzelf geen goed tegenargument om gifting te verbieden. Het waarderingsvraagstuk speelt in iedere herstructureringsprocedure een rol. De waarde van de onderneming moet namelijk worden bepaald, voordat de waarde kan worden verdeeld.¹⁹⁸ Ook speelt het waarderingsvraagstuk een rol als op basis van de *best interest of creditors*-test een zogeheten *liquidation analysis* moet plaatsvinden. Dan moet worden onderzocht of de reorganisatiewaarde de liquidatiewaarde overstijgt.¹⁹⁹ Ook als vorderingen van schuldeisers worden omgezet in aandelen zal een uitgebreidere waardering van de vennootschap dienen plaats te vinden. De waardering van de vennootschap speelt wel een belangrijke rol in samenhang met het risico op misbruik door middel van gifting, zoals in de volgende alinea wordt besproken.

¹⁹⁵ Tabb 2020, p. 1167.

¹⁹⁶ Tabb 2020, p. 1167.

¹⁹⁷ Timm 2013, p. 1661.

¹⁹⁸ O’Rourke 2005, p. 408.

¹⁹⁹ U.S.C.A. § 1129(a)(7).

Tot slot beschermt de APR tegen misbruik. Het toestaan van gifting levert het risico op dat schuldeisers en aandeelhouders ten koste van een tussenliggende schuldeisersklasse samenspannen om een akkoord te bewerkstelligen. Friedman & Douglas schetsen het scenario waarin drie klassen aanwezig zijn: een senior klasse, een tussenliggende klasse en een junior klasse. Als de onderneming gereorganiseerd zou worden, zou er genoeg waarde zijn om zowel de senior als de tussenliggende klasse – maar niet de junior klasse – te voldoen. Als de onderneming daarentegen verkocht zou worden, zou er alleen waarde zijn om de senior klasse te betalen. Als een senior klasse gebaat is bij verkoop van de onderneming om zo snel mogelijk de vordering betaald te krijgen, kan hij dit alleen bewerkstelligen door instemming van de aandeelhouders. De senior klasse zal dan geneigd zijn om de aandeelhouder om te kopen, om te stemmen voor een verkoop in plaats van reorganisatie. Zonder de gift zou de junior klasse geen prikkel hebben om in te stemmen met de *sharing-arrangement* en zou de tussenliggende klasse haar relatieve reorganisatiewaarde ontvangen.²⁰⁰

Een voorbeeld waarin de risico's op misbruik sterker naar voren komen is de situatie waarin de aandeelhouder ook degene is die het reorganisatieplan opstelt. Denk hierbij aan de situatie van een grootaandeelhouder, die tevens in het bestuur van de vennootschap zetelt. In dat geval bestaat het risico dat de aandeelhouder geneigd is om de vordering van een geseceerde schuldeiser extra hoog te waarderen, in ruil voor een genereuze gift opdat hij zijn aandelenbelang kan behouden.²⁰¹ Zoals in het vorige hoofdstuk aangekaart, spreken Bartstra e.a. dan weer over het risico op een kunstmatig lage waardering, waarbij de waarde alleen maar toekomt aan de geseceerde schuldeiser, zodat de tussenliggende klasse onder het akkoord niets verkrijgt en door het overslaan ook niet benadeeld wordt.

3.5 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is beschreven dat de discussie over gifting pas aan de orde is wanneer een akkoord tot stand komt door middel van een *cram down*. Gifting is dus expliciet niet verboden als een akkoord tot stand komt door middel van de *acceptance method*. Pas als een akkoord tot stand komt door middel van een *cram down*, dient aan de APR getoetst te worden. Gifting lijkt op basis van de Amerikaanse APR lastig te rechtvaardigen, omdat de *US Bankruptcy Code* geen afwijkingen toestaat. In de WHOA is dit wezenlijk anders, aangezien art. 384 lid 4 sub b Fw voorziet in de mogelijkheid om van de wettelijke rangorde af te wijken. Daarom is het van

²⁰⁰ Friedman & Douglas 2005, p. 437.

²⁰¹ Carnevale 2012, p. 247.

belang om de rechtssystemen te vergelijken en te analyseren of de voor- en nadelen uit de Amerikaanse praktijk naar analogie van toepassing zijn op de WHOA. Daartoe wordt in het volgende hoofdstuk een analyse gemaakt.

Hoofdstuk 4 – De wenselijkheid van giftiging onder de WHOA

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt een vergelijking gemaakt tussen de WHOA en *Chapter 11*. Hierbij staan de werking van de APR en de voor- en nadelen van giftiging centraal. Naar aanleiding van de rechtsvergelijking wordt een analyse gemaakt en beoordeeld of giftiging een wenselijke afwijking van de WHOA-PR oplevert. Tot slot wordt afgesloten met een deelconclusie en een aanbeveling.

4.2 Rechtsvergelijking

Zoals blijkt uit de memorie van toelichting heeft de wetgever expliciet inspiratie gezocht bij de *Chapter 11*-procedure.²⁰² De procedures vertonen veel overeenkomsten, maar verschillen wel degelijk op een aantal essentiële punten.

4.2.1 Start akkoordprocedure

Beide procedures kunnen gestart worden als een onderneming op faillissement afstevent, maar beschikt over bedrijfsactiviteiten die nog rendabel zijn.²⁰³ De procedures kunnen ook ingestoken worden met als doel de onderneming af te wikkelen door middel van een akkoordprocedure, opdat een beter resultaat wordt behaald dan in faillissement. Zowel rechtspersonen als natuurlijke personen kunnen een beroep op de procedure doen. De WHOA verbindt daaraan de eis dat de natuurlijke persoon een beroep of bedrijf uitoefent,²⁰⁴ *Chapter 11* stelt dit vereiste niet.²⁰⁵

Onder de *Chapter 11*-procedure kunnen schuldeisers direct een akkoord aanbieden. Zij moeten daarmee wel een periode van 120 dagen afwachten na aanvang van de procedure. Tijdens deze periode komt het recht om een akkoord voor te bereiden eerst exclusief toe aan de schuldenaar.²⁰⁶ Dit kan ertoe leiden dat binnen de Amerikaanse procedure concurrerende

²⁰² *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 4 (MvT).

²⁰³ *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 1 (MvT); Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.1.

²⁰⁴ Art. 369 lid 1 Fw.

²⁰⁵ Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.1.

²⁰⁶ 11 U.S.C.A. § 1121 (c).

akkoorden worden aangeboden, door zowel de schuldenaar als de schuldeiser(s). Onder de WHOA kunnen schuldeisers geen akkoord aanbieden. De procedure kan alleen worden gestart door de schuldenaar zelf.²⁰⁷ Schuldeisers, aandeelhouders en leden van de personeelsvertegenwoordiging hebben wel het recht om de rechtbank te verzoeken een herstructureringsdeskundige aan te wijzen, die een akkoord kan aanbieden.²⁰⁸ Zolang de aanwijzing van de herstructureringsdeskundige duurt, kan de schuldenaar zelf geen akkoord aanbieden. Hij kan echter wel een akkoord, dat hij zelf heeft voorbereid, aan de herstructureringsdeskundige overhandigen met het verzoek dit voor te leggen aan de schuldeisers en aandeelhouders.²⁰⁹ Zo bestaat onder de WHOA ook de mogelijkheid dat concurrerende akkoorden worden aangeboden.

Beide procedures kenmerken zich door het DIP-model, waarbij de schuldenaar gedurende de reorganisatieprocedure bevoegd blijft om rechtshandelingen te verrichten.²¹⁰ De DIP staat in de *Chapter 11*-procedure onder streng toezicht van de rechter. Voor sommige handelingen of beslissingen heeft de schuldenaar goedkeuring van de rechter nodig, zoals de verkoop van activa of het sluiten van overeenkomsten buiten de gewone bedrijfsvoering.²¹¹ In het uiterste geval kan de DIP vervangen worden door een *trustee*. Dit is mogelijk in geval van verdenking van fraude of als de rechter dat in het belang van de gezamenlijke schuldeisers en aandeelhouders of in het belang van de boedel acht.²¹² In dat geval verliest de DIP het beheer en de beschikking over zijn onderneming. In tegenstelling tot *Chapter 11* bestaat onder de WHOA geen benoeming van een *trustee*.

4.2.2 Totstandkoming van het akkoord

Op basis van *Chapter 11* kan een akkoord slechts verbindend worden verklaard, als aan alle vereisten van § 1129(a) is voldaan. Dat geldt ook als een akkoord tot stand komt op basis van de *acceptance method*, dat wil zeggen als alle klassen met het akkoord hebben ingestemd. De rechter dient in elke procedure ambtshalve deze vereisten te toetsen.²¹³ Opmerkelijk is dat de rechter ook in elke procedure nagaat of aan de *best interest of creditors*-test is voldaan, zodra

²⁰⁷ Art. 370 lid 1 Fw.

²⁰⁸ Art. 371 lid 1 Fw.

²⁰⁹ Art. 371 lid 1, laatste volzin, Fw; *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 38 (MvT).

²¹⁰ Feeney, Williamson & Stepan 2022, § 11.8.

²¹¹ Mennens 2020, p. 309.

²¹² 11 U.S.C.A. § 1104 (a)(1); 11 U.S.C.A. § 1104(a)(2).

²¹³ Drake & Visser 2023, § 14.1.

individuele schuldeisers en/of aandeelhouders tegen het akkoord hebben gestemd. Onder de WHOA werkt dit anders. Als een verzoek tot homologatie wordt ingediend, toetst de rechter ambtshalve de algemene afwijzingsgronden van art. 384 lid 2 Fw. Pas op verzoek van een tegenstemmende schuldeiser en/of aandeelhouder toetst hij de aanvullende afwijzingsgronden.²¹⁴ De *best interest of creditors*-test komt pas aan de orde, als een schuldeiser of aandeelhouder een verzoek tot weigering van homologatie doet op grond van art. 384 lid 3 Fw.

Onder beide procedures kan een akkoord ook tot stand komen als een of meer klassen van schuldeisers het akkoord verwerpen. De tegenstemmende klasse kan zo onder bepaalde voorwaarden door de rechter overruled worden (*cram down*).²¹⁵ Onder *Chapter 11* kan een akkoord alleen maar door middel van de *cram down method* tot stand komen als aan de aanvullende vereisten van § 1129(b) is voldaan: het akkoord moet voldoen aan de *no unfair discrimination*- en *fair and equitable*-toetsen.²¹⁶ Onderdeel van de *fair and equitable*-toets is de APR. Hieruit volgt dat een akkoord slechts door middel van een *cram down* tot stand kan komen, als een tegenstemmende schuldeisersklasse volledig wordt voldaan, of aan een lager gerangschikte klasse niets toekomt onder het akkoord.

In de WHOA gelden daarentegen in beginsel geen extra vereisten als een akkoord tot stand komt door middel van een *cram down*.²¹⁷ De wet verbindt aan totstandkoming door middel van een *cram down* als enige vereiste de benoeming van een observator ter bescherming van de gezamenlijke schuldeisers.²¹⁸ Homologatie is dus al mogelijk als ten minste één *in the money* klasse met het akkoord instemt. Aan de WHOA-PR wordt pas getoetst als een schuldeiser of aandeelhouder, die is ingedeeld in een tegenstemmende klasse, een verzoek doet tot afwijzing van het akkoord.²¹⁹ De procedures worden dus anders ingestoken. Zoals Spierings en Kolthof het formuleren geldt onder *Chapter 11* het credo ‘nee, mits’, en in de WHOA ‘ja, tenzij’.²²⁰ De rechter heeft in de Verenigde Staten in beginsel dus ook een actievere rol dan de Nederlandse rechter onder de WHOA. In beide procedures toetst de rechter in ieder geval aan

²¹⁴ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 69 (MvT).

²¹⁵ Van Galen 2020, p. 195.

²¹⁶ Bouts 2021, p. 54.

²¹⁷ *Kamerstukken II 2018/19*, 35 249, nr. 3, p. 15 (MvT).

²¹⁸ Boon 2021, p. 86.

²¹⁹ Art. 384 lid 4 sub b Fw.

²²⁰ Spierings & Kolthof, p. 247.

de procedurele vereisten.²²¹ Als het akkoord niet aan bepaalde minimumcriteria voldoet, weigert de rechter verbindendverklaring – zelfs als alle klassen voor hebben gestemd.²²² Als het akkoord onvoldoende informatie verschaft of de klasseindeling onjuist is, kan namelijk worden getwijfeld aan de democratische legitimatie van het besluit. In beide procedures kan in dat geval aan een democratisch besluit van de crediteuren voorbij worden gegaan. In de *Chapter 11*-procedure geldt dat de rechter ambtshalve een redelijkheidstoets uitvoert, als het akkoord door middel van een *cram down* tot stand komt. Onder de WHOA komt de rechter pas toe aan de redelijkheidstoets als een tegenstemmende schuldeiser en/of aandeelhouder een beroep doet op de aanvullende afwijzingsgronden.²²³

Deze vergelijking kan niet meer zo stellig kan worden gemaakt sinds de uitspraak van de rechtbank Midden-Nederland van 18 januari 2023, waarin de rechtbank laat doorschemeren dat aan de APR als belangrijk uitgangspunt van de WHOA ook ambtshalve kan worden getoetst als daar teveel en zonder goede reden van afgeweken wordt.²²⁴ Het is dus mogelijk dat geen van de tegenstemmende schuldeisers en/of aandeelhouders een verzoek tot weigering van homologatie heeft ingediend, maar dat het akkoord toch in zijn geheel getoetst wordt aan de algemene én aanvullende afwijzingsgronden. In het geval deze lezing onderschreven wordt, benadert de WHOA-procedure de *Chapter 11*-procedure, waar de rechter veelal het laatste woord heeft en het democratisch besluit van de meerderheid niet altijd doorslaggevend is.²²⁵ De beoordeling van de rechtbank wordt echter wel ingekleurd door de wens van de meerderheid.²²⁶ Als de meerderheid met het akkoord heeft ingestemd, reflecteert dit een breed draagvlak onder de verschillende klassen van schuldeisers en aandeelhouders en geeft dit de rechter een aanknopingspunt om een akkoord te homologeren. Dit volgt eveneens uit de Royal IHC uitspraak, waarin de rechtbank benadrukt grote waarde toe te kennen aan het democratische element van de WHOA-procedure.²²⁷ Dit is een relevante factor, omdat de WHOA is gebaseerd op het beginsel van democratische legitimatie.²²⁸ Deze uitspraken weerspiegelen de systematiek van de WHOA: in beginsel moet een beroep worden gedaan op de aanvullende afwijzingsgronden. Als de rechter daartoe aanleiding ziet, kan hij het akkoord

²²¹ 11 U.S.C.A. § 1129; art. 384 lid 2 Fw.

²²² Drake & Visser 2023, § 14.1; *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 16 (MvT).

²²³ *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 17 (MvT).

²²⁴ Rb. Midden-Nederland, 18 januari 2023 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.8.

²²⁵ Tollenaar 2016, p. 141.

²²⁶ Rb. Midden-Nederland, 18 januari 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.8.

²²⁷ Rb. Rotterdam, 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, r.o. 4.3.

²²⁸ Bouts 2021, p. 66.

ambtshalve in zijn geheel beoordelen op grond van zijn restbevoegdheid van art. 384 lid 2 sub i Fw. Een omstandigheid die deze beoordeling inkleurt is hoeveel en welke schuldeisers met het akkoord hebben ingestemd.

4.2.3 Absolute priority rule

In beide procedures treedt de APR dus pas in werking als een akkoord tot stand komt door middel van een *cram down*. De APR werkt echter anders uit onder *Chapter 11* dan onder de WHOA. De *US Bankruptcy Code* staat géén uitzonderingen op de APR toe. De hierin gehanteerde rangorderegeling is absoluut. Onder de WHOA zijn afwijkingen van de rangorde (daarom ook wel: WHOA-PR) wél toegestaan als daartoe een redelijke grond bestaat en een tegenstimmende, tussenliggende klasse niet in haar belangen wordt geschaad. Opvallend is dat de Nederlandse rechter op grond van de redelijke grond-exceptie alsnog kan beslissen dat afwijking van de rangorde gerechtvaardigd is, ook al wordt afwijking van de rangorde niet via democratische besluitvorming gelegitimeerd.²²⁹ Deze redelijke grond-exceptie geldt zowel ten aanzien van een horizontale afwijking als een verticale afwijking van de rangorde.²³⁰ Onder *Chapter 11* poogt de APR alleen te beschermen tegen afwijking van de verticale rangorde.²³¹ Horizontale verhoudingen worden namelijk beheerst door de *no unfair discrimination*-toets.²³²

4.2.4 Gifting

De APR treedt in beide procedures pas in werking als een akkoord tot stand komt door middel van *cram down*. Daardoor geldt voor beide procedures dat unanieme goedkeuring van alle klassen kan resulteren in een afwijking van de APR.²³³ De discussie of gifting geoorloofd is, treedt dus logischerwijs niet op in een akkoordprocedure waar alle klassen met de vereiste meerderheid instemmen. Onder de WHOA is dit uitgangspunt aan het wankelen gebracht door de uitspraak van de rechtbank Midden-Nederland. De rechtbank kent grote waarde toe aan de APR als uitgangspunt van de WHOA.²³⁴

²²⁹ Breeman & Rekker, p. 802.

²³⁰ Mennens 2020, p. 737.

²³¹ Markell 1998, p. 247.

²³² Bouts 2021, p. 54.

²³³ Spierings & Kolthof, p. 245.

²³⁴ Rb. Midden-Nederland, 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.8.

Analyse van de Amerikaanse jurisprudentie laat geen ander oordeel mogelijk dan dat giftiging een afwijking is van de APR. De *Third Circuit* benadrukte daarnaast in *DBSD* dat de *US Bankruptcy Code* géén afwijkingen op de APR toestaat en niet voorziet in een uitzondering voor giftiging.²³⁵ In Nederland wordt door Mennens bepleit dat giftiging geen strijd oplevert met de WHOA-PR. Uit art. 384 lid 4 sub b Fw blijkt dat de rangorde gerespecteerd moet worden, maar dat daarvan mag worden afgeweken mits een tussenliggende klasse niet wordt benadeeld. Zolang de tussenliggende klassen maar aanspraak maken op hun relatieve deel van de reorganisatiewaarde, kunnen zij geen beroep doen op art. 384 lid 4 sub b Fw – dan wordt namelijk niet ten nadele van deze klasse afgeweken van de rangorde.²³⁶ In haar lezing is giftiging wetstechnisch gezien dus niet problematisch, ook al wordt een tussenliggende klasse niet volledig voldaan voordat een lager gerangschikte klasse waarde toekomt.²³⁷ Op dit punt verschilt de WHOA van *Chapter 11*: hierin is al sprake van schending van de APR als een tussenliggende klasse niet volledig wordt voldaan.²³⁸ Wat betreft de redactie van art. 384 lid 4 sub b Fw heeft Mennens gelijk: afwijking is mogelijk als de tegenstemmende klasse niet wordt benadeeld. Deze formulering laat dus wat meer ruimte voor interpretatie. Het staat echter niet zomaar vast dat een tussenliggende klasse door middel van de gift niet wordt benadeeld, zolang zij maar haar relatieve deel van de reorganisatiewaarde ontvangt. Benadeling hangt samen met de waardering van de onderneming. Als de waardering niet klopt, valt te betwisten of de tussenliggende klasse daadwerkelijk haar relatieve deel van de reorganisatiewaarde ontvangt. Per geval dient beoordeeld te worden of *class-skipping* benadeling oplevert. Ik ben het dan ook niet eens met de opvatting dat de discussie over giftiging en *class-skipping* onder de WHOA door de redactie van art. 384 lid 4 sub b Fw geen rol hoeft te spelen.²³⁹

Mijns inziens kan giftiging onder omstandigheden wel degelijk in strijd zijn met de WHOA-PR. Het is belangrijk om op te merken dat de WHOA-PR uitzonderingen toestaat in tegenstelling tot de strikte APR van *Chapter 11*. De wetgever heeft deze uitzonderingsmogelijkheden nauwelijks uitgewerkt. In de volgende paragrafen wordt een afweging gemaakt: de Amerikaanse voor- en tegenargumenten van giftiging worden toegepast op de Nederlandse

²³⁵ US Court of Appeals for the Second Circuit, December 6, 2010, 634 F.3d 79 (*In re DBSD North America, Inc.*), r.o. 15.

²³⁶ Mennens 2020, p. 737.

²³⁷ Mennens 2020, p. 737.

²³⁸ 11 U.S.C.A. § 1129 (b)(2)(B)(ii).

²³⁹ Mennens 2020, p. 770.

procedure. Vervolgens wordt beoordeeld of giftig een wenselijke afwijking van de WHOA-PR is.

4.3 Voor- en tegenargumenten giftig

4.3.1 Property rights-argument

In de Verenigde Staten wordt het property rights-argument gebruikt om te beargumenteren dat giftig geen afwijking van de rangorde oplevert. De redenering luidt dat de waarde die een schuldeiser onder het akkoord toekomt niet behoort tot de boedel, maar aan het vermogen van de schuldeiser(s) zelf.²⁴⁰ Ten aanzien van gecureerde schuldeisers wordt zelfs gezegd dat het goed waarop een zekerheidsrecht rust, niet behoort tot de boedel, omdat zij het recht hebben om zich buiten de liquidatieprocedure op het goed te verhalen.²⁴¹ Aan dit argument werd echter een eind gemaakt in *re DBSD*.²⁴²

Een juridische analyse laat zien dat deze redenering inderdaad niet klopt en dit argument geen standhoudt: als een herstructureringsprocedure wordt gestart blijven de activa behoren tot het vermogen van de schuldenaar, zelfs als hier een zekerheidsrecht op rust.²⁴³ De gecureerde schuldeiser is wel de juridisch gerechtigde tot de vordering waartoe het onderpand als waarborg strekt. Dit argument is naar analogie toe te passen op de WHOA. Pand- en hypotheekhouders hebben het recht van parate executie.²⁴⁴ Dit recht wordt in beginsel niet aangetast door de start van een akkoordprocedure. Na de start van een akkoordprocedure kan op verzoek een afkoelingsperiode worden afgekondigd,²⁴⁵ maar dat is slechts een opschorting van dat recht. Dat maakt dat pand- en hypotheekhouders zich ook in een akkoordprocedure – weliswaar na de afkoelingsperiode – buiten de schuldenaar om kunnen verhalen op de waarde van het onderpand, maar dit maakt hen nog geen juridisch eigenaar. Pas als het met pand- of hypotheekrecht bezwaarde goed wordt uitgewonnen, komt de opbrengst van het onderpand toe aan de gecureerde schuldeiser. Tot uitwinning van het zekerheidsrecht blijft de schuldenaar juridisch eigenaar van het onderpand.

²⁴⁰ Timm 2013, p. 1656.

²⁴¹ Timm 2013, p. 1656.

²⁴² Dizengoff 2017, p. 803.

²⁴³ Dizengoff 2017, p. 803-804.

²⁴⁴ Art. 3:248 BW; art. 3:268 BW.

²⁴⁵ Art. 376 lid 1 Fw.

4.3.2 Efficiëntieargument

Friedman & Douglas bepleiten het efficiëntieargument. Zij benadrukken dat gifting het mogelijk kan maken om een plan met consensus tot stand te laten komen, waardoor een *contested confirmation hearing*, met een daarmee gepaard gaande kostbare juridische procedure en waardering van de vennootschap kan worden voorkomen.²⁴⁶ Rechtvaardiging wordt gevonden in het feit dat '(...) it was necessary to get the deal done'.²⁴⁷ Toegepast op *Chapter 11* gaat het efficiëntieargument alleen op als alle klassen met het akkoord instemmen. Alleen in dat geval wordt niet aan de APR getoetst en wordt een *contested confirmation hearing* voorkomen. Als niet iedereen met het akkoord instemt en toch een *contested confirmation hearing* plaatsvindt, bestaat niet langer rechtvaardiging voor de gift.²⁴⁸ Allereerst dient opgemerkt te worden dat dit onder de WHOA anders is. Als een akkoord door middel van een *cram down* tot stand komt, betekent dit namelijk niet direct dat aan de WHOA-PR wordt getoetst. Daartoe dient een tegenstemmende schuldeiser en/of aandeelhouder eerst een verzoek te doen.²⁴⁹ Toetsing aan de WHOA-PR is dus niet inherent aan totstandkoming van het akkoord door middel van een *cram down*.

Het efficiëntieargument speelt mijns inziens vooral een rol bij de vormgeving van het akkoord. Met de gift zal de aanbieder proberen een akkoord te ontwerpen dat (mogelijk) met consensus wordt aangenomen. Toegepast op de WHOA leidt dit tot twee voordelen: enerzijds zorgt een breed gedragen akkoord ervoor dat de rechter meer houvast heeft om het akkoord te homologeren – de toetsing van de rechter wordt namelijk ingekleurd door de wens van de meerderheid.²⁵⁰ Anderzijds kan zo een *cram down* worden voorkomen. Bij een *cram down* wordt ter bescherming van de gezamenlijke schuldeisers automatisch een observator aangewezen.²⁵¹ Benoeming van een observator kan een financiële last zijn voor de onderneming. Zonder benoeming van de observator blijft er meer waarde over om over de gezamenlijke schuldeisers en aandeelhouders te verdelen, hetgeen voor iedereen gunstiger is.

²⁴⁶ Friedman & Douglas 2005, p. 436.

²⁴⁷ Friedman & Douglas 2005, p. 436.

²⁴⁸ Friedman & Douglas 2005, p. 436.

²⁴⁹ Art. 384 lid 4 sub b Fw.

²⁵⁰ Rb. Rotterdam, 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, r.o. 4.3.

²⁵¹ Art. 383 lid 4 Fw.

Hoewel een junior klasse door middel van de gift wordt geprikkeld om mee te werken aan het akkoord, kan de tussenliggende klasse alsnog een reden hebben om te procederen – simpelweg omdat een lager gerangschikte klasse eerder wordt voldaan dan zij. Als het akkoord door middel van een *cram down* tot stand komt én de benadeelde klasse besluit te procederen, bestaat zoals Friedman & Douglas bepleiten inderdaad geen rechtvaardiging meer voor de gift. Dit is echter nog niet te voorzien bij vormgeving van het akkoord. Mijns inziens kan het efficiëntieargument dus wel degelijk een rol spelen bij aanvang van het proces om in ieder geval te pogen een consensueel akkoord te bewerkstelligen.

4.3.3 Behoud van cruciale aandeelhouders

Een ander argument dat in de literatuur wordt aangehaald is het behoud van cruciale aandeelhouders. Timm overweegt dat een aandeelhouder onmisbaar kan zijn voor het voorzetten van de onderneming na reorganisatie, bijvoorbeeld door zijn managementexpertise.²⁵² Dit wordt eveneens onderschreven door Moulen Janssen.²⁵³ Bij het toekennen van waarde aan cruciale aandeelhouders is het de vraag of daadwerkelijk sprake is van een afwijking van de APR. Volgens Tollenaar kan de reorganisatiewaarde worden opgevat als de resterende waarde na voldoening van verplichtingen die noodzakelijk zijn om die reorganisatiewaarde te kunnen realiseren. De reorganisatiewaarde is dan de waarde die overblijft, na toekenning van het belang aan de cruciale aandeelhouder. Hetgeen resteert wordt dan – zonder afwijking van de rangorde – verdeeld over de gezamenlijke schuldeisers en aandeelhouders.²⁵⁴ Dit standpunt verdient enige nuancering. Gezien de restrictieve opvatting over het toekennen van waarde aan cruciale aandeelhouders in de uitspraak *Case* – waarin waarde werd toegekend aan bestaande aandeelhouders zonder dat daartoe een nieuwe kapitaalinjectie werd gedaan – trek ik deze analyse met betrekking tot de strikte APR van *Chapter 11* in twijfel.²⁵⁵ Wellicht moet toekenning van een belang aan een cruciale aandeelhouder toch worden gezien als afwijking van de APR, maar vanuit Nederlands perspectief niet van de WHOA-PR. Zonder de betrokkenheid van de cruciale aandeelhouders kan de reorganisatiewaarde namelijk niet gerealiseerd worden.²⁵⁶ Daarom vindt in principe geen benadeling plaats van de klasse die door de gift wordt overgeslagen: zonder waardetoeckenning

²⁵² Timm 2016, p. 1654.

²⁵³ Moulen Janssen 2019, p. 837.

²⁵⁴ Tollenaar 2020, p. 160.

²⁵⁵ US Supreme Court, November 6, 1939, 308 U.S. 106 (*Case v. Los Angeles Lumber Products co.*), r.o. 112-113.

²⁵⁶ Moulen Janssen 2019, p. 837.

aan de cruciale aandeelhouders kan reorganisatie helemaal niet plaatsvinden en zijn alle klassen slechter af.

Dit argument gaat zeker niet op bij elke onderneming en speelt mijns inziens alleen een rol bij ondernemingen met een besloten aandeelhoudersbestand, waarbij de aandeelhouders daadwerkelijk betrokken zijn bij de bedrijfsvoering. Aandeelhoudersbetrokkenheid is niet per definitie afhankelijk van de omzet van de onderneming: een onderneming met miljoenenomzet en veel werknemers kan net zo goed baat hebben bij het behoud van aandeelhouders binnen de onderneming, als een onderneming met geringe omzet. Onder de amendementen die op 18 en 19 maart 2020 werden gepubliceerd, bevond zich ook al het voorstel om een regeling voor cruciale aandeelhouders op te nemen.²⁵⁷ Het voorstel beperkte een beroep hierop tot kleine ondernemingen van maximaal 24 werknemers en een omzet van vijf miljoen euro of een balanstotaal van vier miljoen euro.²⁵⁸ Mijns inziens is een dergelijke wettelijke begrenzing naar omzet of het aantal werknemers te arbitrair. Daarom dient van geval tot geval beoordeeld te worden of een gerechtvaardigd beroep kan worden gedaan op het cruciale aandeelhoudersargument. Deze beoordeling dient plaats te vinden bij de rechter.

4.3.4 Vennootschapsrechtelijke positie van aandeelhouders

Het toekennen van waarde aan aandeelhouders dient eveneens gezien te worden vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief. De aandeelhouder heeft een andere positie dan een schuldeiser. De schuldeiser loopt het risico dat zijn vordering niet wordt betaald. De aandeelhouder loopt risico vanwege zijn investering, maar heeft wel recht op de winsten als de onderneming floreert. Het recht van de aandeelhouder is daardoor voorwaardelijk: slechts in geval van liquidatie of het geval dat vrije reserves aanwezig zijn, kan de aandeelhouder aanspraak maken op zijn deel van de winst.²⁵⁹ Aandeelhouders hebben dus geen afdwingbare vordering op de vennootschap, schuldeisers wel.²⁶⁰ Vanuit deze vennootschapsrechtelijke benadering is het onterecht om een aandeelhouder waarde toe te kennen onder het akkoord, zonder de tussenliggende schuldeisersklasse te voldoen. Als dat wordt toegestaan, wordt de vennootschapsrechtelijke positie van de aandeelhouder uit het oog verloren. Vanuit de gedachte

²⁵⁷ Tollenaar 2020, p. 153.

²⁵⁸ Tollenaar 2020, p. 160.

²⁵⁹ Breeman & Rekker 2021, p. 793.

²⁶⁰ Overkleef 2017, p. 194.

dat de aandeelhouder recht heeft op de winsten als er vrije reserves aanwezig zijn, dient hij logischerwijs ook het risico van zijn investering te dragen als de onderneming verlies lijdt.

De aandeelhouder heeft in de akkoordprocedure geen *'real economic interest'*, omdat hem in het geval van liquidatie van de onderneming (veelal) ook geen waarde toekomt. Het zou dan onredelijk zijn als deze aandeelhouder een veto mag uitspreken over een herstructureringsplan waarin hij geen enkel belang heeft. Door deze positie van de aandeelhouder als *residual claimant* kan daarom aan een tegenstem van de aandeelhouder door middel van een *cram down* voorbij worden gegaan.²⁶¹ Wessels & Madaus trekken deze gevolgtrekking in twijfel.²⁶² Een voorbeeld dat zij noemen is dat niet zomaar aan een tegenstem van de aandeelhouder voorbij kan worden gegaan, als zijn medewerking essentieel is om de onderneming te reorganiseren. Als een herstructurering alleen maar kan worden gerealiseerd kan worden in samenwerking met de aandeelhouders, behoort de reorganisatiewaarde die daarmee gecreëerd wordt mogelijk niet alleen maar toe aan de schuldeisers.²⁶³ Zij menen dat het eigendomsrecht van de aandeelhouder wordt geschonden als schuldeisers in een reorganisatieprocedure eerst worden voldaan, terwijl die reorganisatie alleen gerealiseerd kan worden door medewerking van de aandeelhouders. Ook in een reorganisatieprocedure blijven aandeelhouders steeds juridisch eigenaar van de aandelen en dus mede-eigenaar van de onderneming – logischerwijs hebben zij dus recht op de reorganisatiewaarde van de onderneming.²⁶⁴ Bovendien vallen aandelen niet in de boedel, want aandelen behoren niet tot het eigendom van de schuldenaar.²⁶⁵ Daardoor valt het volgens hen niet te rechtvaardigen dat schuldeisers eerder aanspraak maken op de extra waarde die gerealiseerd wordt door middel van reorganisatie in samenwerking met de aandeelhouder, omdat hun vorderingsrecht niet strekt tot de waarde van de aandelen.²⁶⁶

Het voorbijgaan aan een tegenstem in een reorganisatieprocedure door middel van een *cram down* levert mijns inziens geen schending op van het eigendomsrecht van de aandeelhouder. De aandeelhouder wordt in reorganisatieprocedure niet onteigend: zijn aandelen worden niet afgenomen, maar zijn mogelijk minder waard geworden. Dit is een risico dat inherent is aan de

²⁶¹ Wessels & Madaus 2017, p. 332.

²⁶² Wessels & Madaus 2017, p. 333.

²⁶³ Wessels & Madaus 2017, p. 333.

²⁶⁴ Wessels & Madaus 2017, p. 334.

²⁶⁵ Wessels & Madaus 2017, p. 331.

²⁶⁶ Wessels & Madaus 2017, p. 334.

investeringsbeslissing en de positie die een investeerder accepteert als aandeelhouder in plaats van een positie als obligatiehouder of schuldeiser.

4.3.5 Karakter WHOA-procedure

Daarnaast moet worden stilgestaan bij het karakter van de WHOA-procedure. Evenals bij de *Chapter 11*-procedure komt een akkoord tot stand door middel van democratische legitimatie. Deze democratische legitimatie wordt ontleend aan het feit dat schuldeisers en aandeelhouders in klassen worden ingedeeld.²⁶⁷ De toekomst van de vennootschap wordt niet meer beslist in de algemene vergadering, maar in deze klassen van aandeelhouders en schuldeisers.²⁶⁸ Stemmen de schuldeisers niet voor een akkoord waarbij waarde wordt toegekend aan de aandeelhouders zonder dat tussenliggende schuldeisersklassen worden voldaan, dan is er geen sprake van democratische legitimatie voor het overslaan van die klasse. Hierbij valt op te merken dat het *cram down*-mechanisme een belangrijke spil is in de akkoordprocedure: het akkoord kan dwingend aan bepaalde klassen schuldeisers of aandeelhouders worden opgelegd die niet voor het akkoord hebben gestemd. Hierdoor is het voor homologatie van het akkoord niet altijd nodig dat iedereen instemt.²⁶⁹

4.3.6 Misbruik

Uit de Amerikaanse literatuur volgt het risico op misbruik door middel van gifting, namelijk door samenspanning tussen schuldeisers en aandeelhouders. Bartstra e.a. onderschrijven dat een samenwerkende schuldeiser en aandeelhouder gezamenlijk belang kunnen hebben bij een kunstmatig lage waardering van de vennootschap waarbij geen waarde toekomt aan de tussenliggende klasse en *class-skipping* zo gerechtvaardigd kan worden: alle waarde komt dan toe aan de senior schuldeiser. De tussenliggende klasse wordt door middel van de gift niet benadeeld omdat haar in principe toch niets toekomt onder het akkoord.²⁷⁰ Dat haar juist niets toekomt onder het akkoord door de kunstmatig lage waardering van de vennootschap, is achteraf lastig vast te stellen. Daardoor is het vaak onmogelijk om te achterhalen of met een gift wel of geen benadeling plaatsvindt. De waardering hangt af van prognoses van het management, dat wordt gecontroleerd door de aandeelhouder. De aandeelhouder kan langs deze

²⁶⁷ Bouts 2021, p. 47-48.

²⁶⁸ Breeman & Rekker 2021, p. 800.

²⁶⁹ Ter Horst 2020, p. 9.

²⁷⁰ Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020, p. 99.

weg dus de waardering van de vennootschap beïnvloeden.²⁷¹ Misbruik kan ook voorkomen als de aandeelhouder tevens de bestuurder is, die het reorganisatieplan opstelt. Hij kan dan gebaat zijn bij het toekennen van een hoge waarde aan een senior schuldeiser, opdat hij in ruil daarvoor zijn aandelenbelang kan behouden onder het akkoord.²⁷²

Tollenaar meent dat de WHOA betere waarborgen biedt tegen oneigenlijke aandeelhoudersbeïnvloeding dan *Chapter 11*, omdat iedere schuldeiser onder de WHOA het recht heeft om de benoeming van een herstructureringsdeskundige te verzoeken. Ieder lid van een tussenliggende klasse die wordt overgeslagen heeft deze mogelijkheid dus ook.²⁷³ Zo voorziet de WHOA dus in een mate van schuldeisersbescherming. Volgens Tollenaar gaat van de aanwezigheid van een herstructureringsdeskundige op zich al een preventieve werking uit. De herstructureringsdeskundige heeft van binnenuit alle toegang tot informatie en kan het management ondervragen. Daarnaast heeft hij de plicht ervoor te zorgen dat onafhankelijk van de aandeelhouders geopereerd wordt. Vanuit deze functie kan de herstructureringsdeskundige volgens hem erop toezien dat bij waarderingvraagstukken geen sprake is van het nastreven van eigen belangen.²⁷⁴ Komt een akkoord tot stand door middel van een *cram down*, dan wordt automatisch een observator benoemd, mits nog niet eerder in de procedure een herstructureringsdeskundige of observator is aangesteld. Zelfs als er geen verzoek wordt gedaan tot aanstelling van een herstructureringsdeskundige, voorziet de WHOA toch in een onafhankelijke toezichthouder om de belangen van schuldeisers te beschermen in het geval van een *cram down*-situatie.²⁷⁵

De vraag is of benoeming van een herstructureringsdeskundige of observator voldoende waarborg biedt om misbruik tegen te gaan. Allereerst dient gekeken te worden naar de functie van de herstructureringsdeskundige en observator. In tegenstelling tot de vastomlijnde taakomschrijving van de curator in een faillissementsprocedure, kent de WHOA geen specifieke bepaling die de taak van de herstructureringsdeskundige specificeert. Uit de WHOA kan worden afgeleid dat het de taak van de herstructureringsdeskundige is om een akkoord aan te bieden aan de schuldeisers en aandeelhouders. Boon meent dat de positie van een herstructureringsdeskundige daardoor grotendeels gelijk is aan die van de schuldenaar.²⁷⁶ De

²⁷¹ Tollenaar 2020, p. 160.

²⁷² Carnevale 2012, p. 247.

²⁷³ Tollenaar 2020, p. 160.

²⁷⁴ Tollenaar 2020, p. 160.

²⁷⁵ Art. 383 lid 4 Fw.

²⁷⁶ Boon 2021, p. 76.

herstructureringsdeskundige stelt zich op als een onafhankelijke derde die de belangen van de gezamenlijke schuldeisers behartigt.²⁷⁷ Hij heeft de bevoegdheid om alle boeken, bescheiden en andere gegevensdragers in te zien.²⁷⁸ Daarnaast zijn de schuldenaar, bestuurders, aandeelhouders en medewerkers verplicht mee te werken en hem alle inlichtingen te verschaffen die van hen worden verlangd.²⁷⁹ De observator wordt slechts aangesteld indien en zolang geen herstructureringsdeskundige is aangewezen.²⁸⁰ Zijn voornaamste taak is het behartigen van de belangen van de gezamenlijke schuldeisers en het houden van toezicht op de procedure.²⁸¹ De bevoegdheid om de boeken en bescheiden in te zien komt ook toe aan de observator.²⁸² Hij kan echter zelf geen akkoord aanbieden. Daarom wordt hij ook wel een *'fly on the wall'* genoemd, die een minder breed takenpakket heeft dan de herstructureringsdeskundige.²⁸³

De rol van een herstructureringsdeskundige of observator verschilt dus sterk met die van de curator in een insolventieprocedure. Zowel de herstructureringsdeskundige als de observator hebben de mogelijkheid om de boeken in te zien en de schuldenaar te ondervragen, maar hebben niet dezelfde vergaande bevoegdheden als een curator. Denk hierbij aan het binnentreden van elke plaats voor zover dat redelijkerwijs voor zijn taakvervulling nodig is.²⁸⁴ De curator kan de rechtbank zelfs verzoeken om te bevelen dat de schuldenaar of bestuurders en commissarissen in verzekerde bewaring worden gesteld, als zij weigeren mee te werken.²⁸⁵ Doordat noch de herstructureringsdeskundige, noch de observator over dergelijke bevoegdheden beschikken, is het lastig om misbruik te achterhalen en te voorkomen. Dit is echter anders als de herstructureringsdeskundige zelf een akkoord aanbiedt. Als de herstructureringsdeskundige een akkoord aanbiedt, zal hij ook degene zijn die opdracht geeft tot waardering van de onderneming in plaats van het management. Dit maakt samenspanning en oneerlijke aandeelhoudersbeïnvloeding lastiger.

Bovendien kan niet zo stellig gezegd worden dat de WHOA betere waarborgen biedt tegen misbruik dan de *Chapter 11*-procedure. *Chapter 11* kent verschillende manieren van toezicht

²⁷⁷ Kamerstukken II 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 59 (MvT).

²⁷⁸ Art. 381 lid 7 Fw.

²⁷⁹ Art. 381 lid 8 Fw.

²⁸⁰ Boon 2021, p. 87.

²⁸¹ Art. 380 lid 1 Fw.

²⁸² Art. 380 lid 4 Fw.

²⁸³ Mennens 2020, p. 317.

²⁸⁴ Art. 93a Fw.

²⁸⁵ Art. 87 Fw.

op de DIP, namelijk door middel van de crediteurencommissie en de rechter. In het uiterste geval kan bij verdenking van fraude een *trustee* benoemd worden, die in plaats treedt van de DIP. In dat geval wordt de schuldenaar zijn beschikkingsbevoegdheid ontnomen en rust deze verantwoording op de *trustee*. Dit middel bestaat onder de WHOA niet.

Een welkome toevoeging aan de WHOA is de uitspraak van de rechtbank Midden-Nederland van 18 januari 2023. Deze uitspraak zorgt ervoor dat de WHOA meer raakvlakken krijgt met *Chapter 11*, waarbij intensievere controle plaatsvindt door de rechter. Deze uitspraak geeft kleur aan de discretionaire bevoegdheid van de rechter om de procedure in het geheel te toetsen.²⁸⁶ De rechter kan een procedure soms beter overzien dan de betrokken schuldeisers, maar het risico op misbruik wordt niet opgelost door de rechter meer verantwoordelijkheden toe te bedelen. Ook voor de rechter blijft het lastig om een waarderingsvraagstuk achteraf te ontleden en te achterhalen of er buiten de procedure om afspraken zijn gemaakt tussen aandeelhouders en schuldeisers. Controle door de rechter zorgt dus slechts voor een beperkte extra bescherming.

4.4 Afweging

Er wordt bepleit dat gifting de totstandkoming van consensuele akkoorden kan bewerkstelligen en daarmee de efficiëntie binnen de WHOA kan vergroten. Een groot voordeel van een consensueel akkoord is het voorkomen van een *cram down* en de daarmee gepaard gaande kosten van de benoeming van een observator. Als ondanks de gift het akkoord toch door middel van een *cram down* tot stand komt, verliest dit argument zijn waarde: er is dan geen rechtvaardiging meer voor de gift. Dat is echter niet te voorzien bij vormgeving van het akkoord. Met het oog op het (trachten te) bereiken van een consensueel akkoord kan het efficiëntieargument wel degelijk een rol spelen.

Daarnaast wordt bepleit dat gifting noodzakelijk kan zijn om bestaande aandeelhouders binnen een akkoord te behouden met oog op voortzetting van de onderneming. In dat geval kan zelfs gezegd worden dat geen sprake is van strijd met de WHOA-PR, omdat zonder behoud van cruciale aandeelhouders de reorganisatiewaarde niet gerealiseerd kan worden. De

²⁸⁶ Rb. Midden-Nederland, 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.8.

vennootschapsrechtelijke positie van de aandeelhouder als *residual claimant* moet echter niet uit het oog worden verloren.

Het belangrijkste argument tegen gifting is het risico op grootschalig misbruik door middel van oneigenlijke aandeelhoudersbeïnvloeding met betrekking tot de waardering van de onderneming. De WHOA bevat niet genoeg waarborgen om dit mogelijke misbruik tegen te gaan. Een herstructureringsdeskundige en observator kunnen onafhankelijk toezicht op de procedure uitoefenen, maar beschikken niet over afdoende rechtsmiddelen om een fraudebestrijdende rol te bekleden. Deze verantwoordelijkheid kan ook niet bij de rechter neergelegd worden. Een grotere rol van de rechter tijdens de homologatieprocedure lost niet alle problemen op. Tijdens een hoorzitting is het ook voor een rechter nagenoeg onmogelijk vast te stellen of buiten de akkoordprocedure om onderhandse afspraken zijn gemaakt tussen samenspannende schuldeisers en aandeelhouders. De rechtbank is bovendien afhankelijk van de informatie die de schuldenaar verschaft.

Het risico op misbruik is wellicht minder groot als de herstructureringsdeskundige zélf een akkoord aanbiedt. De herstructureringsdeskundige heeft controle over de benoeming van de waarderingsdeskundige, hetgeen samenspanning tussen aandeelhouders, schuldeisers en het management bemoeilijkt.

Tot slot dient de toelaatbaarheid van gifting beantwoord te worden vanuit het karakter van de WHOA. De WHOA is een insolventieprocedure waarbij het belang van de gezamenlijke schuldeisers centraal staat. Stemmen de gezamenlijke schuldeisers niet in met een afwijking van de WHOA-PR met behulp van gifting, dan is er in beginsel geen reden om aan te nemen dat afwijking wel mogelijk is. Toch is dit geen waterdicht argument, omdat het systeem van de WHOA ervoor zorgt dat door middel van de *cram down* aan de tegenstem van een bepaalde klasse voorbij kan worden gegaan.

Afweging van de bovengenoemde voor- en nadelen leidt tot het volgende oordeel. Daarbij dient onderscheid gemaakt te worden tussen een akkoord dat tot stand komt met consensus en een akkoord dat tot stand komt door middel van een *cram down*.

Ik ben van mening dat gifting in ieder geval mogelijk moet zijn als alle klassen daarmee instemmen. Het democratische element van de WHOA dient te prevaleren, hetgeen

overeenkomt met de Amerikaanse procedure. De rechtbank Midden-Nederland heeft eerder dit jaar echter benadrukt de APR een belangrijk uitgangspunt van de WHOA te vinden en ambtshalve op grond van haar discretionaire bevoegdheid een akkoord aan de APR te kunnen onderwerpen. Hoewel de rechter aankaart dat de APR dient te prevaleren, voorzie ik alsnog geen problemen voor een gift aan een junior schuldeisers- of aandeelhoudersklasse als het akkoord op transparante wijze tot stand is gekomen en de informatievoorziening zuiver is geweest. Een streep zetten door een akkoord waarmee de meerderheid heeft ingestemd, zou indruisen tegen de conceptuele opzet van de WHOA. Aangezien de rechtbank onder de WHOA de hoogste rechterlijke instantie is, verdient het zeker aanbeveling om binnen de rechtspraak één lijn te trekken met betrekking tot de rol van de rechter en de toepassing van de APR in verhouding tot de wens van de meerderheid.

Dit ligt anders als sprake is van gifting in een akkoord dat met behulp van een *cram down* tot stand komt. Allereerst dient opgemerkt te worden dat gifting wellicht niet altijd strijd met de WHOA-PR oplevert. De tekst van art. 384 lid 4 sub b Fw is zo geformuleerd dat de gift slechts strijdig is met de WHOA-PR als er sprake is van benadeling van de tussenliggende klasse. De vraag of sprake is van benadeling van de tussenliggende klasse is veelal lastig te beantwoorden, omdat deze vraag samenhangt met de waardering van de onderneming. Vindt samenspanning plaats tussen schuldeisers en aandeelhouders met het oog op de waardering van de onderneming, dan kan een tussenliggende klasse worden benadeeld zonder dat dit direct is af te leiden uit de verdeling van de reorganisatiewaarde. Mijns inziens is het misbruik-argument dan ook het doorslaggevende argument om gifting niet ongelimiteerd toe te staan. Ik ben echter geen voorstander van een algeheel verbod op gifting, omdat de mogelijke voordelen van een gift dan uit het oog worden verloren. Daarom stel ik voor om de bestaande Richtlijnen ‘aanwijzen en aanstellen herstructureringsdeskundigen en observatoren in de WHOA’ uit te breiden met een taakomschrijving van de herstructureringsdeskundige en observator en op te nemen dat in geval van een *cram down*, de aangewezen herstructureringsdeskundige of observator verplicht is om een onafhankelijke waarderingsdeskundige te benoemen. Door de waardering van de vennootschap uit handen te nemen van het bestuur, kan oneigenlijke aandeelhoudersbeïnvloeding voorkomen worden.²⁸⁷ Het verdient aanbeveling om deze

²⁸⁷ De Richtlijnen ‘aanwijzen en aanstellen herstructureringsdeskundigen en observatoren in de WHOA’ zijn te raadplegen op rechtspraak.nl.

verplichting op te nemen in de Richtlijnen van de rechtspraak, zodat zo snel mogelijk rechtszekerheid verschaft kan worden.

4.5 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is een vergelijking gemaakt tussen *Chapter 11* en de WHOA. In tegenstelling tot bij de APR uit *Chapter 11*, levert gifting niet altijd strijd op met de WHOA-PR. Gifting is alleen in strijd met de WHOA-PR als een tussenliggende klasse daadwerkelijk wordt benadeeld. Benadeling is niet altijd gemakkelijk aantoonbaar, omdat dit niet direct blijkt uit de verdeling van de reorganisatiewaarde. Benadeling kan bijvoorbeeld optreden door een kunstmatig lage waardering van de onderneming, waardoor alle waarde toekomt aan een gecureerde schuldeiser. Gifting kent echter ook veel voordelen. Een gift maakt het voor de schuldenaar mogelijk om een aantrekkelijker akkoord te ontwerpen. De senior klassen kunnen daar ook bij gebaat zijn: als de junior klassen met het akkoord instemmen, vindt er geen *cram down* plaats waardoor geen observator benoemd hoeft te worden. Dit scheelt in kosten, waardoor meer waarde overblijft om over de gezamenlijke schuldeisers en aandeelhouders te verdelen. Deze voordelen kunnen echter tenietgedaan worden door het risico op misbruik door middel van oneerlijke aandeelhoudersbeïnvloeding. Daarom mag gifting bij totstandkoming van het akkoord door middel van een *cram down* niet ongelimiteerd worden toegestaan.

Hoofdstuk 5 - Conclusie

5.1 Inleiding

In deze scriptie is onderzocht of gifting onder de WHOA toegestaan en wenselijk is in het licht van de APR, mede bezien vanuit rechtsvergelijkend perspectief aan de hand van de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure.

In hoofdstuk 2 heb ik de hoofdlijnen van de WHOA-procedure geschetst. In dat hoofdstuk is de werking van de WHOA-PR uiteengezet. Daar is geconcludeerd dat de WHOA-PR pas intreedt als het akkoord tot stand komt door middel van een *cram down* én een verzoek tot weigering van homologatie bij de rechter wordt ingediend. Het is de vraag of gifting in elk geval strijd met de WHOA-PR oplevert. Daarvoor is het noodzakelijk dat de partij die door middel van de gift wordt overgeslagen ook daadwerkelijk wordt benadeeld. Vindt er geen benadeling plaats, dan kan de overgeslagen klasse ook geen beroep doen op art. 384 lid 4 sub b Fw. Mocht de gift wel in strijd zijn met de WHOA-PR, dan dient getoetst te worden of aan redelijke grond-exceptie van art. 384 lid 4 sub b Fw kan worden voldaan. Het is goed denkbaar dat gifting deze toets doorstaat, mits er sprake is van een redelijke grond en de belangen van de tussenliggende klasse niet worden geschaad. Ter vergelijking heb ik in hoofdstuk 3 de werking van de *Chapter 11*-procedure geanalyseerd. Evenals onder de WHOA, levert gifting pas problemen op als een akkoord tot stand komt door middel van een *cram down*. In tegenstelling tot de WHOA is gifting in ieder geval een afwijking van de APR. Daarnaast staat de *US Bankruptcy Code* ook geen afwijkingen op de APR toe, waardoor gifting lastig te rechtvaardigen valt. Hoewel de wettelijke systematiek van *Chapter 11* geen afwijkingen op de APR toestaat, worden in de Amerikaanse literatuur verschillende beleidsargumenten genoemd om gifting wél toe te staan. Daartegenover staat ook een stroming die bepleit dat gifting misbruik in de hand kan werken. In hoofdstuk 4 heb ik deze voor- en tegenargumenten naar analogie toegepast op de WHOA en afgewogen.

5.2 Conclusie

Een analyse van de voor- en nadelen van giftiging leidt tot de conclusie dat giftiging kan zorgen voor efficiënte totstandkoming van een akkoord, maar dat de WHOA zelf onvoldoende waarborgen biedt om misbruik tegen te gaan. Het efficiëntieargument en het behoud van cruciale aandeelhouders leggen gewicht in de schaal om geen algeheel verbod van giftiging op te nemen. Toch dient ook gekeken te worden naar de mogelijke nadelen van giftiging. Daarbij dient de achtergrond van de WHOA-procedure in overweging te worden genomen. De WHOA is een insolventieprocedure waarbij de belangen van de gezamenlijke schuldeisers voorop staan. Stemmen de gezamenlijke schuldeisers niet in met een gift aan een aandeelhouder of junior schuldeisersklasse, dan is de gift in beginsel niet te rechtvaardigen. Daar valt tegenin te brengen dat een centrale figuur in de wettelijke systematiek van de WHOA het *cram down*-mechanisme is: door een *cram down* is het niet langer noodzakelijk dat iedereen instemt met het akkoord en kan het akkoord aan een minderheid worden opgelegd. Bovendien kan niet zo stellig gezegd worden dat de gift niet in het belang van de gezamenlijke schuldeisers kan zijn. Als de gift ervoor zorgt dat het akkoord zonder *cram down* tot stand kan komen, wordt benoeming van een observator voorkomen. Zonder benoeming van de observator blijft er meer waarde over om te verdelen over de gezamenlijke schuldeisers en aandeelhouders. Vervolgens dient ook de positie van de aandeelhouder in een akkoordprocedure te worden overwogen. De vennootschapsrechtelijke positie van de aandeelhouder verschilt wezenlijk van die van de schuldeiser. De schuldeiser heeft een juridisch afdwingbare vordering, terwijl het recht van de aandeelhouder slechts voorwaardelijk is, namelijk voor zover de vennootschap vrije winstreserves uit te keren heeft. Vanuit dit oogpunt valt het niet te rechtvaardigen dat een aandeelhouder waarde toekomt voordat een schuldeiser volledig wordt voldaan. Anderzijds is het behoud van aandeelhouders soms noodzakelijk om de reorganisatiewaarde te realiseren, bijvoorbeeld in het geval van cruciale aandeelhouders – in dat geval is het maar de vraag of de reorganisatiewaarde die alleen door medewerking van de aandeelhouders gerealiseerd kan worden, slechts dient toe te komen aan de schuldeisers op basis van de wettelijke rangorde.

Het belangrijkste argument tegen giftiging is het risico op misbruik. Toestaan van giftiging levert het risico op van samenspanning tussen senior schuldeisers en aandeelhouders door middel van een kunstmatig lage waardering van de vennootschap of een kunstmatig hoge waardering van het onderpand van een gecureerde schuldeiser, waardoor een tussenliggende schuldeisersklasse benadeeld kan worden. Dit type misbruik is in een akkoordprocedure lastig te achterhalen en te bewijzen. Een observator, herstructureringsdeskundige of zelfs de rechter

beschikken niet over de benodigde rechtsmiddelen om dit mogelijke misbruik tegen te gaan. Daarom kan gifting in een *cram down*-situatie niet ongelimiteerd worden toegestaan.

Gifting moet zonder enige restrictie mogelijk zijn wanneer het akkoord met consensus tot stand komt. Het uitgangspunt van de WHOA is de democratische legitimatie van het akkoord. Als alle klassen met de gift instemmen, behoort dit gewicht in de schaal te leggen bij de beoordeling van de rechter of een akkoord voor homologatie in aanmerking komt.

5.3 Aanbeveling

Met het oog op mogelijk misbruik verdient het aanbeveling om gifting niet zonder meer toe te staan in een procedure die tot stand komt door middel van een *cram down* zonder extra beschermingsmaatregelen te nemen. Er bestaat risico op misbruik door middel van oneerlijke aandeelhoudersbeïnvloeding op de waardering van de onderneming. Om de mogelijkheid tot misbruik te verkleinen kan gedacht worden aan het opnemen van een verplichting voor de herstructureringsdeskundige of observator om een onafhankelijke waarderingsdeskundige te benoemen als het akkoord tot stand komt door middel van een *cram down*. Zo wordt deze beslissing uit handen van het management genomen en kan oneerlijke aandeelhoudersbeïnvloeding worden voorkomen. Dit kan geregeld worden in de bestaande Richtlijnen ‘aanwijzen en aanstellen herstructureringsdeskundigen en observatoren in de WHOA’. Daarnaast dient het uitgangspunt te zijn dat gifting geen problemen dient op te leveren als een akkoord op transparante wijze met consensus tot stand komt. Het is noodzakelijk dat hier in de rechtspraak eenduidigheid over gevormd wordt.

Bronvermelding

Literatuurlijst

Asser/Bartels & Van Velten 5 2017

S.E. Bartels & A.A. van Velten, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 5. Zakenrecht, Eigendom en beperkte rechten*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Bartstra, de Weijs & Jonkers 2020

W.J. Bartstra, R.J. de Weijs & A.L. Jonkers, 'WHOA-Priority Rule en WHOA-initiatiefrechten: Gaten in schuldeisersbescherming bij reorganisaties', *TvI* 2020/15, p. 96-108.

Beni Driss 2019

H. Beni Driss, 'Toelaatbaarheid en wenselijkheid van *gifting* onder de *Absolute Priority Rule* in de WHOA', *FIP* 2019/87, p. 41-50.

Boon 2021

J.M.G.J. Boon, 'Actoren in de WHOA: herstructureren met de schuldenaar (debtor in possession), herstructureringsdeskundige en observator', in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 71-90.

Bosch, Damsteegt-Molier & de Vos 2021

M.C. Bosch, F. Damsteegt-Molier & A.E. de Vos, 'Door de ogen van de rechter – art. 378 Fw vanuit rechterlijk perspectief', in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 323-339.

Bouts 2021

A. Bouts, 'Klassenindeling en stemming', in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 47-68.

Breeman & Rekker 2021

M.S. Breeman & J.J. Rekker, 'Hydra, Janus of Calimero: de rol van aandeelhouders bij akkoorden', *Ondernemingsrecht* 2021/125, p. 793-805.

Carnevale 2012

M. Carnevale, 'Is Gifting Dead in Chapter 11 Reorganizations? Examining Absolute Priority in the Wake of the Second Circuit's No-Gift Rule in *In re DBSD*', *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 2012/15, afl. 1, p. 225-251.

Dandeneau 2011

D.A. Dandeneau, 'Wrapping up Gifting: Some Additional Thoughts (And Even More questions) on *DBSD*', *The Banking Law Journal* 2011/128, afl. 6, p. 521-531.

Dizengoff 2017

R.E. Dizengoff, 'Beyond Gifting: Harmonizing the Devolution of Reorganization Plan Gifts and the Evolution of Sale Gifts', *Cardozo Law Review* 2017/39, afl. 2, p. 787-822.

Drake & Visser 2023

W.H. Drake & K. D. Visser, *Chapter 11 Reorganizations, Second Edition*, Thomson Reuters 2023.

Feeney, Williamson & Stepan 2022

J.N. Feeney, M.G. Williamson & M.J. Stepan, *Bankruptcy Law Manual*, Thomson Reuters 2022.

Friedman & Douglas

S.J. Friedman & M.G. Douglas, 'You Just Can't Give It Away: Senior Class Give-Up to Equity Violates Absolute Priority Rule', *Pratt's Journal of Bankruptcy Law* 2005/1, afl. 5, p. 427-443.

Van Galen 2020

R.J. Van Galen, 'Het Wetsontwerp Homologatie Onderhands Akkoord', *Ondernemingsrecht* 2020/39, p. 193- 207.

Harner 2014

M.M. Harner, *Final Report of the ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11* (Final Report and Recommendations), American Bankruptcy Institute 2014.

Ter Horst 2021

M.K. ter Horst, 'De WHOA in vogelvlucht', in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 1-16.

De Leo 2020

F. De Leo, 'Herstructureringsprocedures in België, Nederland en de richtlijn', *TvI*, 2020/40, p. 275-288.

Markell 1998

B.A. Markell, 'A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11', *American Bankruptcy Law Journal* 1998/72, afl. 2, p. 227-264.

Mennens 2020

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

Moulen Jansen 2019

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

Norton & Haines 2023

W.L. Norton, III & R.J. Haines, *Norton Dictionary of Bankruptcy Terms*, Thomson Reuters 2023.

Overkleeft 2017

F.G.K. Overkleeft, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 103)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

O'Rourke 2005

K. O'Rourke, 'Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations', *Columbia Business Law Review* 2005/403, afl. 2, p. 403-450.

Ourhris 2021

A. Ourhris, 'De WHOA procedure op hoofdlijnen', in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 17-32.

Pannevis 2019

N.B. Pannevis, 'De klassenvorming onder de WHOA en Nederlandse rangbepalingen', *FIP* 2019/216, p. 30-36.

Renssen 2023

S. Renssen, *De herrijking van het faillissementsrecht. De WHOA en de Implementatiewet richtlijn herstructurering en insolventie (Recht & Praktijk, nr. InsR 19)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023.

Reumers 2021

M.L.H. Reumers, 'Aandeelhouders onder de WHOA', in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 229-246.

Spierings & Kolthof 2017

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

Tabb 2020

C.J. Tabb, *Law of Bankruptcy*, West Academic Publishing 2020, 5th edition.

Timm 2013

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

Tollenaar 2016

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

Tollenaar 2020

N.W.A. Tollenaar, 'Amendementen op de WHOA – tikkeltje onbesuisd', *TvI* 2020/23, p. 153-164.

Vriesendorp & Salah 2020

R.D. Vriesendorp & O. Salah, 'De WHOA: een nieuw herstructureringsinstrument', *MvV* 2020, afl. 6, p. 205-216.

Vriesendorp & Salah 2021

R.D. Vriesendorp & O. Salah, 'Aanbieding en inhoud van een akkoord', in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 33-46.

Wessels & Madaus 2017

B. Wessels & S. Madaus, *Rescue of Business in Insolvency Law – an Instrument of the European Law Institute*, Vienna: European Law Institute 2017.

Wolffram-Van Doorn 2019

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, p. 4-7.

Jurisprudentie

Nederlandse rechtspraak

Rb. Midden-Nederland, 31 maart 2022, ECLI:NL:RBMNE:2022:1329.

Rb. Midden-Nederland, 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135.

Rb. Rotterdam, 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800.

Amerikaanse rechtspraak

US Supreme Court, April 28, 1913, 228 U.S. 482 (*Northern Pacific Railway Co./Boyd*).

US Supreme Court, June 1, 1926, 271 U.S. 445 (*Kansas City Terminal Railway Co. et al. v Central Union Trust Co. of New York et al.*).

US Supreme Court, November 6, 1939, 308 U.S. 106 (*Case v. Los Angeles Lumber Products co.*).

US Supreme Court, March 7, 1988, 108 S.Ct. 963 (*Norwest Bank Worthington v. Ahlers*).

US Court of Appeals for the First Circuit, January 21, 1993, 984 F.2d 1306 (*In re SPM Manufacturing Corp.*).

US Court of Appeals for the Third Circuit, December 29, 2005, 432 F.3d 507 (*In re Armstrong World Industries, Inc.*).

US Court of Appeals for the Second Circuit, December 6, 2010, 634 F.3d 79 (*In re DBSD North America, Inc.*).

US Bankruptcy Court New York, October 26, 2009, 419 B.R. 179, (*In re DBSD North America, Inc.*).

Overige bronnen

Kamerstukken II 2018/19, 35 249, nr. 3 (MvT).

Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019, PbEU 2019, L 172/18.