



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM

Noodfinanciering onder de WHOA: *creditor-in-possession?*

Een rechtsvergelijkend onderzoek naar noodfinanciering onder de WHOA en Chapter 11

Masterscriptie

Universiteit van Amsterdam

Naam: Z. (Zafar) Shaikhli

Studentnummer: 14101254

Emailadres: zafar_shaikhli@hotmail.com

Mastertrack: Commerciële Rechtspraktijk

Begeleider: mr. A. (Arwin) Tavakolnia

Inleverdatum: 31 juli 2022

Abstract

Dit onderzoek gaat over de problematiek van noodfinanciering in het kader van een WHOA-herstructurering. In de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure, een van de voornaamste inspiratiebronnen voor de WHOA, is gesignaleerd dat schuldeisers noodfinanciering aanwenden als instrument om meer waarde naar zich toe te trekken. Dit gaat dikwijls ten koste van de overige (vaak ongesecureerde) schuldeisers. Indien deze ontwikkeling met de komst van de WHOA vanuit de Verenigde Staten naar Nederland overwaait, verzwakt dit de positie van ongesecureerde schuldeisers in het Nederlandse insolventierecht. Dit terwijl de benarde toestand van ongesecureerde schuldeisers al een van de meest besproken onderwerpen binnen het Nederlandse insolventierecht is. In het licht hiervan is dit onderzoek gericht op de vraag of aanpassing van de WHOA wenselijk is ter bescherming van ongesecureerde schuldeisers tegen geseceureerde noodfinanciers.

Om de bovenstaande vraag te beantwoorden, is de rechtsvergelijkende onderzoeksmethode toegepast. Hiertoe is eerst het wettelijke kader van de *Chapter 11*-procedure toegelicht, alvorens te kijken naar empirische studies die zijn verricht naar de Amerikaanse noodfinancieringspraktijk. Onder *Chapter 11* blijken noodfinanciers op verschillende manieren te bewerkstelligen dat ze hun persoonlijke doelstellingen bereiken, hetgeen vaak ten koste gaat van de overige schuldeisers. Zo ontvangen noodfinanciers disproportioneel hoge rentes op hun leningen. Daarnaast bedingen ze als voorwaarde voor het verstrekken van de noodfinanciering dikwijls dat hun oude schulden worden afgelost of geseceureerd. Ook implementeren noodfinanciers regelmatig *loan-to-control* en *loan-to-own* strategieën, waarmee ze hun eigen waarde maximaliseren.

Het huidige wettelijke kader van de WHOA kan niet voorkomen dat deze praktijken op vergelijkbare wijze in Nederland plaatsvinden. Derhalve wordt in dit onderzoek een wetswijziging voorgesteld. De voorgestelde wetswijziging verplicht rechterlijke goedkeuring voor het aangaan van tussentijdse financiering. Hiermee kan worden voorkomen dat nieuwe kredietovereenkomsten met een ongewenste inhoud worden gesloten.

Inhoudsopgave

Abstract.....	2
1 Inleiding.....	5
1.1 Introductie	5
1.2 Centrale onderzoeksvraag	7
1.3 Onderzoeksmethode	8
1.4 Afbakening van het onderzoek	9
1.5 Onderzoeksopzet	9
2 Noodfinanciering in preventieve herstructurerings.....	11
2.1 Definitie van noodfinanciering.....	12
2.2 Impact van noodfinanciering op schuldeisers	13
2.2.1 Voorbeeld 1: ongesecureerde noodfinanciering	15
2.2.2 Voorbeeld 2: gesecureerde noodfinanciering	20
2.2.3 Voorbeeld 3: <i>cross-collateralized</i> noodfinanciering	23
2.3 Tussenconclusie	26
3 Noodfinanciering in het Nederlandse insolventierecht.....	28
3.1 Noodfinanciering voor de WHOA	29
3.1.1 Faillissementspauliana in het algemeen	29
3.1.2 Faillissementspauliana toegespitst op noodfinanciering.....	30
3.2 Noodfinanciering onder de WHOA	32
3.2.1 Totstandkomingsgeschiedenis van art. 42a Fw	32
3.2.2 Art. 42a Fw in zijn huidige vorm	33
3.2.3 Art. 42a Fw – jurisprudentie	34
3.3 Tussenconclusie	37
4 Noodfinanciering in de <i>Chapter 11</i> -procedure.....	39
4.1 De <i>Chapter 11</i> -procedure	40
4.1.1 <i>DIP-financing</i>	41
4.1.2 Einde van een <i>Chapter 11</i> -procedure	43
4.2 Empirische studies over <i>DIP-financing</i> onder <i>Chapter 11</i>	43
4.2.1 Excessieve rentes	44
4.2.2 <i>Cross-collateralization</i> en <i>roll-ups</i>	46
4.2.3 Loan-to-control strategieën	47
4.2.4 Loan-to-own strategieën.....	50
4.3 Tussenconclusie	51

5	Gevaren voor de WHOA.....	52
5.1	Excessieve rentes	52
5.2	<i>Cross-collateralization</i> en <i>roll-ups</i>	54
5.3	Loan-to-control strategieën	55
5.4	Loan-to-own strategieën.....	57
5.5	Tussenconclusie	58
6	Voorgestelde aanpassingen aan de WHOA	59
7	Conclusie	61
	Bronnenlijst.....	63

1 Inleiding

1.1 Introductie

Anno 2022 is een van de meest pertinente onderwerpen binnen het insolventierecht het zogenaamde verdelingsvraagstuk. De constatering dat gecureerde schuldeisers (veelal banken) vrijwel de gehele faillissementswaarde naar zich toe trekken vormt de aanleiding voor veel discussie.¹ In dit verband is het faillissement in Nederland bestempeld als 'bankenparadijs'.² Voor concurrente schuldeisers is het eerder een hel: in 2015 ontvingen ze gemiddeld maar 1,6% uitkering op hun vorderingen in faillissement.³

Het staat buiten kijf dat schuldeisers de dupe zijn in faillissement: ook banken lijden doorgaans verliezen.⁴ Dit is simpelweg inherent aan het faillissement. Een manier om deze verdelingsproblematiek deels in de kiem te smoren is dus om het aantal faillissementen zo laag mogelijk te houden. Voorkomen is immers beter dan genezen. Dit is de insteek van preventieve herstructureringsstelsels. Door de passiefzijde van een onderneming vóór insolventie te herstructureren, kan faillissement worden vermeden.⁵

Over de hele wereld is er een stortvloed aan nieuwe insolventiewetgeving waar te nemen, waarbij de focus ligt op het implementeren van preventieve herstructureringsstelsels.⁶ Nergens is deze ontwikkeling duidelijker dan in de Europese Unie. Met het aannemen van de Herstructureringsrichtlijn in 2019, kregen EU-lidstaten grofweg twee jaar om een preventief herstructureringsstelsel in hun nationale insolventiewetgeving te implementeren.⁷ Na vele jaren van anticipatie door Nederlandse insolventiespecialisten was het op 1 januari 2021 eindelijk zo ver: de Wet homologatie onderhands akkoord (hierna: de WHOA) trad in werking.

¹ Zie bijvoorbeeld Rikkert e.a. (2022), *Het verdelingsvraagstuk*

² Kortmann (2017), p. 5

³ CBS (2015), *Faillissementen, oorzaken en schulden*, p. 34

⁴ Rikkert e.a. (2022), *Het verdelingsvraagstuk*, p. 289

⁵ Prickartz & Brunninkhuis (2022), p. 1

⁶ Gurrea-Martinez (2021), p. 9

⁷ Richtlijn (EU) 2019/1023

De WHOA heeft het Nederlandse insolventielandschap aanzienlijk veranderd. Vóór de inwerkingtreding van deze wet kon een onderneming in de pre-insolventiefase zijn schulden niet herstructureren zonder instemming van alle betrokken schuldeisers. Dergelijke herstructureringen vereisten immers een civielrechtelijke meerpartijenovereenkomst.⁸ Hierbij kon een enkele onwillige schuldeiser de totstandkoming van een akkoord dwarsbomen.⁹ Met de WHOA heeft de wetgever gepoogd dit probleem te adresseren. Onder deze wet kan een onderneming die insolvent dreigt te raken, zijn schuldeisers en aandeelhouders een dwangakkoord aanbieden.¹⁰

De Nederlandse wetgever is bij het ontwerpen van de WHOA geïnspireerd door de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure.¹¹ Deze inspiratie is onmiskenbaar: het *debtor-in-possession* karakter van de WHOA, alsmede de mogelijkheid tot gebruikmaking van *cross-class cramdowns* en afkoelingsperiodes, bestaan in de *Chapter 11*-procedure al sinds 1978.¹² Maar daar waar de WHOA in Nederland over het algemeen enthousiast is onthaald, is de *Chapter 11*-procedure in de Verenigde Staten op een aantal fronten onder vuur komen te liggen.

Een deel van de kritiek is specifiek gericht op *debtor-in-possession financing* (hierna: *DIP-financing*). *DIP-financing* is de noodfinanciering die een schuldenaar aan kan vragen gedurende een *Chapter 11*-procedure.¹³ *DIP-financing* wordt in een aanzienlijk percentage van *Chapter 11*-herstructureringen aangevraagd.¹⁴ Het wordt dan bijvoorbeeld gebruikt om de reorganisatie te kunnen bekostigen, of om de bedrijfsvoering door te kunnen financieren.¹⁵ Empirische studies wijzen ook uit dat *DIP-financing* door noodfinanciers voor opportunistische doeleinden gebruikt kan worden. Zo worden *DIP*-leningen door schuldeisers vaak gebruikt als vehikel om meer zeggenschap te verkrijgen over de herstructurering.¹⁶ Dit

⁸ Vriesendorp & Salah (2020), p. 206

⁹ Dit staat ook wel bekend als 'hold-out gedrag'.

¹⁰ Kamerstukken II 2018/2019, 35249, nr. 3, p. 1 (MvT)

¹¹ Kamerstukken II 2018/2019, 35249, nr. 3, p. 4 (MvT)

¹² Westbrook (2021), p. 566

¹³ De definitie van 'noodfinanciering' wordt in §2.1 nader gepreciseerd.

¹⁴ Eckbo e.a. (2022), p. 3-8

¹⁵ ABI-rapport (2014), p. 74

¹⁶ Li & Wang (2016), p. 122

kan tot gevolg hebben dat de overige schuldeisers van de onderneming worden benadeeld.¹⁷ Over deze ontwikkeling merkt Tabb (2015) het volgende op:

*"One of the most notable developments in Chapter 11 reorganization practice in this millennium is the dramatic expansion in the power exercised by secured creditors. [...] Important stakeholders - bondholders, trade creditors, tort victims, employees, and shareholders, to name but a few - are excluded from any recovery but for the whims of the controlling secured creditor."*¹⁸

Met de Amerikaanse ervaring in het achterhoofd rijst de vraag of noodfinanciering door geseceerde schuldeisers onder de WHOA ook op opportunistische wijzen gebruikt kan worden. Deze vraag is voor het Nederlandse insolventierecht bijzonder relevant. Hoewel er in de literatuur zeker stemmen zijn die betwisten dat de positie van geseceerde schuldeisers té sterk is, zal het minder controversieel zijn om te zeggen dat deze positie niet nog sterker moet worden gemaakt.¹⁹ Nederland bezit namelijk al een van 's werelds gunstigste wettelijke regimes voor geseceerde schuldeisers.²⁰ Bovendien heeft de wetgever in enkele WHOA-bepalingen zelf uitdrukkelijk geprobeerd de positie van geseceerde schuldeisers enigszins af te zwakken.²¹ Dit bewijst dat een toename aan macht van geseceerde schuldeisers zich slecht verhoudt tot het doel dat de wetgever met de WHOA voor ogen had.

1.2 Centrale onderzoeksvraag

De voorgaande overwegingen leiden tot de volgende centrale onderzoeksvraag:

Is aanpassing van de WHOA wenselijk ter bescherming van ongesecureerde schuldeisers tegen geseceerde noodfinanciers?

¹⁷ Ayotte & Elias (2022), p. 41

¹⁸ Jonkers (2019), p. 2

¹⁹ Zie bijv. 'Framing in het insolventierecht' en 'De verdelingsdiscussie' in *Het Verdelingsvraagstuk* (2022), waarin vraagtekens worden gezet bij het idee dat de banken in faillissement een té sterke positie hebben.

²⁰ World Bank, *Doing Business* (2020): alleen Japan en Noorwegen hebben een hogere verwachte *recovery rate* voor geseceerde schuldeisers.

²¹ Tollenaar (2020), par. 2.2

Om deze onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden, moeten de gebruikte termen worden verduidelijkt. Een 'wenselijke aanpassing' is een wettelijke aanpassing die bepaalde onwenselijke fenomenen voorkomt of vermindert. In deze scriptie wordt een fenomeen als 'onwenselijk' gekarakteriseerd indien het resulteert in een negatieve externaliteit voor ongesecureerde schuldeisers. Negatieve externaliteiten zijn kosten voor een derde partij, die ontstaan als gevolg van een handeling waarover die partij geen zeggenschap had, en waar die partij onvoldoende voor is gecompenseerd.²²

Een 'noodfinancier' is een partij die noodfinanciering, zoals gedefinieerd in §2.1, verstrekt. Een gesecureerde noodfinancier is dan een noodfinancier die een gesecureerde vordering op de herstructurende schuldenaar heeft. Deze gesecureerde vordering kan zowel de noodfinanciering zelf als een hieraan voorafgaande vordering betreffen.

1.3 Onderzoeksmethode

Om de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden, wordt gebruik gemaakt van de rechtsvergelijkende onderzoeksmethode. Meer specifiek wordt er gekeken naar de noodfinancieringspraktijk binnen de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure, en de empirische studies die hiernaar zijn verricht. Vervolgens wordt er nagegaan in welke mate de ontwikkelingen in de Amerikaanse noodfinancieringspraktijk zich ook onder de WHOA kunnen verwezenlijken.

Er zijn meerdere redenen waarom de rechtsvergelijkende onderzoeksmethode geschikt is om de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden. De eerste reden is dat de WHOA beïnvloed is door *Chapter 11*, en de procedures derhalve vergelijkbaar zijn. De tweede reden is dat de Amerikaanse insolventie- en financieringspraktijk wereldwijd enorm invloedrijk is. Dikwijls gebeurt het dat financiële ontwikkelingen, zoals bijvoorbeeld *cov-lite* leningen, vanuit de Verenigde Staten naar Europa overwaaien.²³ Het is dus belangrijk om deze Amerikaanse herstructureeringspraktijken te bestuderen, omdat het *a priori* niet onaannemelijk is dat ze zich met de komst van de WHOA ook in Nederland zullen vestigen. De laatste reden is dat *Chapter*

²² De Weijs & Baltjes (2018), p. 226

²³ Jackson (2015), Financial Times

11 in zijn huidige vorm al meer dan 40 jaar bestaat, en derhalve een waardevolle bron van empirische gegevens is.

Bij de rechtsvergelijking wordt echter niet uit het oog verloren dat er wezenlijke verschillen bestaan tussen de twee procedures. Zo is de rol van de rechter over het algemeen meer bescheiden onder de WHOA dan onder *Chapter 11*.²⁴ Bovendien zijn de procedures ingebed in verschillende rechtssystemen, met ieder zijn eigen kenmerken en eigenaardigheden. Kortom, er worden geen conclusies getrokken zonder voorafgaande motivering.

1.4 Afbakening van het onderzoek

Het doel van dit onderzoek is *niet* om het verdelingsvraagstuk op te lossen. Door de jaren heen zijn er verschillende suggesties gedaan om de positie van gecureerde schuldeisers in het Nederlandse insolventierecht af te zwakken. Denk aan het invoeren van partiële zekerheden of het afschaffen van de separatistenpositie.²⁵

Dergelijke, algemene veranderingen aan de verdelingsregels van het insolventierecht worden in deze scriptie niet voorgesteld. Dit onderzoek betreft enkel de mogelijke invloed van noodfinanciering gedurende het WHOA-traject op de positie van ongesecureerde schuldeisers. Indien naar aanleiding van dit onderzoek wordt vastgesteld dat wetsaanpassingen geraten zijn, zullen deze aanpassingen specifiek zien op het fenomeen van noodfinanciering in de WHOA.

1.5 Onderzoeksopzet

Dit onderzoek is opgedeeld in een aantal deelvragen, waarbij elke deelvraag een afzonderlijk hoofdstuk beslaat.

In Hoofdstuk 2 wordt een definitie van de term 'noodfinanciering' geformuleerd. Vervolgens wordt door middel van een gestileerde casus toegelicht hoe noodfinanciering toepassing vindt binnen een preventief herstructureringsstelsel. Hiermee wordt duidelijk gemaakt hoe

²⁴ Gurrea-Martinez (2022), p. 7

²⁵ De Weijs (2020), p. 2; Verstijlen & Nieuwstadt (2005), p. 1

noodfinanciering de schuldeisers van een noodlijdende onderneming raakt. Met het voorgaande wordt antwoord gegeven op de deelvraag: *wat is noodfinanciering en hoe vindt noodfinanciering toepassing binnen preventieve herstructureringsstelsels?*

Met deze kennis op zak wordt ingezoomd op noodfinanciering binnen het Nederlandse insolventierecht. In Hoofdstuk 3 wordt eerst gekeken naar noodfinanciering vóór de WHOA, om vervolgens te kijken naar noodfinanciering binnen het wettelijke kader van de WHOA. Hiermee wordt antwoord gegeven op de deelvraag: *hoe is noodfinanciering geregeld in het Nederlandse insolventierecht, zowel voor als na inwerkingtreding van de WHOA?*

Na vertrouwd te zijn geraakt met de WHOA komt de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure in Hoofdstuk 4 aan bod. Wettelijke bepalingen van *Chapter 11* die betrekking hebben op noodfinanciering worden toegelicht. Vervolgens wordt er een overzicht gegeven van wat er omtrent de Amerikaanse noodfinancieringspraktijk empirisch is waargenomen. Dit beantwoordt de deelvraag: *hoe is noodfinanciering geregeld in Chapter 11, en wat is hier empirisch over geconstateerd?*

Zoals eerder is aangegeven, kan niet blindelings worden aangenomen dat de ontwikkelingen in de Amerikaanse noodfinancieringspraktijk zich ook onder de WHOA zullen verwezenlijken. In Hoofdstuk 5 wordt derhalve antwoord gegeven op de deelvraag: *in hoeverre kunnen Amerikaanse noodfinancieringspraktijken ook onder de WHOA plaatsvinden?*

Indien uit het voorgaande hoofdstuk volgt dat de Amerikaanse ontwikkelingen mogelijk ook in Nederland kunnen plaatsvinden, rijst de vraag op welke manier deze ontwikkelingen kunnen worden voorkomen. Hoofdstuk 6 dient dan ook ter beantwoording van de deelvraag: *welke aanpassingen aan de WHOA kunnen de in Hoofdstuk 5 geconstateerde risico's beperken?*

Tot slot volgt er in Hoofdstuk 7 een conclusie, waarin antwoord wordt gegeven op de centrale onderzoeksvraag.

2 Noodfinanciering in preventieve herstructurerings

Noodlijdende ondernemingen die beginnen aan een insolventieprocedure zien zich dikwijls geconfronteerd met een dilemma: enerzijds zijn financiële middelen nodig om de onderneming 'going concern' draaiende te houden, anderzijds is gebrek aan financiële middelen vaak juist een groot probleem.²⁶ Dit verklaart waarom er een globale consensus bestaat over het belang van financiering gedurende insolventieprocedures. Zo worden landen in UNCITRAL's *Legislative Guide on Insolvency Law* aangeraden dit soort financiering in hun nationale insolventiewetgeving te faciliteren en te stimuleren.²⁷ Dit sentiment is ook terug te vinden in de considerans van de Herstructureringsrichtlijn.²⁸

In eerste instantie lijkt het wellicht contraproductief om nieuw vreemd vermogen in een noodlijdende onderneming te stoppen. Dit verhoogt immers de schuldenlast. Onder omstandigheden kan dit voor de betrokken partijen echter gunstig uitpakken. Neem als voorbeeld het volgende geval. Een onderneming in nood kan ofwel failleren, ofwel reorganiseren. Bij faillissement is de liquidatiewaarde 100. Hierbij ziet de liquidatiewaarde op de meest waarschijnlijke opbrengst die in faillissement gerealiseerd kan worden.²⁹ Indien er echter 10 aan financiering in de onderneming wordt geïnjecteerd, kan de onderneming reorganiseren. De waarde van de onderneming na reorganisatie – de reorganisatiewaarde – is 120. In deze situatie lijkt het voor betrokkenen gunstig om te reorganiseren.

Het zojuist besproken voorbeeld geeft de complexiteit van werkelijke herstructurerings niet weer. Er is bijvoorbeeld altijd een kans dat de onderneming na de herstructurering alsnog faillieert. Later in dit hoofdstuk wordt een casus behandeld waarin hiermee rekening wordt gehouden. In dit hoofdstuk wordt eerst een definitie van 'noodfinanciering' geformuleerd (§2.1). Vervolgens wordt de impact van noodfinanciering op schuldeisers geanalyseerd met behulp van de zojuist genoemde casus (§2.2). Het hoofdstuk eindigt met een tussenconclusie (§2.3).

²⁶ Gurrea-Martinez (2022), p. 4

²⁷ UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, p. 118

²⁸ Richtlijn (EU) 2019/1023, considerans par. 66

²⁹ Beke (2020), p. 4

2.1 Definitie van noodfinanciering

Financiering die verleend wordt in het kader van een herstructureringsproces staat bekend onder verschillende namen. In de Verenigde Staten spreekt men van '*DIP-financing*' en '*post-petition financing*'. In de Herstructureringsrichtlijn wordt gesproken van 'tussentijdse financiering' en 'nieuwe financiering'. UNCITRAL hanteert de term '*post-commencement financing*', terwijl in het Verenigd Koninkrijk '*rescue financing*' de voorkeur geniet.³⁰ Ook in Nederland worden verschillende termen gebruikt, zoals 'reddingsfinanciering', 'overbruggingskrediet' en 'noodfinanciering'.

De voorgaande termen hebben niet altijd *exact* dezelfde betekenis. Dit komt omdat deze soorten financiering zijn ingebed in andere rechtssystemen. Gelet op het feit dat dit onderzoek rechtsvergelijkend kijkt naar dergelijke financieringen, is het handig om hiervoor een term te definiëren en te hanteren. Deze term moet enerzijds algemeen genoeg zijn om de lading van de voorgaande typen financiering te dekken, maar anderzijds specifiek genoeg zijn om een onderscheid te creëren met 'gewone' financiering. De Herstructureringsrichtlijn kan hierbij als inspiratiebron dienen, omdat Europese richtlijnen doorgaans de nuances van verschillende rechtssystemen in acht moeten nemen, en daarom nuttig kunnen zijn bij het definiëren van dit grensoverschrijdende fenomeen.

Zoals eerder vermeld, maakt de Herstructureringsrichtlijn een onderscheid tussen nieuwe en tussentijdse financiering. Hierbij ziet nieuwe financiering op financiering die is verleend ter uitvoering van een herstructureringsplan.³¹ Tussentijdse financiering is gedefinieerd als financiering die is verleend tijdens het herstructureringsproces, en die nodig is om de bedrijfsactiviteiten voort te kunnen zetten of om de bedrijfswaarde te beschermen.³² Dit onderscheid wordt gemaakt omdat nieuwe financiering dikwijls in het herstructureringsakkoord is geregeld, en in de meeste jurisdicties dus onderworpen is aan goedkeuring van de schuldeisers en homologatie door de rechtbank.³³ Tussentijdse financiering daarentegen wordt in de aanloop naar een dergelijk akkoord aangetrokken, dikwijls onder

³⁰ Payne & Sarra (2017), p. 3

³¹ Art. 2(7) Richtlijn (EU) 2019/1023

³² Art. 2(8) Richtlijn (EU) 2019/1023

³³ Rescue of Business in Insolvency Law, p. 220

hogere tijdsdruk.³⁴ In dit onderzoek komen beide typen van financiering aan bod. Hierbij wordt 'noodfinanciering' gebruikt als overkoepelende term voor deze typen financiering:

Noodfinanciering is elke nieuwe financiële bijstand waarin wordt voorzien door een schuldeiser, die ofwel noodzakelijk is om de bedrijfsactiviteiten van de schuldenaar voort te zetten of om de waarde ervan te behouden of te verhogen, ofwel om een herstructureringsplan uit te voeren.

Waar het in dit onderzoek wél noodzakelijk is om een onderscheid te maken tussen 'nieuwe financiering' en 'tussentijdse financiering', worden deze termen als zodanig gebruikt.

2.2 Impact van noodfinanciering op schuldeisers

Met een definitie van noodfinanciering op zak, rijst de vraag hoe het (al dan niet) verlenen van noodfinanciering een onderneming en diens schuldeisers kan raken. Dit wordt geïllustreerd met een (sterk) gestileerd casusvoorbeeld. Hierbij wordt een generiek herstructureringsproces doorlopen, met een noodlijdende onderneming wiens balans er als volgt uitziet:

Activa		Passiva	
Bedrijfspan	€60.000	Eigen vermogen	-€20.000
Machines	€20.000	A-bank	€65.000
Inventaris	€10.000	B-bank	€35.000
Debiteuren	€10.000	Handelscrediteur	€20.000
Totaal	€100.000	Totaal	€100.000

³⁴ Rescue of Business in Insolvency Law, p. 220

Bedrijfsactiva brengen in liquidatie vaak minder op dan de boekwaarden indiceren, met name als ze door de curator of separatist *piecemeal* worden verkocht.³⁵ Omgekeerd geldt ook dat activa in reorganisatie meestal een hogere waarde hebben.³⁶ Veronderstel voor gestileerde doeleinden dat deze waarden voor de activa bekend zijn:

Activa	Liquidatiewaarden	Reorganisatiewaarden
Bedrijfspan	€50.000	€70.000
Machines	€13.000	€25.000
Inventaris	€8.000	€14.000
Debiteuren	€9.000	€11.000
Totaal	€80.000	€120.000

Om het reorganisatiesurplus te bemachtigen, kan de onderneming ervoor kiezen om te herstructureren. Hierbij mag niet uit het oog worden verloren dat herstructureringen kunnen falen en uitmonden in een faillissement. Ga ervan uit dat de kans p is dat de herstructurering slaagt en de reorganisatiewaarden worden bereikt. De kans is $1-p$ dat de herstructurering uitmondt in faillissement. Omgekeerd geldt ook dat de keuze om niet te herstructureren niet per se hoeft te resulteren in faillissement. Veronderstel dat faillissement bij niet herstructureren volgt met kans q , en dat de kans $1-q$ is dat de reorganisatiewaarden zonder herstructurering toch worden bereikt.

Met inachtneming van het voorgaande worden drie voorbeelden doorlopen. In alle gevallen is noodfinanciering nodig om te kunnen herstructureren. In het eerste voorbeeld wordt ongesecureerde noodfinanciering verstrekt (§2.2.1). In het tweede voorbeeld wordt gesecureerde noodfinanciering verstrekt (§2.2.2). In het laatste voorbeeld wordt nogmaals gesecureerde noodfinanciering verstrekt, en worden de oude, ongesecureerde schulden van de noodfinancier als kers op de taart ook gesecureerd (§2.2.3).

³⁵ Van den Berg e.a. (2019), par. 2

³⁶ Mba (2019), p. 20

2.2.1 Voorbeeld 1: ongesecureerde noodfinanciering

Noodlijdende ondernemingen bezitten dikwijls geen onbezwaarde activa.³⁷ Dat geldt ook in dit voorbeeld. A-bank heeft als zekerheid voor de terugbetaling van het krediet een hypotheekrecht gevestigd op het bedrijfspand. B-bank heeft een pandrecht gevestigd op de machines, de inventaris en de debiteurenvorderingen van de onderneming. De vordering van A-bank is dus deels gecureerd, de vordering van B-bank is overgesecureerd en de vordering van de handelscrediteur is ongesecureerd.

A-bank blijkt bereid noodkredieten te verstrekken aan de onderneming. Deze noodkredieten zijn ongesecureerd, omdat alle activa van de onderneming reeds bezwaard zijn. Het volgende akkoord wordt in stemming gebracht:

- Aan de gecureerde vorderingen verandert er niets;
- De concurrente vorderingen worden voor 30% afgeschreven;
- A-bank stopt €10.000 aan nieuw vreemd vermogen in de onderneming, dat gebruikt wordt om het reorganisatieplan uit te voeren.

Indien het bovenstaande akkoord wordt geweigerd, vindt er geen herstructurering plaats (§2.2.1.1). Als het akkoord wordt aangenomen en door de rechtbank wordt gehomologeerd, vindt het akkoord wel doorgang (§2.2.1.2). Door deze scenario's met elkaar te vergelijken, wordt bepaald wanneer het voor de schuldeisers rationeel is om vóór het akkoord te stemmen (§2.2.1.3).

2.2.1.1 Scenario 1: geen herstructurering

Indien er niet wordt geherstructureerd, faillieert de onderneming met kans q . Dit leidt tot de volgende balans:

³⁷ UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, p. 116; Verstijlen (2017), p. 126;

Activa		Passiva	
Bedrijfspand	€50.000	Eigen vermogen	-€40.000
Machines	€13.000	A-bank	€65.000
Inventaris	€8.000	B-bank	€35.000
Debiteuren	€9.000	Handelscrediteur	€20.000
Totaal	€80.000	Totaal	€80.000

In faillissement winnen de separatisten hun zekerheden uit, en blijft er in de boedel niets over. De schuldeisers kunnen in dit scenario het volgende verwachten:³⁸

Schuldeiser	Totale Schuld	Uitkering in faillissement
A-bank	€65.000	€50.000
B-bank	€35.000	€30.000
Handelscrediteur	€20.000	€0

Er is echter ook een kans $1-q$ dat faillissement niet intreedt. Ervan uitgaande dat de reorganisatiewaarden dan worden bereikt, eindigt de onderneming met de volgende balans:

Activa		Passiva	
Bedrijfspand	€70.000	Eigen vermogen	€0
Machines	€25.000	A-bank	€65.000
Inventaris	€14.000	B-bank	€35.000
Debiteuren	€11.000	Handelscrediteur	€20.000
Totaal	€120.000	Totaal	€120.000

³⁸ Voor de eenvoud wordt steeds voorbij gegaan aan de boedelkosten in het faillissement.

Veronderstel dat de schuldeisers in dit geval hun gehele vordering uiteindelijk terugbetaald krijgen.³⁹ De verwachte waarde van de eindpositie van de schuldeisers kan dan met de volgende formule worden berekend:⁴⁰

$$E_{\text{schuldeiser}} = P_{\text{faillissement}} * V_{\text{faillissement}} + P_{\text{geen faillissement}} * V_{\text{geen faillissement}}$$

Hierbij is V_i gedefinieerd als de uitkering in scenario i min de totale schuldpositie. Dit levert het volgende op voor de verschillende schuldeisers:

$$E_{A\text{-bank}} = q * (\text{€}50.000 - \text{€}65.000) + (1 - q) * (\text{€}65.000 - \text{€}65.000) = -15.000q$$

$$E_{B\text{-bank}} = q * (\text{€}30.000 - \text{€}35.000) + (1 - q) * (\text{€}35.000 - \text{€}35.000) = -5.000q$$

$$E_{\text{Handel}} = q * (\text{€}0 - \text{€}20.000) + (1 - q) * (\text{€}20.000 - \text{€}20.000) = -20.000q$$

2.2.1.2 Scenario 2: herstructurering

Indien het akkoord wordt aangenomen en er wordt geherstructureerd, is de kans p dat de herstructurering slaagt. De reorganisatiewaarden van de activa worden in dit scenario bereikt. Aangezien de schulden onder het akkoord worden geherstructureerd, moet een waarderingsregel worden gebruikt om de klassenindeling en de materiële aanspraak van de geseceerde schuldeisers te bepalen. In de voorbeelden van dit hoofdstuk bepaalt de verwachte opbrengst van het onderliggende actief voor welk deel de geseceerde schuldeisers in de ongesecureerde klasse vallen, en wat hun materiële aanspraak is.⁴¹ Op basis hiervan valt A-bank voor €25.000 en B-bank voor €5.000 in de klasse van concurrente schuldeisers. Dit deel van hun vordering wordt op grond van het akkoord voor 30% afgeschreven. Dit leidt tot de volgende balans bij een succesvolle herstructurering:

³⁹ Met een eigen vermogen van €0 is dit op de korte termijn niet realistisch.

⁴⁰ Hierbij wordt inspiratie ontleend aan Pannevis (2017), par. 3.

⁴¹ In §2.2.2.3 wordt het belang van de waarderingsregel toegelicht.

Activa		Passiva	
Bedrijfspand	€70.000	Eigen vermogen	€5.000
Machines	€25.000	A-bank	€67.500
Inventaris	€14.000	B-bank	€33.500
Debiteuren	€11.000	Handelscrediteur	€14.000
Totaal	€120.000	Totaal	€120.000

De kans is $1-p$ dat de herstructurering faalt en uitmondt in faillissement, hetgeen leidt tot de volgende balans:

Activa		Passiva	
Bedrijfspand	€50.000	Eigen vermogen	-€35.000
Machines	€13.000	A-bank	€67.500
Inventaris	€8.000	B-bank	€33.500
Debiteuren	€9.000	Handelscrediteur	€14.000
Totaal	€80.000	Totaal	€80.000

In faillissement staat de schuldeisers het volgende te wachten:

Schuldeiser	Schuld voor homologatie	Schuld na homologatie	Uitkering in faillissement
A-bank	€75.000	€67.500	€50.000
B-bank	€35.000	€33.500	€30.000
Handelscrediteur	€20.000	€14.000	€0

De verwachte waarden van de eindposities van de schuldeisers worden berekend met behulp van de formule uit §2.2.2.1:

$$E_{A\text{-bank}} = (1 - p) * (\text{€}50.000 - \text{€}75.000) + p * (\text{€}67.500 - \text{€}75.000) = 17.500p - 25.000$$

$$E_{B\text{-bank}} = (1 - p) * (\text{€}30.000 - \text{€}35.000) + p * (\text{€}33.500 - \text{€}35.000) = 3.500p - 5.000$$

$$E_{\text{Handel}} = (1 - p) * (\text{€}0 - \text{€}20.000) + p * (\text{€}14.000 - \text{€}20.000) = 14.000p - 20.000$$

2.2.1.3 Wel of niet herstructureren?

Wanneer is het rationeel voor een schuldeiser om vóór het akkoord te stemmen? Dat is het geval indien de verwachte waarde bij herstructurering hoger is dan de verwachte waarde indien niet geherstructureerd wordt. Dit leidt tot de volgende ongelijkheden per schuldeiser:

$$\text{Bank A: } 17.500p - 25.000 > -15.000q$$

$$\text{Bank B: } 3.500p - 5.000 > -5.000q$$

$$\text{Handelscrediteur: } 14.000p - 20.000 > -20.000q$$

Veronderstel dat $q = 0,8$. De kans is dus 80% dat faillissement volgt indien er niet wordt geherstructureerd. Invullen van deze waarde in de ongelijkheden leidt tot de volgende waarden voor p_i , waarbij p_i de minimale slagingskans van de herstructurering is waarbij schuldeiser i vóór het akkoord moet stemmen:

$$p_{A\text{-bank}} > 0,74$$

$$p_{B\text{-bank}} > 0,29$$

$$p_{\text{Handel}} > 0,29$$

Op grond van dit resultaat zou A-bank dus vóór het akkoord moeten stemmen indien het reedsplan een slagingskans van minimaal 74% heeft. Voor B-bank en de handelscrediteur is het vanaf een slagingskans van 29% al rationeel om vóór het akkoord te stemmen.⁴²

⁴² Tussen p_i en q bestaat een negatieve correlatie: hoe hoger de kans op faillissement bij niet-herstructureren, hoe lager de slagingskans p_i waarboven de schuldeisers vóór het akkoord moeten stemmen (en vice versa).

Dit voorbeeld illustreert dat het verstrekken van ongesecureerde noodfinanciering vooral riskant is voor de noodfinancier. Het risico dat de reddingspoging mislukt wordt voor het grootste deel gedragen door de noodfinancier, terwijl de vruchten van een succesvolle herstructurering door alle schuldeisers worden geplukt. Dit verklaart waarom veel jurisdicties het verstrekken van noodfinanciering stimuleren, bijvoorbeeld door het als boedelschuld aan te merken.⁴³

2.2.2 Voorbeeld 2: gesecureerde noodfinanciering

In dit voorbeeld heeft de onderneming wél onbezwaarde activa. A-bank heeft een hypotheekrecht op het bedrijfspand, en dit keer is ten behoeve van B-bank enkel een pandrecht gevestigd op de machines. De inventaris en de debiteurenvorderingen zijn dus onbezwaard, en de vorderingen van beide banken zijn deels ongesecureerd.

A-bank is weer bereid om een noodkrediet van €10.000 te verstrekken, maar bedingt hiervoor dit keer een pandrecht op de debiteurenvorderingen. Hetzelfde akkoord (waarbij concurrente vorderingen voor 30% worden afgeschreven) wordt in stemming gebracht. Nogmaals worden de scenario's behandeld waarin niet wordt geherstructureerd (§2.2.2.1) en wel wordt geherstructureerd (§2.2.2.2), gevolgd door een korte analyse (§2.2.2.3). De uitwerking van dit voorbeeld is wat beknopter, omdat weer dezelfde methode wordt toegepast.

2.2.2.1 Scenario 1: geen herstructurering

In het geval dat er geen herstructurering plaatsvindt, is de kans op faillissement q . Hierbij kunnen de schuldeisers het volgende verwachten:⁴⁴

⁴³ Mba (2019), p. 25

⁴⁴ Er wordt afgerond op gehele getallen.

Schuldeiser	Totale Schuldpositie	Uitkering in faillissement
A-bank	€65.000	€54.474 ⁴⁵
B-bank	€35.000	€19.561 ⁴⁶
Handelscrediteur	€20.000	€5.965 ⁴⁷

Er is een kans $1-q$ dat faillissement niet intreedt. Net als in het eerste voorbeeld wordt verondersteld dat de reorganisatiewaarden worden bereikt, en de schuldeisers hun gehele vordering terugbetaald krijgen. De verwachte waarden van de eindposities van de schuldeisers worden berekend met behulp van de formule uit §2.2.2.1:

$$E_{A-bank} = q * (\text{€}54.474 - \text{€}65.000) + (1 - q) * (\text{€}65.000 - \text{€}65.000) = -10.526q$$

$$E_{B-bank} = q * (\text{€}19.561 - \text{€}35.000) + (1 - q) * (\text{€}35.000 - \text{€}35.000) = -15.439q$$

$$E_{Handel} = q * (\text{€}5.965 - \text{€}20.000) + (1 - q) * (\text{€}20.000 - \text{€}20.000) = -14.035q$$

2.2.2.2 Scenario 2: herstructurering

Indien het akkoord wordt aangenomen en er wordt geherstructureerd, ziet de balans er met kans p als volgt uit:

Activa		Passiva	
Bedrijfspand	€70.000	Eigen vermogen	€7.400
Machines	€25.000	A-bank	€70.200
Inventaris	€14.000	B-bank	€28.400
Debiteuren	€11.000	Handelscrediteur	€14.000
Totaal	€120.000	Totaal	€120.000

⁴⁵ A-bank ontvangt €50.000 door uitwinning van zijn zekerheden en heeft een concurrente restvordering van €15.000. De opbrengsten van de onbezwaarde activa (€17.000) worden pro rata verdeeld. A-bank ontvangt $15.000/57.000 * 17.000 = \text{€}4.474$ van diens ongesecureerde vordering. Dit leidt tot een slotsom van €54.474.

⁴⁶ B-bank ontvangt €13.000 door uitwinning van zijn zekerheden en heeft een concurrente restvordering van €22.000. Hiervan ontvangt B-bank $22.000/57.000 * 17.000 = \text{€}6.561$. Dit leidt tot een slotsom van €19.561.

⁴⁷ De ongesecureerde handelscrediteur ontvangt $20.000/57.000 * 17.000 = \text{€}5.965$.

Er is weer een kans $1-p$ dat de herstructurering faalt. Na deze mislukte herstructurering kunnen de schuldeisers in faillissement het volgende verwachten:

Schuldeiser	Schuld voor homologatie	Schuld na homologatie	Uitkering in faillissement
A-bank	€75.000	€70.200	€61.207 ⁴⁸
B-bank	€35.000	€27.000	€16.034 ⁴⁹
Handelscrediteur	€20.000	€14.000	€2.759 ⁵⁰

Dit leidt tot de volgende verwachte waarden voor de eindposities van de schuldeisers:

$$E_{A-bank} = (1 - p) * (\text{€}61.207 - \text{€}75.000) + p * (\text{€}70.200 - \text{€}75.000) = 8.993p - 13.793$$

$$E_{B-bank} = (1 - p) * (\text{€}16.034 - \text{€}35.000) + p * (\text{€}28.400 - \text{€}35.000) = 12.366p - 18.966$$

$$E_{Handel} = (1 - p) * (\text{€}2.759 - \text{€}20.000) + p * (\text{€}14.000 - \text{€}20.000) = 11.241p - 17.241$$

2.2.2.3 Wel of niet herstructureren?

Door weer op dezelfde wijze als in §2.2.1.3 ongelijkheden te formuleren en $q = 0,8$ in te vullen, volgen de kansen p_i voor de schuldeisers:

$$P_{A-bank} > 0,60$$

$$P_{B-bank} > 0,53$$

$$P_{Handel} > 0,53$$

Het contrast met het eerste voorbeeld is duidelijk. Door de noodkredieten te secureren, heeft de noodfinancier de negatieve consequenties van een mislukte herstructurering voor zichzelf verminderd. Dat dit ten koste van de boedel gaat, is ook gereflecteerd in de waarden p_i voor de

⁴⁸ A-bank ontvangt €59.000 door uitwinning van zijn zekerheden en heeft een concurrente restvordering van €11.200. Hiervan ontvangt A-bank $11.200/40.600 * 8.000 = \text{€}2.286$. Dit leidt tot een slotsom van €61.207.

⁴⁹ B-bank ontvangt €13.000 door uitwinning van zijn zekerheden en heeft een concurrente restvordering van €15.400. Hiervan ontvangt B-bank $15.400/40.600 * 8.000 = \text{€}2.857$. Dit leidt tot een slotsom van €16.034.

⁵⁰ De ongesecureerde handelscrediteur ontvangt $14.000/40.600 * 8.000 = \text{€}2.759$.

overige schuldeisers: deze zijn omhooggegaan, omdat de schuldeisers bij faillissement een kleiner deel van hun concurrente vordering uitbetaald krijgen. Overigens geldt wel dat de waarden relatief dichtbij elkaar liggen.

Bij het bovenstaande resultaat moet een belangrijke kanttekening worden gemaakt. Zoals eerder is vermeld, moet voor de klassenindeling en materiële aanspraak van de geseecureerde schuldeisers een waarderingsregel worden gebruikt. In de voorbeelden van dit hoofdstuk is dit gedaan aan de hand van de opbrengstverwachtingen van het onderliggende actief bij faillissement. Deze waarderingsregel wordt op grond van art. 373 lid 3 Fw ook onder de WHOA toegepast.⁵¹ In *Chapter 11* is bewust gekozen om de waarderingsregel niet wettelijk te verankeren, en heeft de rechter enige vrijheid ten aanzien van *collateral valuations*.⁵² In de praktijk gebruiken Amerikaanse rechters dan ook verschillende waarderingsregels.⁵³ Indien het akkoord voorziet in een reorganisatieplan (zoals de voorbeelden in dit hoofdstuk), wordt dikwijls aangesloten bij de waarde van het onderpand in het kader van de voorgenomen bedrijfsvoortzetting.⁵⁴ Dit leidt veelal tot een hogere waardering dan de liquidatiewaarde.⁵⁵ Indien deze rekenvoorbeelden zouden zijn verricht met behulp van Amerikaanse waarderingsregels, zou p_i dus lager zijn voor de geseecureerde schuldeisers, en hoger voor de ongesecureerde schuldeisers.⁵⁶ In dit opzicht is *Chapter 11* dus gunstiger voor geseecureerde schuldeisers dan de WHOA.

2.2.3 Voorbeeld 3: *cross-collateralized* noodfinanciering

Het derde voorbeeld begint op dezelfde wijze als het tweede voorbeeld. A-bank heeft een hypotheekrecht gevestigd op het bedrijfspand, en B-bank heeft een pandrecht gevestigd op de machines. A-bank blijkt weer bereid om een noodkrediet van €10.000 te verstrekken, maar bedingt hiervoor dit keer dat er een pandrecht op de debiteurenvorderingen wordt gevestigd, én dat ten aanzien van de bestaande (deels ongesecureerde) schuld een pandrecht wordt gevestigd op de inventaris. Als voorwaarde voor het verstrekken van noodfinanciering moeten

⁵¹ *Kamerstukken II* 2019/2020, 35249, nr. 14, p. 2; Van den Berg (2020), par. 2

⁵² Pan (2014), p. 103

⁵³ Manzo (2018), p. 173

⁵⁴ Tollenaar (2020), par 2.2; Van den berg (2020), par. 3

⁵⁵ Manzo (2018), p. 181

⁵⁶ Ter illustratie: indien bij §2.2.2 de reorganisatiewaarden van de activa worden gebruikt als proxy voor een 'Amerikaanse waardering', resulteert dit in $p_{A\text{-bank}} > 0,37$; $p_{B\text{-bank}} > 0,41$ en $p_{\text{Handel}} > 0,55$.

oude schulden dus worden geseceerd: dit wordt *cross-collateralization* genoemd.⁵⁷ De scenario waarin niet wordt geherstructureerd is hetzelfde als §2.2.2.1 en wordt dus niet nogmaals doorlopen. Hieronder volgt wat er gebeurt bij een herstructurering (§2.2.3.1), gevolgd door een analyse van de resultaten (§2.2.3.2).

2.2.3.1 Scenario 1: herstructurering

Indien het akkoord wordt aangenomen, is de kans p dat de herstructurering succesvol verloopt. De balans ziet er dan als volgt uit:

Activa		Passiva	
Bedrijfspan	€70.000	Eigen vermogen	€5.000
Machines	€25.000	A-bank ⁵⁸	€72.600
Inventaris	€14.000	B-bank	€28.400
Debiteuren	€11.000	Handelscrediteur	€14.000
Totaal	€120.000	Totaal	€120.000

De kans is weer $1-p$ dat de herstructurering faalt. In het opvolgende faillissement kunnen de schuldeisers in faillissement het volgende verwachten:

Schuldeiser	Schuld voor homologatie	Schuld na homologatie	Uitkering in faillissement
A-bank	€75.000	€72.600	€67.000
B-bank	€35.000	€27.000	€13.000
Handelscrediteur	€20.000	€14.000	€0

Dit leidt tot de volgende verwachte waarden voor de eindposities van de schuldeisers:

⁵⁷ Jordan (1993), p. 220; Bohm (1985), p. 289

⁵⁸ Het enige verschil is dat A-bank nu maar een concurrente restvordering van €8.000 heeft, omdat hij zijn zekerheden voor €67.000 kan uitwinnen in faillissement. Deze restvordering wordt voor 30% afgeschreven.

$$E_{A\text{-bank}} = (1 - p) * (\text{€}67.000 - \text{€}75.000) + p * (\text{€}72.600 - \text{€}75.000) = 5.600p - 8.000$$

$$E_{B\text{-bank}} = (1 - p) * (\text{€}13.000 - \text{€}35.000) + p * (\text{€}28.400 - \text{€}35.000) = 15.400p - 22.000$$

$$E_{\text{Handel}} = (1 - p) * (\text{€}0 - \text{€}20.000) + p * (\text{€}14.000 - \text{€}20.000) = 14.000p - 20.000$$

2.2.3.2 Wel of niet herstructureren?

Door de resultaten uit §2.2.2.1 en §2.2.3.1 te combineren, kunnen de volgende ongelijkheden worden geformuleerd:

$$\textbf{Bank A: } 5.600p - 8.000 > -10.526q$$

$$\textbf{Bank B: } 15.400p - 22.000 > -15.439q$$

$$\textbf{Handelscrediteur: } 14.000p - 20.000 > -14.035q$$

Met $q = 0,8$ leidt dit tot de volgende waarden voor p_i :

$$\mathbf{p_{A\text{-bank}}} > -0,08$$

$$\mathbf{p_{B\text{-bank}}} > 0,63$$

$$\mathbf{p_{\text{Handel}}} > 0,63$$

Onder deze voorwaarden heeft A-bank dus altijd baat bij het verstrekken van *cross-collateralized* noodfinanciering, zelfs indien de herstructurering gegarandeerd uitmondt in faillissement.⁵⁹ Voor de overige schuldeisers is het pas bij een relatief hoge slagingskans rationeel om de reddingspoging te steunen, omdat de negatieve consequenties van het mislukken van de reddingspoging voor hen zijn vergroot.

⁵⁹ Merk op dat p in werkelijkheid niet negatief kan zijn omdat kansen op de interval $[0,1]$ liggen. Als $q = 0,8$ is herstructureren voor A-bank dus rationeel voor elke waarde die p kan aannemen.

Dit resultaat toont dat *cross-collateralization* negatieve externaliteiten in het leven kan roepen. Indien de crediteur de schuldenaar zover krijgt dat hij instemt met *cross-collateralization*, heeft de schuldeiser een sterke prikkel om noodfinanciering te verstrekken, ongeacht het continuïteitsperspectief van de noodlijdende onderneming. Indien de reddingspoging mislukt, worden de (meeste) kosten toch gedragen door de overige schuldeisers.⁶⁰ In een aantal landen, zoals Canada, zijn dergelijke bepalingen door deze problematiek verboden.⁶¹ Toch illustreert het voorbeeld ook waarom veel jurisdicties *cross-collateralizations* niet verbieden: als de enige potentiële noodfinancier aandringt op zekerheidstelling voor diens oude schulden, is het onder bepaalde omstandigheden rationeler dit te accepteren, dan roerloos af te stevenen op een faillissement.

Meer algemeen maken de besproken voorbeelden duidelijk dat er een onderscheid gemaakt kan worden tussen noodfinanciering waarmee waarde wordt gecreëerd, en noodfinanciering waarmee waarde wordt weggenomen.⁶² Waardecreërende noodfinanciering zorgt ervoor dat de noodlijdende onderneming in waarde stijgt, bijvoorbeeld door een hogere reorganisatiewaarde mogelijk te maken. Noodfinanciering kan ook bewerkstelligen dat schuldeisers vlak voor faillissement waarde (bewust of onbewust) wegnemen, bijvoorbeeld door middel van *cross-collateralization*. Het is *a priori* lastig om te bepalen of noodfinanciering waarde zal creëren of niet. In landen zoals de Verenigde Staten en Singapore is deze taak weggelegd voor de rechter, die noodfinanciering moet autoriseren.⁶³ In andere landen krijgen de schuldeisers zelf een stem, omdat hun economische belangen hiermee gemoeid zijn. Zo geldt in India dat noodfinanciering moet worden goedgekeurd door een schuldeiserscommissie.⁶⁴

2.3 Tussenconclusie

Het besluit (al dan niet) noodfinanciering aan te trekken is geen eenvoudige kwestie. Enerzijds hebben noodlijdende ondernemingen vaak noodfinanciering nodig om überhaupt aan herstructurering toe te komen. Dit is niet altijd makkelijk, omdat financiers een risico nemen door krediet te verstrekken aan ondernemingen die aan de rand van de afgrond staan.

⁶⁰ Gurrea-Martinez (2022), p. 16

⁶¹ § 11.2(2) CCAA

⁶² Gurrea-Martinez (2022), p. 18

⁶³ Gurrea-Martinez (2022), p. 18

⁶⁴ § 25I IBC

Anderzijds is het aantrekken van noodfinanciering niet altijd de juiste zet. Nieuw vreemd vermogen betekent meer schulden voor de onderneming, en als de herstructurering faalt zullen deze schulden door iemand gedragen moeten worden. Door middel van zekerheden kan de noodfinancier de gevolgen van een mislukte reddingspoging voor zichzelf mitigeren. Dit gaat echter vaak ten koste van de overige schuldeisers. In het licht van de zojuist besproken problematiek hebben veel landen noodfinanciering een plaats gegeven in de nationale insolventiewetgeving.

3 Noodfinanciering in het Nederlandse insolventierecht

Bij de Nederlandse wetgever ontstond in 2012 het voornemen om de totstandkoming van akkoorden buiten faillissement te vergemakkelijken. In dat jaar ging het programma 'Herijking faillissementsrecht' van start. Dit programma was gestoeld op drie pijlers, waarvan er één de "*versterking van het reorganiserend vermogen van bedrijven*" was.⁶⁵ Met de WHOA heeft de wetgever getracht uitvoering te geven aan deze pijler. Onder de WHOA kan een schuldenaar, die verkeert in een toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij niet met het betalen van zijn schulden zal kunnen voortgaan, zijn schuldeisers en aandeelhouders een onderhands akkoord aanbieden dat door de rechtbank kan worden gehomologeerd.⁶⁶

De WHOA heeft kenmerken van zowel informele als formele herstructureringsprocedures.⁶⁷ In overeenstemming met informele procedures is de rol van de rechter in een WHOA-procedure tot aan de beoordeling van het homologatieverzoek in beginsel beperkt.⁶⁸ Hiermee heeft de wetgever beoogd de procedure zo snel, efficiënt en flexibel mogelijk te maken.⁶⁹ De schuldenaar heeft echter ook *tools* tot zijn beschikking die veelal te vinden zijn in formele herstructureringsprocedures, zoals de faillissementsprocedure.⁷⁰ Zo kan de schuldenaar (of de herstructureringsdeskundige) de rechter verzoeken een afkoelingsperiode af te kondigen.⁷¹

Een ander type verzoek dat de schuldenaar gedurende het WHOA-traject aan de rechter kan doen is een 42a-verzoek. Op grond van art. 42a Fw kan de rechter aan de schuldenaar een machtiging verlenen tot het verrichten van een rechtshandeling tijdens het WHOA-traject. Als de rechter de machtiging verleent, kan de desbetreffende rechtshandeling niet worden vernietigd op grond van de faillissementspauliana van art. 42 Fw. Om toe te lichten hoe dit artikel de noodfinancieringspraktijk onder de WHOA zal schapen, wordt eerst uiteengezet hoe noodfinanciering vóór inwerkingtreding van de WHOA juridisch was geregeld (§3.1).

⁶⁵ *Kamerstukken II 2012/2013*, 29911, nr. 74, p. 2

⁶⁶ Art. 370 lid 1 Fw

⁶⁷ Gurrea-Martinez (2022), p. 11

⁶⁸ Vriesendorp & Kesteren (2019), p. 2

⁶⁹ *Kamerstukken II 2018/2019*, 35249, nr. 3, p.21 (MvT)

⁷⁰ Gurrea-Martinez (2022), p. 11

⁷¹ Art. 376 Fw

Vervolgens wordt noodfinanciering onder de WHOA onder de loep genomen (§3.2). Tot slot volgt een tussenconclusie van dit hoofdstuk (§3.3).

3.1 Noodfinanciering voor de WHOA⁷²

Ook vóór inwerkingtreding van de WHOA kwam het voor dat een noodlijdende onderneming financiering moest aantrekken om faillissement af te wenden. Zoals in §2.2 naar voren is gekomen, kan het verlenen van noodfinanciering in het kader van een reddingspoging riskant zijn: indien de reddingspoging mislukt en de onderneming faillieert, is allerm minst zeker dat de noodfinancier zijn vorderingen terugbetaald krijgt. Zelfs het vestigen van zekerheden kan de noodfinancier niet altijd beschermen, want er is bij faillissement een nieuw gevaar op de loer: het gevaar van de faillissementspauliana. In het vervolg van deze paragraaf volgt een algemene introductie over de faillissementspauliana (§3.1.1). Daaropvolgend wordt dit leerstuk specifiek toegespitst op noodfinanciering (§3.1.2).

3.1.1 Faillissementspauliana in het algemeen

Met behulp van de faillissementspauliana kan de curator rechtshandelingen, waarmee vermogensbestanddelen vóór faillissement aan de boedel zijn onttrokken, vernietigen.⁷³ Dit rechtsfiguur bestaat ter bescherming van de schuldeisers van de failliet. Immers kunnen schuldeisers zich verhalen op de vermogensbestanddelen die met de pauliana weer in de boedel worden gebracht.⁷⁴

Er zijn twee artikelen op grond waarvan een rechtshandeling paulianeus kan zijn. Indien de rechtshandeling een onverplicht karakter heeft, moet de pauliana gestoeld worden op art. 42 Fw. Heeft de rechtshandeling daarentegen een verplicht karakter, dan moet de curator zich op art. 47 Fw beroepen. Hierbij stelt art. 47 Fw doorgaans aanzienlijk zwaardere eisen.⁷⁵

⁷² Het wettelijke kader uit deze paragraaf geldt nog steeds voor informele herstructureringen.

⁷³ *Wessels Insolventierecht III* 2019/3017

⁷⁴ *Wessels Insolventierecht III* 2019/3018

⁷⁵ De Weijs (2010), p. 1

3.1.2 Faillissementspauliana toegespitst op noodfinanciering

De vraag rijst of het vestigen van zekerheden in het kader van verstrekte noodfinanciering een verplichte of onverplichte rechtshandeling behelst. Het vertrekpunt is dat het verschaffen van zekerheden voor een schuld, zonder dat daartoe de verplichting bestaat, onverplicht is.⁷⁶ Dat een onderneming deze zekerheden verschaft omdat het zich hiertoe financieel genoodzaakt ziet, doet hier niet aan af.⁷⁷ Een en ander geldt echter niet als de verplichting tot zekerheidstelling opgenomen is in de kredietovereenkomst of de daarop van toepassing zijnde algemene bankvoorwaarden (hierna: ABV). In dat geval is de rechtshandeling ter vestiging van het zekerheidsrecht een verplichte rechtshandeling in de zin van art. 47 Fw.⁷⁸ De curator heeft dan nog een optie achter de hand: hij kan zich richten op de onderliggende kredietovereenkomst, die doorgaans onverplicht is aangegaan.⁷⁹ Indien deze kredietovereenkomst wordt vernietigd op grond van art. 42 Fw, heeft dit ook tot gevolg dat de kredietverschaffer geen beroep meer kan doen op het zekerheidsrecht.⁸⁰

Indien de curator art. 42 Fw wil gebruiken om de zekerheidstelling (of de onderliggende kredietovereenkomst) te vernietigen, moet aan de vereisten van dat artikel zijn voldaan. Er moet sprake zijn van (i) een onverplichte rechtshandeling verricht door de schuldenaar voor faillissement. Bovendien moet de rechtshandeling (ii) benadeling van schuldeisers tot gevolg hebben. Hierbij geldt dat de schuldenaar van de benadeling (iii) wist of behoorde te weten. Tot slot geldt dat als het een rechtshandeling anders dan om niet betreft – hetgeen bij verstrekking van noodfinanciering het geval zal zijn – (iv) ook de wederpartij van de benadeling wist of behoorde te weten.⁸¹ In art. 43 Fw staan gevallen waarin de wetenschap van benadeling aan beide zijden vermoed wordt aanwezig te zijn. In het kader van dit onderzoek is art. 43 lid 1 onder 2° relevant. Indien onverplicht een rechtshandeling ter zekerheidstelling wordt verricht binnen een jaar voor de faillietverklaring, kan de curator gebruik maken van dit bewijsvermoeden. Rechtshandelingen waarbij een verplichting tot zekerheidstelling ontstaat, bijvoorbeeld het aangaan van een kredietovereenkomst, vallen ook onder deze bepaling.⁸² Dit

⁷⁶ *T&C Insolventierecht, commentaar op art. 42 Fw*

⁷⁷ HR ENECA/BACM, r.o. 1

⁷⁸ Art. 26 ABV; Spanjaard (2010), p. 55

⁷⁹ *Wessels Insolventierecht III 2019/3075*; Van Buuren (2008), p. 215

⁸⁰ Le Grand & Renssen (2016), p. 16

⁸¹ Van Buuren (2008), p. 214

⁸² *GS Faillissementswet*, art. 43 Fw, aant. 4

betekent dat *cross-collateralizations* zoals in §2.2.3 bij opvolgend faillissement al vrij gauw paulianeus zijn.

De Hoge Raad heeft in de ABN AMRO/Van Dooren q.q. arresten meer duidelijk verschaft ten aanzien van de vereisten van art. 42 Fw. De feiten van deze zaken waren als volgt. Hendriks Beheer had een rekening-courant bij ABN AMRO. Na verloop van tijd raakt Hendriks Beheer in liquiditeitsproblemen en vraagt om verhoging van de kredietlimiet. Op 5 november 1993 besluit ABN AMRO om dit verzoek in te willigen, maar stelt hierbij als voorwaarde dat extra hypothecaire zekerheden moeten worden verstrekt. Hendriks Beheer gaat hiermee akkoord, maar faillieert alsnog op 13 december 1993, een maand na verhoging van het krediet.

De curator wil de vestiging van de hypotheek vernietigen op grond van art. 42 Fw.⁸³ In ABN AMRO/Van Dooren q.q. II was de hoofdvraag of de overige schuldeisers door toezegging tot zekerheidstelling zijn benadeeld, oftewel of aan vereiste (ii) was voldaan. De Hoge Raad oordeelde dat dit inderdaad het geval was. Het nieuwe krediet werd namelijk deels gebruikt om schuldeisers te voldoen. De daaruit voortvloeiende verschuiving van de verhaalspositie leidde tot de benadeling van de schuldeisers:

"De bank heeft evenwel op de opbrengst van de in aanvullende zekerheid verbonden zaken voorrang verkregen boven de resterende schuldeisers, terwijl de voldane schuldeisers slechts concurrent waren. De resterende schuldeisers krijgen door een en ander derhalve in plaats van met concurrente medeschuldeisers te maken met de bank als preferent medeschuldeiser. Een dergelijke verschuiving in verhaalspositie zal (...) nadeel voor de resterende schuldeisers meebrengen..."⁸⁴

In ABN AMRO/Van Dooren q.q. III ging het met name om vereisten (iii) en (iv): de 'wetenschap van benadeling'. De Hoge Raad oordeelde in dit arrest dat er sprake was van een 'wetenschap van benadeling' indien:

⁸³ HR ABN AMRO/Van Dooren q.q. II, r.o. 3.2

⁸⁴ HR ABN AMRO/Van Dooren q.q. II, r.o. 3.6

*"ten tijde van de handeling het faillissement en het tekort daarin met een redelijke mate van waarschijnlijkheid waren te voorzien voor zowel de schuldenaar als degene met of jegens wie de schuldenaar de rechtshandeling verrichte."*⁸⁵

ABN AMRO voerde bij de Hoge Raad aan dat in gevallen waarin zekerheid wordt gesteld om noodfinanciering te dekken, de 'wetenschap van benadeling' minder snel moet worden aangenomen. De Hoge Raad maakt hier echter korte metten mee, en stelde dat deze maatstaf *"evenzeer geldt bij kredietverschaffing tegen zekerheid aan noodlijdende ondernemingen."*⁸⁶ In de literatuur is deze houding van de Hoge Raad ten aanzien van reddingspogingen veelvuldig bekritiseerd.⁸⁷ Zo is betoogd dat de lat voor vernietiging hoger moet liggen bij onverplichte rechtshandelingen die zijn verricht in het kader van reddingspogingen.⁸⁸ Anders hangt de faillissementspauliana noodfinanciers als een zwaard van Damocles boven het hoofd.

3.2 Noodfinanciering onder de WHOA

Het is tegen deze achtergrond dat de wetgever een wettelijke bepaling ten aanzien van noodfinanciering moest formuleren. Uiteindelijk is de wetgever gekomen met art. 42a Fw, een artikel met als doel *"de verstrekking van financiering ten behoeve van de totstandkoming van een akkoord te bevorderen."*⁸⁹ In het verdere verloop van deze paragraaf wordt art. 42a Fw nader toegelicht, beginnend met diens totstandkomingsgeschiedenis (§3.2.1). Vervolgens wordt stilgestaan bij de huidige versie van art. 42a Fw (§3.2.2), en enkele relevante zaken die te dien aanzien zijn geweest (§3.2.3).

3.2.1 Totstandkomingsgeschiedenis van art. 42a Fw

Aan de huidige versie van art. 42a Fw zijn een aantal voorontwerpen voorafgegaan. Het eerste voorontwerp zag specifiek op rechtshandelingen ter verschaffing van nieuwe zekerheden of het uitbreiden van bestaande zekerheden voor schulden, ontstaan tussen het moment van aanbidding van het akkoord en het moment van sluiting van de stemming over het akkoord.

⁸⁵ HR ABN AMRO/Van Dooren q.q. III, r.o. 3.7

⁸⁶ HR ABN AMRO/Van Dooren q.q. III, r.o. 3.9; herhaald in HR Jongepier q.q./Drieakker c.s., r.o. 3.3.2

⁸⁷ Spinath (2010), p. 143; Van Der Weijden (2020), par. 3

⁸⁸ Van Der Weijden (2020), par. 3; Vermue (2011), par. 3.4

⁸⁹ Kamerstukken II 2018/2019, 35249, nr. 3, p. 22 (MvT)

Dergelijke rechtshandelingen die binnen dit temporele bereik vielen, zouden op grond van dit voorontwerp niet vernietigd kunnen worden met een beroep op art. 42 Fw.⁹⁰ Het idee hierachter was dat "*degene die het aandurft het risico van doorfinanciering te dragen, daar niet voor gestraft zou moeten worden indien het onverhoopt misgaat.*"⁹¹ Dit voorontwerp is in de literatuur sterk bekritiseerd, omdat een dergelijk algemeen pardon ten aanzien van financieringstransacties misbruik in de hand zou helpen.⁹² Zo zouden *cross-collateralized* noodkredieten, zoals in §2.2.3, onder dit voorontwerp zonder meer onaantastbaar worden.

Met inachtneming van dit kritiek is de wetgever met een tweede voorontwerp gekomen. Deze variant van art. 42a Fw zag louter op de vestiging van zekerheden voor nieuwe geldleningen, die redelijkerwijs noodzakelijk zijn voor de totstandkoming van een akkoord. Ten aanzien van dergelijke zekerheidsstellingen plaatste het tweede voorontwerp de bewijslast op de curator, wat betreft het benadelingsvereiste en het wetenschapsvereiste van art. 42 Fw.⁹³ Ook dit voorontwerp is bekritiseerd, omdat het een bewijslast op de curator plaatste die de curator sowieso al droeg.⁹⁴ Bovendien was de strekking van dit voorstel erg beperkt.

3.2.2 Art. 42a Fw in zijn huidige vorm

Bij de derde en definitieve versie van art. 42a Fw heeft de wetgever acht geslagen op de feedback die het heeft ontvangen. Op grond van het huidige art. 42a Fw kan de schuldenaar de rechter verzoeken om een machtiging te geven voor het uitvoeren van een rechtshandeling. Dit artikel ziet specifiek op rechtshandelingen die zijn verricht na aanvang van het WHOA-traject. Alleen de schuldenaar (dus niet de herstructureringsdeskundige) kan een 42a-verzoek indienen. Indien de rechter besluit de machtiging te verlenen, heeft dit tot gevolg dat de rechtshandeling beschermd is tegen latere vernietiging door de curator op grond van art. 42 Fw.

⁹⁰ Ontwerp Wet continuïteit ondernemingen II, p. 37 (MvT)

⁹¹ Ontwerp Wet continuïteit ondernemingen II, p. 38 (MvT)

⁹² Tideman (2015), par. 5

⁹³ Ontwerp Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement, p. 13 (MvT)

⁹⁴ Verstijlen (2017), p. 119

De rechter wijst het verzoek om machtiging toe indien hij vaststelt dat (i) de financiering noodzakelijk is voor totstandkoming van een akkoord en (ii) de financiering in het belang is van de gezamenlijke schuldeisers, (iii) terwijl geen van de individuele schuldeisers door die financiering in zijn belangen wordt geschaad. De beoordeling van een 42a-verzoek is voor de rechter niet altijd eenvoudig. Integendeel, art. 42a Fw is in de literatuur bekritiseerd omdat met het artikel "*veel van de rechter gevraagd [wordt]*", en de rechter "*weinig bevoegdheden*" heeft om de toets te kunnen uitvoeren.⁹⁵ De rechter moet het verzoek beoordelen "*op basis van eenzijdige informatie, onder tijdsdruk.*"⁹⁶ Dat de informatie 'eenzijdig' is, komt omdat art. 42a Fw niets zegt over de mogelijkheid van anderen dan de schuldenaar om gehoord te worden door de rechter. Het verzoek moet dus in wezen *ex parte* door de rechter worden beoordeeld.⁹⁷

3.2.3 Art. 42a Fw – jurisprudentie

Tot op heden is er een bescheiden aantal 42a-verzoeken bij de rechter ingediend. Het is ter verduidelijking van art. 42a Fw nuttig om deze zaken kort te bespreken.

Op 3 maart 2021 is de eerste uitspraak naar aanleiding van een 42a-verzoek geweest.⁹⁸ In deze zaak was de noodlijdende onderneming een glastuinbedrijf. Dit bedrijf draaide uit de oogst per jaar gemiddeld een omzet van €7 miljoen tussen eind maart en begin november. In de rest van het jaar daarentegen maakt de onderneming enkel kosten. Het bedrijf verklaart dringend financiering nodig te hebben, zodat het kan oogsten en miljoenen kan binnenhalen. Zonder deze financiering moet de onderneming de deuren per direct sluiten en kan er dus geen akkoord aangeboden worden. De Rabobank, waarbij de onderneming al een rekening-courant heeft, is bereid €1,5 miljoen aan oogstkrediet te verlenen aan de onderneming. Hiervoor wil de Rabobank echter zekerheden, en daarom dient het glastuinbedrijf een 42a-verzoek in. De rechtbank toetst dit verzoek aan de vereisten van art. 42a Fw en oordeelt dat aan deze vereisten is voldaan. Hiertoe overweegt de rechtbank dat het bedrijf zonder het oogstkrediet per direct haar onderneming moest staken, waarmee aan het eerste vereiste is voldaan.⁹⁹ Ten aanzien van het tweede vereiste stelt de rechtbank, kort gezegd, dat de onderneming zonder het krediet zou

⁹⁵ Frentz (2022), par. 2.2

⁹⁶ Verstijlen (2020), par. 2

⁹⁷ Tollenaar (2019), par. 15

⁹⁸ Rb. Rotterdam, 03-03-2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768

⁹⁹ Rb. Rotterdam, 03-03-2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, r.o. 3.3

failleren, hetgeen zou leiden tot waardeverlies voor haar crediteuren.¹⁰⁰ Tot slot zegt de rechtbank niet in te zien hoe de individuele schuldeisers door de verstrekking van het krediet in hun belangen worden geschaad.¹⁰¹ Het interessante aan deze zaak is de kanttekening die de rechtbank hierbij plaatst. Op de rekening-courant die het glastuinbedrijf had bij de Rabobank, stond al een ongeoorloofde debetstand van €640.813. De Rabobank wilde dat het bedrijf het oogstkrediet van €1,5 miljoen ook deels zou gebruiken om deze debetstand af te lossen. Dit ziet dus op een herfinanciering van de oude schuld, waarbij het 42a-verzoek mede zou dienen om het krediet dat verstrekt was vóór aanvang van het WHOA-traject te beschermen. De rechtbank accepteert dit niet en geeft alleen een machtiging voor de resterende €859.187. Volgens de rechtbank geldt namelijk dat de machtiging van art. 42a Fw alleen kan zien "*op krediet dat wordt verschaft na de deponering van de startverklaring.*"¹⁰² Hierbij dient te worden vermeld dat de Rabobank ter zitting heeft aangegeven het oogstkrediet ook te verstrekken indien de machtiging zou worden beperkt tot €859.187. De vraag kan derhalve worden gesteld of de rechter dit oordeel ook zonder deze concessie van de Rabobank zou hebben geveld.¹⁰³

Uit de uitspraak van de rechtbank Noord-Nederland van 26 maart 2021 kan ook een interessante les worden geput.¹⁰⁴ Wat deze zaak bijzonder maakt is dat het gecureerde krediet waarvoor een verzoek is ingediend, aangewend zou worden ter voldoening van de kosten van de voorbereiding van het akkoord.¹⁰⁵ Een strikt taalkundige interpretatie van art. 42a Fw zou dit niet toelaten, nu het artikel spreekt van rechtshandelingen die noodzakelijk zijn om de onderneming tijdens de voorbereiding van het akkoord voort te zetten. De rechtbank komt echter met behulp van de MvT, waarin verwezen wordt naar de Herstructureringsrichtlijn, tot de slotsom dat het toepassingsgebied van art. 42a Fw zich ook uitstrekt tot rechtshandelingen die noodzakelijk zijn om het akkoord te kunnen voorbereiden.¹⁰⁶ Er is een aanzienlijke kans dat dit oordeel van de rechtbank binnenkort in de wet wordt gecodificeerd. Op het moment van schrijven is namelijk een wetsvoorstel aanhangig dat de WHOA meer in lijn moet brengen met de Herstructureringsrichtlijn.¹⁰⁷ Een van de voorgestelde aanpassingen in de implementatiewet

¹⁰⁰ Rb. Rotterdam, 03-03-2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, r.o. 3.4

¹⁰¹ Rb. Rotterdam, 03-03-2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, r.o. 3.4

¹⁰² Rb. Rotterdam, 03-03-2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, r.o. 3.5

¹⁰³ Van der Drift, annotatie bij Rb. Rotterdam, 03-03-2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, par. 6

¹⁰⁴ Rb. Noord-Nederland, 26-03-2021, ECLI:NL:RBNNE:2021:1100

¹⁰⁵ Rb. Noord-Nederland, 26-03-2021, ECLI:NL:RBNNE:2021:1100, r.o. 2.8

¹⁰⁶ Rb. Noord-Nederland, 26-03-2021, ECLI:NL;RBNNE:2021:1100, r.o. 2.9-2.10

¹⁰⁷ *Kamerstukken II 2021/2022, 36040, nr. 2*

is dat art. 42a Fw uitdrukkelijk vermeldt dat het mede ziet op rechtshandelingen die noodzakelijk zijn om een akkoord te kunnen voorbereiden.¹⁰⁸ Denk hierbij bijvoorbeeld aan het aantrekken van krediet om externe deskundigen, die adviseren bij de voorbereiding van het akkoord, te kunnen bekostigen.¹⁰⁹

Op 25 mei 2021 heeft de rechtbank van Den Haag een art. 42a Fw-verzoek afgewezen.¹¹⁰ Voetbalclub ADO Den Haag wilde een machtiging voor het aangaan van een transferovereenkomst met SC Heerenveen. Beide clubs hadden er belang bij dat de transferovereenkomst niet op een later moment met een beroep op art. 42 Fw zou worden vernietigd.¹¹¹ De rechtbank wijst dit verzoek af, omdat niet duidelijk is of aan de vereisten van art. 42a Fw is voldaan. Ten aanzien van het eerste vereiste stelt de rechtbank dat niet vast is komen te staan dat de betreffende transferovereenkomst "uitsluitend [nadruk toegevoegd] *is aangegaan met het oog op (een vorm van) financiering van een akkoord die noodzakelijk is om de door verzoekster gedreven onderneming tijdens de voorbereiding van een akkoord te kunnen voorbereiden.*"¹¹² De rechtbank is hier streng, en stelt dat de omstandigheid dat de opbrengsten van de transfer gebruikt *kunnen* worden om de lopende verplichtingen te voldoen, niet genoeg is om aan het eerste vereiste te voldoen. Aan de tweede en derde voorwaarde, die de rechtbank samen behandelt, is ook niet voldaan. De rechtbank stelt hiertoe dat niet duidelijk is of de transfersom marktconform is. Het is dus niet vast komen te staan dat de transactie niet benadelend voor de schuldeisers zou zijn.¹¹³ Merk op dat de betreffende speler enkele maanden later alsnog is getransfereerd naar SC Heerenveen.¹¹⁴ Een gefaald beroep op art. 42a Fw betekent niet dat de betreffende rechtshandeling niet mag worden uitgevoerd, maar enkel dat het niet de bescherming van dat artikel zal genieten.

Enkele maanden later, na aanstelling van een herstructureringsdeskundige, dient ADO Den Haag weer een 42a-verzoek in bij de Rechtbank Den Haag. Dit keer wil ADO Den Haag een machtiging voor het aangaan van een kredietovereenkomst en het vestigen van de in die

¹⁰⁸ *Kamerstukken II 2021/2022, 36040, nr. 2, p. 28 (MvT)*

¹⁰⁹ *Kamerstukken II 2021/2022, 36040, nr. 2, p. 71 (MvT)*

¹¹⁰ Rb. Den Haag, 25-05-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5316

¹¹¹ Rb. Den Haag, 25-05-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5316, r.o. 4.16

¹¹² Rb. Den Haag, 25-05-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5316, r.o. 4.18

¹¹³ Rb. Den Haag, 25-05-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5316, r.o. 4.18

¹¹⁴ Tekstra, annotatie bij Rb. Den Haag, 25-05-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5316, par. 4

overeenkomst genoemde zekerheden, ten behoeve van de gemeente Den Haag.¹¹⁵ Nogmaals wijst de rechtbank het verzoek af. ADO Den Haag gaf aan dat het tot 1 november 2021 in staat was om de lopende verplichtingen te voldoen, en dat de betreffende kredietovereenkomst voor de periode hierna gebruikt zou worden.¹¹⁶ De rechtbank stelt, met een verwijzing naar de MvT, dat art. 42a Fw alleen ziet op rechtshandelingen die zijn verricht of op korte termijn zullen worden verricht.¹¹⁷ Vervolgens verwijst de rechtbank naar de considerans bij de Herstructureringsrichtlijn, op grond waarvan het concludeert dat "*alleen financiering mag worden beschermd die onmiddellijk (en redelijkerwijs) noodzakelijk is voor het verder functioneren of overleven van de onderneming van de schuldenaar.*"¹¹⁸ Vanwege de aanzienlijke tijd tussen het verzoek (september 2021) en het vermoedelijke gebruik van de kredietfaciliteit (november 2021) wijst de rechtbank het verzoek af, omdat dit tijdsinterval toetsing aan de vereisten van art. 42a Fw onmogelijk maakt.¹¹⁹ De door de rechtbank genoemde voorwaarde van 'onmiddellijke noodzakelijkheid' is streng, en is niet terug te vinden in de wetsgeschiedenis van art. 42a Fw.¹²⁰ Zelfs in het hiervoor besproken wetsvoorstel dat de Herstructureringsrichtlijn implementeert, wordt in art. 42a Fw niet gerept over *onmiddellijke noodzakelijkheid*.¹²¹

3.3 Tussenconclusie

Vóór de WHOA was het verstrekken van noodfinanciering in het kader van een reddingspoging een riskante daad. Indien de reddingspoging mislukte en de betreffende onderneming alsnog failliede, bestond er een aanzienlijke kans dat de curator de kredietovereenkomst of de bijbehorende zekerheidstelling met een beroep op art. 42 Fw zou vernietigen.

Met de komst van de WHOA heeft de wetgever gepoogd deze paulianadreiging (onder bepaalde omstandigheden) te mitigeren. Op grond van het nieuwe art. 42a Fw kan de schuldenaar bij de rechter een verzoek indienen ter machtiging van een rechtshandeling. Indien de rechter deze machtiging afgeeft, wordt de betreffende rechtshandeling beschermd tegen art.

¹¹⁵ Rb. Den Haag, 03-09-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, r.o. 3.1

¹¹⁶ Rb. Den Haag, 03-09-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, r.o. 4.7

¹¹⁷ Rb. Den Haag, 03-09-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, r.o. 4.8

¹¹⁸ Rb. Den Haag, 03-09-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, r.o. 4.13

¹¹⁹ Rb. Den Haag, 03-09-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, r.o. 4.12

¹²⁰ Kroezen, annotatie bij Rb. Den Haag, 03-09-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, par. 5

¹²¹ *Kamerstukken II 2021/2022, 36040, nr. 2, p. 2*

42 Fw. Deze machtiging kan worden gebruikt om zekerheidstellingen veilig te stellen. Het verkrijgen van deze machtiging is echter geen uitgemaakte zaak: op basis van de geringe hoeveelheid zaken lijken rechtbanken streng te toetsen aan de vereisten van art. 42a Fw. De machtiging kan niet zien op 'oud' krediet dat dateert van voor deponering van de startverklaring. Bovendien moet de betreffende rechtshandeling *uitsluitend* aan zijn gegaan met het oog op financiering die *onmiddellijk* noodzakelijk is om de onderneming tijdens voorbereiding van een akkoord te kunnen voortzetten, of om het akkoord te kunnen voorbereiden.

4 Noodfinanciering in de *Chapter 11*-procedure

De *Chapter 11*-procedure is te vinden in het elfde hoofdstuk van de elfde titel van de *United States Code* (U.S.C.). Het hoofdstuk, dat in zijn huidige vorm grotendeels dateert uit 1978, beschrijft de Amerikaanse reorganisatieprocedure. *Chapter 11* wordt gezien als de meest belangrijke en invloedrijke reorganisatieprocedure ter wereld.¹²² In de woorden van Warren (2009):

*"In the pantheon of extraordinary laws that have shaped the American economy and society and then echoed throughout the world, Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Code deserves a prominent place."*¹²³

Deze lovende woorden staan in schril contrast met de kritiek die *Chapter 11* in de afgelopen jaren heeft moeten verduren. Men klaagt over verschillende aspecten van deze procedure, waaronder "*the tyrannical yoke of debtor-in-possession (DIP) financing*" en de "*effective capture of the Chapter 11 process by controlling secured lenders*."¹²⁴ Het onbehagen met *Chapter 11* heeft zelfs geleid tot een 400-pagina tellend rapport van de *American Bankruptcy Institute* (hierna: ABI), waarin de knelpunten van deze procedure in kaart zijn gebracht en voorstellen tot verbetering zijn gedaan.¹²⁵

In dit hoofdstuk wordt uiteengezet hoe *Chapter 11* in elkaar zit en waarom men kritiek heeft op deze procedure, met name ten aanzien van het fenomeen van *DIP-financing*. Hiertoe wordt eerst de wettelijke regeling onderzocht (§4.1). Vervolgens wordt gekeken naar empirische studies die zijn verricht naar *DIP-financing* (§4.2). Het hoofdstuk eindigt met een tussenconclusie (§4.3).

¹²² Wessels & De Weijs (2015), p. 1

¹²³ Warren & Westbrook (2009), p. 604

¹²⁴ Tabb (2021), p. 558

¹²⁵ ABI-rapport (2014)

4.1 De *Chapter 11*-procedure

De *Chapter 11*-procedure begint net als de WHOA-procedure met het indienen van een startverklaring bij de rechtbank. Dit kan worden gedaan door de schuldenaar, maar in tegenstelling tot de WHOA hebben schuldeisers deze bevoegdheid ook. De schuldeisers zijn bij het aanvragen van een *Chapter 11 bankruptcy* echter gebonden aan meer vereisten. Zo moet worden vastgesteld dat de schuldenaar financieel insolvent is, indien de schuldenaar het verzoek van de schuldeisers aanvecht.¹²⁶ Indien de schuldenaar zelf een verzoek indient, hoeft de staat van insolventie niet te worden vastgesteld.¹²⁷ Bovendien zijn er ten aanzien van een schuldeisersverzoek ook ontvankelijkheidsvereisten die verband houden met de hoeveelheid crediteuren en de minimale omvang van hun vorderingen.¹²⁸ Dit verklaart deels dat het overgrote deel van *Chapter 11*-procedures begint met een aanvraag van de schuldenaar.¹²⁹

Nadat de zaak aanhangig is gemaakt bij de rechtbank, gaat van rechtswege een afkoelingsperiode ('*automatic stay*') gelden, waardoor er bijvoorbeeld geen zekerheden meer kunnen worden uitgewonnen.¹³⁰ Een *Chapter 11 bankruptcy* onderscheidt zich van een *Chapter 7 bankruptcy* doordat de schuldenaar gedurende het traject aan het roer van de onderneming blijft staan, en niet de curator ('*trustee*').¹³¹ Dit betekent dat de schuldenaar handelingen kan blijven verrichten in het belang van de onderneming: hij is '*debtor-in-possession*'. Een van de handelingen die de schuldenaar mag verrichten is het aantrekken van nieuw krediet: de *DIP-financing*. In het vervolg van deze paragraaf wordt nader uitgelegd hoe *DIP-financing* wettelijk is geregeld (§4.1.1). Daarna wordt kort toegelicht hoe een *Chapter 11*-procedure ten einde komt (§4.1.2).

¹²⁶ 11 U.S.C. §303(h)(1)

¹²⁷ 11 U.S.C. §301

¹²⁸ 11 U.S.C. §303(b)

¹²⁹ ABI-rapport (2014), p. 20

¹³⁰ 11 U.S.C. §362

¹³¹ 11 U.S.C. §1107

4.1.1 *DIP-financing*

Ook de Amerikaanse wetgever heeft beoogd de verstrekking van noodfinanciering gedurende het herstructureringsproces te stimuleren. Hiertoe dient §364 van titel 11 U.S.C.. Deze bepaling onderscheidt vier mogelijke situaties.¹³² In de eerste situatie kan de schuldenaar ongesecureerd krediet verkrijgen in de normale bedrijfsuitoefening.¹³³ Wat de 'normale bedrijfsuitoefening' precies inhoudt, verschilt van geval tot geval. In ieder geval geldt dat de betreffende financieringstransactie vanuit het perspectief van de schuldeiser redelijkerwijs te verwachten moet zijn van de onderneming, en bovendien dat de transactie gebruikelijk is bij soortgelijke ondernemingen.¹³⁴ In deze situatie hoeft de schuldenaar geen rechterlijke toestemming te vragen voor de financiering. Ter stimulering van de kredietverstrekker wordt de financiering in deze situatie aangemerkt als '*administrative expense*', waarmee het hoger in rang komt te staan dan concurrente vorderingen.

In de tweede situatie kan de schuldenaar ongesecureerd krediet buiten de normale bedrijfsuitoefening verkrijgen.¹³⁵ Ook dit type financiering wordt aangemerkt als *administrative expense*. De schuldenaar heeft in deze situatie echter wel rechterlijke goedkeuring nodig. De rechter kan deze goedkeuring geven na een '*notice and a hearing*', waarbij belanghebbenden de kans krijgen om te worden gehoord.¹³⁶

Vaak zal de schuldenaar geen ongesecureerd krediet aan kunnen trekken. De rang van *administrative expense* zal potentiële kredietverstrekkers simpelweg onvoldoende stimuleren om noodfinanciering te verstrekken. In het geval dat de schuldenaar bewijst dat hij geen krediet onder de twee hiervoor beschreven situaties kan aantrekken, biedt §364(c) hem drie opties. Hij kan ten eerste financiering aantrekken waaraan de rang van *administrative expense priority* wordt toebedeeld. Dit gaat in rang boven de andere *administrative expenses*. Een tweede mogelijkheid is dat hij financiering aantrekt tegen vestiging van een zekerheidsrecht ('*lien*') op nog onbezwaarde activa van de onderneming. Een derde optie is dat hij financiering aantrekt

¹³² Frentz (2022), par. 2.1

¹³³ 11 U.S.C. §364(a)

¹³⁴ Leib (2003), p. 41

¹³⁵ 11 U.S.C. §364(b)

¹³⁶ Huebner (2005), p. 32

tegen vestiging van een zekerheidsrecht (*junior lien*) op al bezwaarde activa van de onderneming. In alle drie de gevallen is rechterlijke goedkeuring vereist.

Indien de schuldenaar zelfs in de bovenstaande gevallen geen financiering aan kan trekken, biedt §364(d) nog een laatste optie. Indien de schuldenaar aantoonbaar dat de overige schuldeisers '*adequate protection*' genieten, kan de rechter toestemming geven voor het aantrekken van financiering tegen vestiging van een zekerheidsrecht op al bezwaarde activa. Hierbij kan het nieuwe zekerheidsrecht zelfs boven het oudere zekerheidsrecht gaan. Dit wordt een '*priming lien*' genoemd. De toets hiervoor is buitengewoon zwaar, omdat enerzijds moet worden aangetoond dat niemand zonder de *priming lien* bereid is financiering te verstrekken, maar anderzijds ook dat de overige schuldeisers voldoende bescherming genieten.¹³⁷ Over deze vereisten wordt gezegd dat ze vrijwel nooit "*simultaneously satisfied*" zijn.¹³⁸ In praktijk geldt daarom bij *priming liens* vaak dat het oude en nieuwe zekerheidsrecht tot dezelfde schuldeiser behoren: de schuldeiser '*primet*' zichzelf.¹³⁹

Het zojuist besproken artikel contrasteert op enkele belangrijke wijzen met art. 42a Fw. Zo verplicht §364 bij de meeste vormen van noodfinanciering een rechterlijke toets, terwijl het indienen van een 42a-verzoek vrijwillig gebeurt en enkel dient om de paulianadreiging weg te nemen. Ook de behandeling van de respectievelijke verzoeken geschiedt anders. Bij een §364-beslissing kunnen schuldeisers worden opgeroepen, en kunnen ze verweer voeren tegen het aangaan van de betreffende lening.¹⁴⁰ Ook kunnen er tegen een §364-machtiging rechtsmiddelen worden ingesteld.¹⁴¹ In het kader van een 42a-verzoek daarentegen wordt in de wet niet gerept over de mogelijkheid voor betrokkenen om zienswijzen te geven of verweer te voeren. Bovendien staat er geen hoger beroep open tegen 42a-beslissingen.¹⁴² Een ander

¹³⁷ Tabb (2021), p. 575

¹³⁸ Ayotte & Skeel (2013), p. 1604

¹³⁹ Skeel (2021), p. 325

¹⁴⁰ Frenz (2022), par. 2.1

¹⁴¹ 11 U.S.C. §364(e)

¹⁴² In art. 361 lid 10 Fw staat dat geen rechtsmiddelen openstaan tegen beslissingen in het kader van afdeling 2 van Titel IV. Art. 42a Fw valt buiten deze afdeling. Er kan echter worden gesteld dat 42a-beslissingen 'in het kader' van het WHOA-traject worden genomen. Bovendien is de motivatie van de wetgever bij art. 361 lid 10 (blijkens de MvT) geweest dat "*het akkoord tot stand komt in de klemmende situatie van dreigende insolventie.*" Dit geldt ook voor 42a-beslissingen, die onder eenzelfde tijdsdruk moeten worden genomen.

verschil tussen de bepalingen is dat alleen §364 in de mogelijkheid voorziet om aan noodfinanciering een hogere rang toe te kennen.

4.1.2 Einde van een *Chapter 11*-procedure

Een *Chapter 11*-procedure kan op verschillende manieren eindigen. Zo kan de rechtbank een *Chapter 11*-verzoek afwijzen, indien hiervoor een geldige *cause* bestaat.¹⁴³ Ook kan de *Chapter 11*-zaak worden omgezet in een *Chapter 7*-zaak, waarbij een *trustee* de liquidatie van de onderneming bewerkstelligt.¹⁴⁴ Indien het voorgaande niet gebeurt, kan er een akkoord in stemming worden gebracht.¹⁴⁵ Dit akkoord mag zowel een reorganisatieplan als een liquidatieplan bevatten.¹⁴⁶

Er is echter nog een andere wijze waarop een *Chapter 11*-zaak kan eindigen: de §363x-*sale*. Op grond van §363 kan de *debtor-in-possession* gedurende de *Chapter 11*-procedure de activa van de onderneming verkopen.¹⁴⁷ Dit kan een enkel voorwerp betreffen, maar het is ook mogelijk om de gehele *going concern* onderneming op deze manier te verkopen.¹⁴⁸ §363x-*sales* vereisen rechterlijke goedkeuring, die wordt gegeven als er sprake is van een '*good business reason*' voor de *sale*.¹⁴⁹ In praktijk komt het zeer zelden voor dat deze rechterlijke goedkeuring niet wordt gegeven.¹⁵⁰

4.2 Empirische studies over *DIP-financing* onder *Chapter 11*

Er zijn ruim vier decennia verstreken sinds de invoering van de bepalingen die in de vorige paragraaf zijn behandeld. Naar *DIP-financing* zijn in die tijd vele empirische studies verricht. In deze paragraaf komen de conclusies van deze studies aan bod. Een algemene trend die duidelijk wordt is dat *DIP-financing* in het overgrote deel van de gevallen verleend wordt door financiers die voor aanvang van de *Chapter 11*-procedure al geseceerde schuldeisers

¹⁴³ 11 U.S.C. §1112(b)

¹⁴⁴ 11 U.S.C. §1112(a), (b), (e)

¹⁴⁵ 11 U.S.C. §1126

¹⁴⁶ 11 U.S.C. §1123

¹⁴⁷ 11 U.S.C. §363(b), (c)

¹⁴⁸ ABI-rapport (2014), p. 84

¹⁴⁹ 2nd Cir. In re Lionel Corp

¹⁵⁰ Tabb (2021), p. 571

waren.¹⁵¹ Een andere ontwikkeling is dat *DIP*-leningen steeds vaker door ondernemingen worden gebruikt. Rond de eeuwwisseling maakte minder dan de helft van de ondernemingen hier gebruik van, maar dat percentage is inmiddels gestegen naar (meer dan) 70%.¹⁵²

Een observatie die in meerdere studies is gedaan, is dat ondernemingen die *DIP-financing* ontvangen een hogere kans hebben om de *Chapter 11*-procedure succesvol te verlaten dan ondernemingen die dergelijke leningen niet ontvangen.¹⁵³ Hierbij is het lastig om oorzaak en gevolg van elkaar te onderscheiden: enerzijds is het mogelijk dat *DIP-financing* alleen wordt verstrekt aan ondernemingen met een sterk continuïteitsperspectief, anderzijds is mogelijk dat *DIP-financing* juist de voornaamste reden is voor het betere continuïteitsperspectief. In het vervolg van deze paragraaf worden enkele andere ontwikkelingen besproken die zijn gesignaleerd, en waar kritiek op bestaat.

4.2.1 Excessieve rentes

In de UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law* staat dat noodfinanciering in de regel van twee soorten financiers komt.¹⁵⁴ De eerste soort is een financier die vóór het verstrekken van de noodfinanciering al schuldeiser was van de betreffende onderneming. Zulke financiers verstrekken noodfinanciering "*in order to enhance the likelihood of recovering their existing claims and perhaps gaining additional value through the higher rates charged for the new lending*". De tweede soort is een volledig nieuwe financier en "*is likely to be motivated only by the possibility of high returns*".

Deze citaten maken duidelijk dat financiers in belangrijke mate gemotiveerd zijn om noodfinanciering te verstrekken vanwege de rendabiliteit van dergelijke leningen. In eerste instantie lijkt het voor de hand te liggen dat kredietverstrekkers voor noodfinanciering hoge rentes in rekening brengen. De hogere rentes zijn een risicovergoeding: de aanzienlijke kans dat de noodlijdende kredietnemer de lening niet (volledig) zal terugbetalen wordt gecompenseerd door een hoge rente.¹⁵⁵ Dit is ook de reden dat Russische staatsobligaties een

¹⁵¹ Eckbo e.a. (2022), p. 3; Tung (2020), p. 658

¹⁵² Triantis (2017), p. 3; Eckbo e.a. (2022), p. 8

¹⁵³ LoPucki & Doherty (2015), p. 1001; Dahiya e.a. (2000), p. 20

¹⁵⁴ UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law*, p. 115

¹⁵⁵ Aboura & Lépinette (2018), p. 3

veel hoger rendement beloven dan Amerikaanse staatsobligaties.¹⁵⁶ Kortom, de hogere rentes op noodfinanciering zijn niet onbillijk.

Het probleem met de bovenstaande redenering is dat *DIP*-leningen niet erg riskant blijken. Sterker nog, het zijn uitzonderlijk veilige leningen. Een studie van 1200 *DIP*-leningen verstrekt tussen 1998 en 2019 heeft uitgewezen dat maar 1 van deze leningen niet volledig is afgelost.¹⁵⁷ Op basis van deze getallen zijn *DIP*-leningen niet riskanter dan leningen met een '*investment grade*' kredietwaardigheid.¹⁵⁸ Dit is echter niet gereflecteerd in de rentes: deze zijn gemiddeld vijf keer zo hoog als rentes op leningen met dezelfde kredietwaardigheid.¹⁵⁹ Dit komt omdat de schuldenaar doorgaans niet veel keuzemogelijkheden heeft ten aanzien van mogelijke noodfinanciers, waardoor financiers relatief vrij zijn om rentes te stellen.¹⁶⁰ Een van de redenen voor dit gebrek aan keuze is dat de activa van schuldenaren bij aanvang van de *Chapter 11*-procedure tegenwoordig vaak volledig zijn bezwaard met zogenaamde *blanket liens*.¹⁶¹ Dit heeft tot gevolg dat de geseceerde schuldeiser (met de *blanket lien*) meestal de enige kredietverschaffer is die noodfinanciering wil verstrekken. Er zijn voor andere potentiële kredietverschaffers namelijk geen activa over om de nootkredieten mee te secureren.¹⁶² Het voorbeeld van §2.2.1 heeft geïllustreerd waarom kredietverschaffers meestal niet staan te popelen om ongesecureerde noodfinanciering te verstrekken. Blijkens het ABI-rapport is er een andere reden voor het gebrek aan concurrentie: tussen de eerste en latere zekerheidshouders is vaak contractueel afgesproken dat alleen de eerste zekerheidshouder *DIP-financing* mag verlenen, indien de schuldenaar dit in de toekomst nodig zal hebben.¹⁶³ Tot slot hebben bestaande geseceerde schuldeisers een informatievoorsprong ten opzichte van partijen die nog niet bekend zijn met de schuldenaar.¹⁶⁴

¹⁵⁶ OECD, *short-term interest rates* (2022)

¹⁵⁷ Eckbo e.a. (2022), p. 13

¹⁵⁸ Eckbo e.a. (2022), p. 14

¹⁵⁹ Eckbo e.a. (2022), p. 20

¹⁶⁰ Payne & Sarra (2017), p. 20

¹⁶¹ Ayotte & Morrison (2009), p. 523; Tabb (2021), p. 574

¹⁶² Tabb (2021), p. 574

¹⁶³ ABI-rapport (2014), p. 78

¹⁶⁴ Tabb (2021), p. 574

Een vraag die in het licht van het voorgaande rijst, is hoe het kan dat *DIP*-leningen zo veilig blijken. Dit lijkt de logica te tarten. Het antwoord hierop is dat noodfinanciers onder *Chapter 11* gebruik maken van bepaalde praktijken om hun risico te verminderen. In de aanstaande deelparagraaf volgen enkele van deze praktijken.

4.2.2 *Cross-collateralization* en *roll-ups*

Twee vergelijkbare praktijken die veel voorkomen in *DIP*-leningen zijn (i) *cross-collateralization* en (ii) *roll-ups*. *Cross-collateralization* beschrijft de situatie die is behandeld in §2.2.3. De aankomende noodfinancier is een oude schuldeiser van de schuldenaar. De bestaande schulden van deze schuldeiser zijn (deels) ongesecureerd. De schuldeiser geeft aan enkel bereid te zijn noodkredieten te verstrekken indien de schuldenaren zekerheden biedt, voor *zowel* de noodfinanciering als (het ongesecureerde deel van) de oude financiering.¹⁶⁵ *Cross-collateralization* is problematisch omdat er bij eventueel opvolgend faillissement minder overblijft voor andere schuldeisers. Ook creëert *cross-collateralization* negatieve externaliteiten, zoals in §2.2.3 naar voren is gekomen: schuldeisers worden door *cross-collateralization* verleid om noodfinanciering te verstrekken, ongeacht het continuïteitsperspectief van de onderneming. Deze redenen hebben ertoe geleid dat *cross-collateralization* in grote delen van de Verenigde Staten is verboden.¹⁶⁶ Veel rechtbanken accepteren *cross-collateralization* echter nog steeds, en het komt in de praktijk vaak voor.¹⁶⁷

De *roll-up* is een nieuwere ontwikkeling die is omschreven als "*a clever refinement offering treatment even better than [cross-collateralizations]*".¹⁶⁸ Ook bij *roll-ups* heeft de noodfinancier een openstaande schuld bij de schuldenaar. Onder een *roll-up* moet de schuldenaar een deel van de noodfinanciering gebruiken om de oude schuld af te lossen. De oude schuld wordt dus geherfinancierd met de noodfinanciering, met alle gevolgen van dien.¹⁶⁹ Zo ontvangt de noodfinancier hogere rentebetalingen, omdat *DIP*-leningen doorgaans hogere rentes hebben dan 'gewone' leningen. Nog pertinentier is dat de financier het enorme voordeel geniet dat zijn oude schulden vroeg in het herstructureringsproces worden afgelost, ongeacht

¹⁶⁵ De Weijs & Baltjes (2018), p. 228

¹⁶⁶ 11th Cir. In re Saybrook Manufacturing Co

¹⁶⁷ Cho (2018), p. 16

¹⁶⁸ Tung (2020), p. 669

¹⁶⁹ Dit is wat de Rabobank tevergeefs probeerde in Rb. Rotterdam, 03-03-2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768.

of deze schulden geseceerd waren of niet. Hiermee verdwijnt het faillissementsrisico voor deze schuldeiser. De woorden van Tung (2020) geven de kracht van *roll-ups* mooi weer:

*"By using the DIP loan to cash out the DIP lender's pre-bankruptcy claim, not only does that claim get paid early and in full, but the roll-up effectively transforms the DIP lender's pre-bankruptcy claim into a fully secured, first priority, high-interest-bearing post-bankruptcy claim."*¹⁷⁰

De ABI heeft in zijn rapport betoogd dat *roll-ups* verboden zouden moeten worden, tenzij de betreffende *roll-up* "extends substantial new credit to the debtor, and provides more financing on better terms than alternative facilities offered to the debtor."¹⁷¹ Desondanks komen *roll-ups* in de praktijk nog steeds veel voor.¹⁷²

4.2.3 Loan-to-control strategieën

Uit de voorgaande deelparagrafen volgt dat schuldeisers noodfinanciering verstrekken met als doel winst te behalen uit de hoge rentes, en dat de *downside* beperkt wordt door praktijken als *cross-collateralization* en *roll-ups*. In de praktijk is ook waargenomen dat schuldeisers noodfinanciering gebruiken om meer invloed te verkrijgen over het verloop van de herstructureringsprocedure.¹⁷³ In dit onderzoek worden dergelijke strategieën 'loan-to-control' strategieën genoemd.¹⁷⁴ Hierover zeggen Ayotte en Skeel (2013):

*"Perhaps the most important trend in large Chapter 11 cases has been the use of illiquidity as a strategic weapon by senior creditors. By controlling the debtor's access to liquidity when the firm is in financial distress, lenders acquire significant informal control over distress outcomes."*¹⁷⁵

¹⁷⁰ Tung (2020), p. 670-671

¹⁷¹ ABI-rapport (2014), p. 73

¹⁷² Cho (2018), p. 16

¹⁷³ Ayotte & Elias (2022), p. 4

¹⁷⁴ In navolging van De Weijs & Baltjes (2018), p. 229, voetnoot 14.

¹⁷⁵ Ayotte & Skeel (2013), p. 1585

Vaak worden convenanten gebruikt om meer controle te verkrijgen over het herstructureringsproces. Dit zijn afspraken die in de kredietovereenkomst staan. In deze convenanten kunnen bijvoorbeeld minimumeisen worden gesteld aan de kapitaalstructuur van de onderneming of aan de resultaten die de onderneming moet behalen.¹⁷⁶ Studies wijzen uit dat nagenoeg alle *DIP*-leningen convenanten bevatten, die qua inhoud variëren van simpele minimum-EBIDTA en minimum-liquiditeit convenanten tot aan convenanten waarbij de aanwijzing van een bepaalde CEO wordt verplicht en convenanten waarin is bepaald dat de schuldenaar een §363x-*sale* moet initiëren.¹⁷⁷ Niet-naleving van convenanten ('*default*') kan leiden tot opzegging van het krediet, uitwinning van zekerheden of heronderhandeling over de inhoud van de kredietovereenkomst.¹⁷⁸ Dit zal in de regel catastrofaal zijn voor de schuldenaar. Convenanten leiden er dus vaak toe dat de schuldenaar in vergaande mate beperkt wordt in zijn handelen door de noodfinancier.

De uiterste vorm van een *loan-to-control* strategie is de zogenaamde '*bankruptcy process sale*'. In dit geval is de *DIP-financing* gelieerd aan een specifieke, vooraf door de schuldeiser ingevuld akkoord.¹⁷⁹ *Chapter 11* verandert hiermee in wezen van *debtor-in-possession* naar *creditor-in-possession*, nu het de crediteur is die bepaalt welk akkoord door de schuldenaar in stemming wordt gebracht.

Bij het voorgaande mag niet uit het oog worden verloren dat de machtsverschuiving van de schuldenaar naar een van zijn schuldeisers niet *a priori* als 'goed' of 'slecht' is te bestempelen. Men zou kunnen beargumenteren dat *loan-to-control* strategieën ertoe leiden dat de *corporate governance* praktijken van de noodlijdende ondernemingen onder dwang verbeteren.¹⁸⁰ Het probleem is echter dat schuldeiserscontrole gedurende een *Chapter 11*-procedure tot een perverse prikkel kan leiden bij de controlerende schuldeiser. Dit wordt weergegeven door het onderstaande figuur:

¹⁷⁶ Wang (2017), p. 334

¹⁷⁷ Eckbo e.a. (2022), p. 11

¹⁷⁸ Pouraghdam & Staraci (2017), p. 2

¹⁷⁹ Ayotte & Elias (2022), p. 12

¹⁸⁰ Li & Wang (2016), p. 122

Scenario I



Scenario II



Een crediteur die de regie voert over een herstructureringsproces zal aansturen op een scenario waarin zijn eigen waarde wordt gemaximaliseerd (scenario I), in plaats van een scenario waarin de waarde van de onderneming of boedel als geheel wordt gemaximaliseerd (scenario II). Empirische studies bevestigen dat in *Chapter 11*-procedures waarin er door belanghebbenden geklaagd wordt over '*creditor-control*', de uitkomsten voor ongesecureerde schuldeisers over het algemeen slechter zijn.¹⁸¹ Dit is een indicatie dat de zojuist besproken perverse prikkel inderdaad empirisch aantoonbaar leidt tot ongewenste resultaten.¹⁸²

¹⁸¹ Ayotte & Elias (2022), p. 42

¹⁸² Denk aan het volgende voorbeeld. Een crediteur heeft een vordering van \$100 uitstaan, gesecureerd door activa die \$120 waard zijn. De betreffende activa kunnen worden aangewend voor een project dat \$200 waard is als het slaagt, en \$80 als het mislukt. Indien de slagingskans 50% bedraagt, is de verwachte waarde van het project \$140 en is de netto contante waarde dus boven de 0. In dier voege lijkt het een goed idee om in het project te investeren. Vanuit het perspectief van de crediteur is het project echter ongunstig: er is een kans van 50% dat het project faalt en de noodfinancier zijn vordering niet volledig betaald krijgt. Als het project slaagt, verandert dit niets aan diens initiële vordering. Indien de crediteur de regie in handen heeft, zal waarschijnlijk niet in het project worden geïnvesteerd. Zie verder Skeel (2004), p. 1924.

4.2.4 Loan-to-own strategieën

Een verschijnsel dat sterk gerelateerd is aan en vaak overloopt in *loan-to-control* financiering is het verschijnsel van *loan-to-own* financiering. Hiervan wordt gesproken als schuldeisers noodfinanciering verstrekken met als doel de onderneming of diens activa over te nemen.¹⁸³ Er zijn verschillende manieren waarop financiers onder *Chapter 11* een *loan-to-own* strategie kunnen implementeren. De financier kan bijvoorbeeld met behulp van de zojuist beschreven *loan-to-control* strategieën de *Chapter 11*-procedure aansturen op een reorganisatieplan dat de financier eigendom geeft over de onderneming. Zo kan het reorganisatieplan een *debt-to-equity swap* bevatten, waarmee de schulden van de financier worden omgezet in aandelenkapitaal.¹⁸⁴

De §363x-sale speelt bij veel *loan-to-own* strategieën een prominente rol. Ongesecureerde schuldeisers worden bij dit proces vrijwel geheel buitenspel gezet. Op grond van §363(b) kan het bestuur zonder instemming van de schuldeisers de activa van de onderneming verkopen. Zoals eerder is vermeld, wordt hiervoor erg snel rechterlijke goedkeuring gegeven.¹⁸⁵ Voor gesecureerde schuldeisers kunnen §363x-sales aantrekkelijk zijn. Een §363x-sale verloopt dikwijls namelijk aanzienlijk sneller dan een reorganisatie.¹⁸⁶ Dergelijke sales worden in de praktijk dus door gesecureerde schuldeisers gebruikt om snel de opbrengsten uit de verkoop het bezwaarde actief te realiseren, ook indien de onderneming baat zou hebben bij bedrijfsvoortzetting.¹⁸⁷ Er is veel kritiek op §363x-sales. Zo is het een veel minder strikt gereguleerde procedure dan *Chapter 11*.¹⁸⁸ Bovendien is empirisch aangetoond dat §363x-sales sterker geassocieerd zijn met lage uitkeringen aan schuldeisers dan 'normale' *Chapter 11*-reorganisaties.¹⁸⁹ Het zijn vooral de ongesecureerde schuldeisers die hier de dupe van zijn, aangezien gesecureerde schuldeisers vaak vrijwel hun gehele vordering terugbetaald krijgen.¹⁹⁰ In dit licht bezien is het zorgelijk dat de schuldenaar in ongeveer 20% van *DIP*-leningen wordt gedwongen de activa te verkopen middels een §363x-sale.¹⁹¹

¹⁸³ Triantis (2017), p. 3

¹⁸⁴ Altman (2014), p. 87

¹⁸⁵ Tabb (2021), p. 571

¹⁸⁶ Neyland & John (2022), p. 7

¹⁸⁷ Kirshner (2015), p. 535

¹⁸⁸ Fruchter (2021), p. 377

¹⁸⁹ Antill (2022), p. 536

¹⁹⁰ Baird e.a. (2007), p. 5

¹⁹¹ Eckbo e.a. (2022), p. 12

4.3 Tussenconclusie

De *Chapter 11*-procedure is een van de belangrijkste insolventieprocedures ter wereld. Van Nederland tot aan Singapore zijn wetgevers door *Chapter 11* geïnspireerd geraakt om de eigen insolventiewetgeving aan te passen. De wittebroodsweken zijn inmiddels echter voorbij, en *Chapter 11* wordt van alle kanten bekritiseerd. Een deel van dit kritiek is gericht op de huidige noodfinancieringspraktijk.

Op grond van 11 U.S.C. §364 heeft de schuldenaar in de meeste gevallen rechterlijke goedkeuring nodig om noodfinanciering aan te trekken. Indien deze goedkeuring wordt gegeven, wordt aan de noodfinanciering een hoge rang toebedeeld, die kan oplopen van een *administrative expense* tot aan een *priming lien*. Met §364 heeft de Amerikaanse wetgever noodfinanciering enerzijds *ex ante* gereguleerd om misbruik te voorkomen, en anderzijds de verstrekking van noodfinanciering geprobeerd te stimuleren.

In de praktijk lijken ondernemingen die *DIP-financing* ontvangen sneller en sterker uit *Chapter 11* 'tevoorschijn' te komen. Aan de andere kant bedingen noodfinanciers rentes die niet in verhouding staan tot de risico's die ze lopen. Bovendien wordt *DIP-financing* vaak verstrekt met als doel oude schulden betaald of geseceureerd te krijgen. Tot slot verstrekken noodfinanciers *DIP-financing* dikwijls met bepaalde *strings attached*, in de vorm van convenanten en andere afspraken. Hiermee kan de noodfinancier controle verkrijgen over het herstructureringsproces, of zelfs over de gehele onderneming. Met deze controle kan de financier vervolgens bewerkstelligen dat hij zijn eigen waarde maximaliseert, ongeacht of dit in het belang van de onderneming en diens belanghebbenden is.

5 Gevaren voor de WHOA

Uit het vorige hoofdstuk volgt dat *Chapter 11* aan noodfinanciers veel mogelijkheden biedt om gunstige resultaten te behalen, vaak ten koste van de overige schuldeisers. De vraag is of deze mogelijkheden voor noodfinanciers ook bestaan onder het wettelijke regime van de WHOA, en het Nederlandse insolventierecht in het algemeen. Dit wordt voor elk onderwerp afzonderlijk beantwoord, te beginnen met excessieve rentes (§5.1), *cross-collateralization* en *roll-ups* (§5.2), *loan-to-control* strategieën (§5.3) en tot slot *loan-to-own* strategieën (§5.4). Het hoofdstuk eindigt met een tussenconclusie (§5.5).

5.1 Excessieve rentes

In Nederland geldt dat buiten gevallen waarin het consumentenkrediet betreft, geen wetgeving bestaat over de hoogte van de rentevoet.¹⁹² Het Nederlandse recht kent dus ten aanzien van de hoogte van de kredietvergoeding een vergaande contractsvrijheid. In extreme gevallen kan een rentebeding echter wel worden aangemerkt als woekerrentebeding. Het gevolg hiervan is dat het rentebeding nietig of vernietigbaar is.¹⁹³

Een vraag die rijst is hoe het Nederlandse recht omgaat met het geval dat er hoge rentes worden bedongen op noodfinanciering. Op dit front is niet veel jurisprudentie te vinden. Een uitzondering is de zaak gewezen door het Hof Arnhem-Leeuwarden in 2018.¹⁹⁴ Hierin kampte de onderneming Midreth met liquiditeitsproblemen en was het voor nieuwe kredieten volledig afhankelijk van haar huisbank, Rabobank.¹⁹⁵ Rabobank bleek bereid om noodd kredieten te verstrekken, maar deed dit onder onredelijke voorwaarden. Wanneer Midreth vervolgens faillieert, stellen de aandeelhouders de Rabobank aansprakelijk wegens schending van de zorgplicht. Het Hof gaat hierin mee, maar interessanter in het kader van dit onderzoek is hoe het Hof reageert op de klacht van de aandeelhouders ten aanzien van de renteverhoging:

¹⁹² Asser 2-IV 2018/173

¹⁹³ Asser 7-IA 2021/35

¹⁹⁴ Hof Arnhem-Leeuwarden, 27-03-2018, ECLI:NL:GHARL:2018:2893

¹⁹⁵ Hof Arnhem-Leeuwarden, 27-03-2018, ECLI:NL:GHARL:2018:2893, r.o. 4.17

*"Voor zover Rabobank voor de toenemend riskante financiering [...] wegens de toegenomen risico's hogere rentetarieven in rekening zou hebben gebracht, valt, zonder nadere toelichting die ontbreekt, niet zonder meer in te zien dat zij door gebruikmaking van die bevoegdheid is tekortgeschoten jegens de lenende vennootschappen noch onrechtmatig zou hebben gehandeld jegens [appellanten]."*¹⁹⁶

In een andere zaak zegt het Hof Amsterdam met betrekking tot kredieten verleend aan schuldenaren in een precaire financiële toestand:

*"Dat de nieuwe kredieten gepaard gingen met hogere rentetarieven en navenant hogere rentelasten is gelet op het ermee voor ABN AMRO gemoeide risico niet meer dan vanzelfsprekend."*¹⁹⁷

Op grond van het gebrek aan wetgeving dienaangaande, en de karige hoeveelheid jurisprudentie ten aanzien van dit onderwerp, kan voorzichtig worden geconcludeerd dat noodfinanciers in Nederland een aanzienlijke mate van vrijheid hebben bij het stellen van rentes. Dat ze van deze vrijheid gebruik maken, blijkt uit het feit dat veel ondernemers gedurende de coronapandemie hebben geklaagd over hoge rentepercentages die banken hebben gerekend voor de (deels door de overheid geborgde) noodd kredieten.¹⁹⁸

De invoering van art. 42a Fw verandert hier vermoedelijk niet veel aan. De 42a-verzoeken voor het aangaan van noodfinanciering zullen in de praktijk vooral zien op de zekerheidstelling die met de financiering gepaard gaat. Het is maar de vraag in hoeverre de rechter bij zulke verzoeken de hoogte van de rente meeweegt bij de toetsing aan de vereisten van art. 42a Fw. Bovendien kan de noodfinancier bij afwijzing van het 42a-verzoek de noodfinanciering alsnog onder de betreffende voorwaarden verstrekken. De financier is dan niet beschermd tegen een eventuele faillissementspauliana, maar ook in deze situatie is de vraag of de curator oog heeft op de precieze hoogte van de rente.

¹⁹⁶ Hof Arnhem-Leeuwarden, 27-03-2018, ECLI:NL:GHARL:2018:2893, r.o. 4.10

¹⁹⁷ Hof Amsterdam, 21-11-2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:4833

¹⁹⁸ Rooijers (2020), Het Financieele Dagblad

5.2 *Cross-collateralization* en *roll-ups*

Ten aanzien van *cross-collateralization* geldt dat het verstrekken van zekerheden voor reeds bestaande schulden in Nederland niet ongewoon is.¹⁹⁹ Het eerdergenoemde art. 43 lid 1 onder 2° Fw geeft de curator in dergelijke gevallen een bewijsvermoeden, indien faillissement binnen een jaar na de betreffende zekerheidstelling volgt. Indien de zekerheidstelling een verplichte rechtshandeling is op grond van bijvoorbeeld art. 26 ABV, kan de curator zich richten op de onderliggende, onverplicht aangegane kredietovereenkomst.

Ook *roll-ups* zijn onder het Nederlandse insolventierecht veelal paulianeus, omdat ze benadeling van de schuldenaar tot gevolg hebben. Bij de vraag of schuldeisers door een rechtshandeling benadeeld zijn in de zin van art. 42 Fw, moet een vermogensvergelijking worden gemaakt. Hierbij moet de situatie waarin de schuldeisers zouden hebben verkeerd zonder de rechtshandeling vergeleken worden met de situatie waarin ze verkeren als de rechtshandeling in stand blijft.²⁰⁰ In de situatie waarin een nieuw krediet moet worden gebruikt om oud krediet af te lossen, zal het vermogen ongewijzigd blijven omdat de geldlening en de betaling tegen elkaar wegvallen. Maar indien het nieuwe krediet gecureerd is, zal de rangorde toch verstoord worden doordat de overige schuldeisers zich niet meer kunnen verhalen op de bezwaarde activa. In het in §3.1.2 behandelde arrest ABN AMRO van Dooren q.q. II is naar voren gekomen dat een dergelijke verschuiving van de verhaalspositie inderdaad leidt tot benadeling van de schuldeisers.

Het bovenstaande somt zich op met de conclusie dat *cross-collateralizations* en *roll-ups* kwetsbaar zijn voor de faillissementspauliana. De vraag rijst wat de WHOA hieraan gaat veranderen. Hierbij moet het geval waarin er een 42a-verzoek wordt ingediend onderscheiden worden van het geval waarin dit niet gebeurt. Ten aanzien van het eerste geval geldt dat *cross-collateralizations* en *roll-ups* de toetsing aan de vereisten van art. 42a Fw waarschijnlijk niet zullen doorstaan. Uit de in §3.2.3 behandelde uitspraak van de rechtbank Rotterdam volgt namelijk dat 42a-machtigingen alleen kunnen worden verleend ten aanzien van krediet dat verschaft wordt na deponering van de startverklaring.²⁰¹ In die zaak is tevergeefs gepoogd met

¹⁹⁹ De Weijs & Baltjes (2018), p. 246

²⁰⁰ Polak/Pannevis, *Insolventierecht* 2022/7.2.2.5

²⁰¹ Rb. Rotterdam, 03-03-2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, r.o. 3.5

behulp van een *roll-up* de oude schulden ook te beschermen. Op grond van de redenering van de rechtbank doorstaat ook een *cross-collateralization* de toetsing van art. 42a Fw niet, omdat daarbij sprake is van bescherming van zekerheidstellingen voor oude kredieten. Het is in het licht van de in §2.2.3.2 gedane constatering wenselijk dat *cross-collateralizations* en *roll-ups* de bescherming van art. 42a Fw niet genieten.

Ten aanzien van het tweede geval is de vraag wat er gebeurt indien geen 42a-verzoek wordt ingediend. Kunnen *cross-collateralizations* en *roll-ups* invloed hebben op de homologatie van een akkoord? Paulianeus handelen wordt niet expliciet genoemd in art. 384 Fw als afwijzingsgrond voor het homologatieverzoek. Dit betekent echter niet dat paulianeus handelen geen grond kan zijn om het homologatieverzoek te weigeren, omdat dergelijk handelen onder de restcategorie van art. 384 lid 2 onderdeel i Fw kan worden geschaard.²⁰² In de door de Tweede Kamer aangenomen motie Van der Graaf en Van Nispen is de regering per slot van rekening verzocht "*te bevorderen dat akkoorden niet tot stand worden gebracht en gehomologeerd in geval van paulianeus handelen, fraude, bij recidive en bij feitelijk en juridisch machtsmisbruik door [...] interne of externe financiers.*"²⁰³ Op grond hiervan kunnen *cross-collateralizations* en *roll-ups* derhalve reden zijn om homologatie van een akkoord te weigeren omdat dergelijke praktijken, zoals eerder geconstateerd, veelal paulianeus zijn. De vraag is echter in hoeverre de rechtbank zicht heeft op tussentijdse financiering indien geen 42a-verzoek wordt ingediend. Op grond van art. 375 lid 1 onderdeel i Fw moet nieuwe financiering in het akkoord worden vermeld. Bovendien moet de rechter op grond van art. 384 lid 2 onderdeel f Fw ambtshalve onderzoeken of de nieuwe financiering de belangen van de gezamenlijke schuldeisers wezenlijk schaadt.²⁰⁴ Ten aanzien van *tussentijdse financiering* geldt geen verplichting om dit in het akkoord op te nemen. Hierin zit dus een lacune in het rechterlijke toezicht op noodfinanciering.

5.3 Loan-to-control strategieën

In het vorige hoofdstuk bleek dat noodfinanciers in *Chapter 11* convenanten in de kredietovereenkomst kunnen gebruiken om een *loan-to-control* strategie ten uitvoer te

²⁰² Harmsen & Reumers 2021/14.2.8

²⁰³ *Kamerstukken II* 2019/2020, 35249, nr. 17 (Motie)

²⁰⁴ Vriesendorp & Kesteren (2019), par. 4.4.4

brengen. Het is niet onaannemelijk dat ondernemingen die in een WHOA-procedure zitten kredietovereenkomsten sluiten waarin ook convenanten staan. Deze convenanten zullen veelal zien op de bescherming van de kredietwaardigheid van de schuldenaar.²⁰⁵ Een voorbeeld hiervan is een *no financial indebtedness pledge*, dat de kredietnemer verbiedt te lenen bij een ander dan de betreffende kredietgever. Een ander voorbeeld is een *negative pledge*, waarmee de kredietnemer wordt verboden zekerheden te vestigen ten behoeve van een ander dan de betreffende kredietgever. Dergelijke convenanten kunnen ervoor zorgen dat de schuldenaar geen noodfinanciering aan kan of zelfs mag trekken. In gevallen waarin dergelijke convenanten door de bestaande financier gebruikt worden om noodfinanciering te blokkeren, biedt art. 373 lid 3 Fw mogelijk soelaas.²⁰⁶ Op grond van deze bepaling mogen schuldeisers geen 'ipso-factoclausules' invoeren om een lopende overeenkomst te wijzigen of beëindigen als gevolg van een handeling die met de uitvoering van het akkoord verband houdt of daarvoor redelijkerwijs noodzakelijk is (zoals het aantrekken van noodfinanciering).

De vraag rijst in welke mate onder de WHOA grenzen worden gesteld aan de inhoud van kredietovereenkomsten die worden gesloten in het kader van noodfinanciering. Bovendien is net als in §5.2 de vraag of dergelijke strategieën überhaupt aan het licht komen in het geval van tussentijdse financieringen. Ten aanzien van nieuwe financiering geldt weer dat de rechter de homologatie moet weigeren indien deze nieuwe financiering de belangen van de schuldeisers schaadt.²⁰⁷ Bovendien kunnen de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders de informatie over de nieuwe financiering, die verplicht moet worden opgenomen in het akkoord, gebruiken bij de stemming.²⁰⁸ Een dergelijke afwijzingsgrond bestaat niet ten aanzien van tussentijdse financiering, en zou de schuldeisers bovendien waarschijnlijk niet helpen. Het is voor de schuldeisers pas economisch rationeel om tegen een akkoord te stemmen indien het alternatief meer oplevert, maar het alternatief is in veel gevallen faillissement.²⁰⁹ Vanuit het perspectief van deze schuldeisers is het kwaad op het moment van stemming al geschied: de schuldenaar heeft zijn schuldenlast al verhoogd, en heeft wellicht al ingestemd met bezwarende bepalingen in de financieringsovereenkomst. Weigering van het akkoord biedt dan geen soelaas.

²⁰⁵ Harmsen & Reumers 2021/11.2.1

²⁰⁶ Harmsen & Reumers 2021/11.3.3

²⁰⁷ Art. 384 lid 2 sub f Fw

²⁰⁸ Vriesendorp & Kesteren (2019), par. 4.4.4

²⁰⁹ De Kloe (2022), p. 53

5.4 Loan-to-own strategieën

Loan-to-own strategieën worden in bepaalde gevallen aangemoedigd onder de WHOA. De *debt-for-equity swap* in het bijzonder is gemakkelijker te bewerkstelligen onder de WHOA dan erbuiten. Een *debt-for-equity swap* vereist de uitgifte van nieuwe aandelen, hetgeen normaliter een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders vergt.²¹⁰ Ook geldt dat het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders moet worden uitgesloten, omdat de aandeelhouders anders mogelijk kunnen voorkomen dat de schuldeiser een aandelenbelang bemachtigt.²¹¹ Dat aandeelhouders een *debt-for-equity swap* zouden willen verhinderen, heeft te maken met het feit dat hun aandelenbelang bij een *swap* verwatert. Tijdens een WHOA-procedure zijn deze besluiten van de algemene vergadering niet meer nodig. Art. 370 lid 5 Fw bepaalt namelijk dat een door de rechtbank gehomologeerd akkoord in de plaats kan treden van een dergelijk besluit. Op grond van art. 381 lid 3 Fw krijgen aandeelhouders wel het recht om te stemmen over akkoorden waarin een *debt-for-equity swap* voorkomt.²¹² Het feit dat aandeelhouders mogen stemmen betekent evenwel niet dat ze altijd een *swap* kunnen beletten. Zelfs als de klasse van aandeelhouders tegen een dergelijk akkoord stemt, kan het toch worden gehomologeerd met een *cross-class cram down*.²¹³

Debt-for-equity swaps zijn dus de meest voor de hand liggende wijze om onder de WHOA een *loan-to-own* strategie ten uitvoer te brengen. Zolang de schuldeiser met de *swap* een meerderheidsbelang bemachtigt, zal hij na homologatie van het akkoord een grote invloed verkrijgen in de onderneming.²¹⁴ Dergelijke *swaps* zullen de noodlijdende onderneming (en diens schuldeisers) in veel gevallen kunnen helpen. Door vorderingen om te zetten in aandelenkapitaal, verbetert de solvabiliteit van de onderneming²¹⁵ Dit kan op zijn beurt leiden tot een verbeterd continuïteitsperspectief, en is dus niet *a priori* goed of slecht voor de ongesecureerde schuldeisers.²¹⁶

²¹⁰ Art. 2:206 BW voor de BV

²¹¹ Art. 2:206a BW

²¹² *Kamerstukken II* 2018/2019, 35249, nr. 3, p. 34 (MvT)

²¹³ Breeman & Rekker (2021), p. 10

²¹⁴ Feenstra e.a. (2021), p. 199

²¹⁵ Mennens (2020), par. 7.6.5

²¹⁶ Kim (2017), p. 431

5.5 Tussenconclusie

Veel van de ontwikkelingen die omtrent noodfinanciering in de Verenigde Staten zijn gesignaleerd, kunnen onder de WHOA ook plaats vinden. Het Nederlandse recht is ten aanzien van excessieve rentes niet streng. Rechters merken de hoge rentes vrij snel aan als een vorm van 'risicovergoeding', waarbij nog maar de vraag is hoe risicovol die noodfinancieringen daadwerkelijk zijn. *Cross-collateralizations* en *roll-ups* waren voor inwerkingtreding van de WHOA in het kader van reddingspogingen riskant, omdat dit bij een eventueel opvolgend faillissement waarschijnlijk de faillissementspauliana niet zou overleven. Onder de WHOA krijgen deze praktijken (waarschijnlijk) geen 42a-machtiging. Bovendien kan paulianeus handelen een reden voor de rechter zijn om homologatie te weigeren. Het grote probleem hiermee is echter dat de rechter beperkt toezicht heeft op tussentijdse financieringen, indien er besloten wordt geen 42a-verzoek in te dienen. Ook bij *loan-to-control* en *loan-to-own* strategieën zal hier bij tussentijdse financiering waarschijnlijk weinig toezicht op zijn. Het is immers niet verplicht om een 42a-verzoek in te dienen, en het is dus niet lastig om dergelijke verzoeken aan het zicht van de rechter te onttrekken. Dit kan wellicht leiden tot Amerikaanse toestanden, waarbij de noodfinancierier aanstuurt op een akkoord die de eigen waarde maximaliseert, ten koste van de onderneming en diens overige belanghebbenden.

6 Voorgestelde aanpassingen aan de WHOA

In het vorige hoofdstuk is gebleken dat het rechterlijke toezicht op tussentijdse financieringen beperkt is. Dit kan er mogelijk toe leiden dat misbruik (in de vorm van excessieve rentes, paulianeus handelen en opportunistische strategieën) grotendeels aan het zicht van de rechter wordt onttrokken. In dit hoofdstuk wordt onderzocht of dit probleem met een wetsaanpassing kan worden verholpen. Bij het voorstellen van wetswijzigingen moet worden onderkend dat de wetgever met de WHOA beoogd heeft een "*effectieve en breed toegankelijke akkoordregeling tot stand te brengen*."²¹⁷ Daarom is het van belang dat de voorgestelde wetswijzigingen geen grote afbreuk doen aan de betaalbaarheid en de snelheid van het WHOA-traject. Het doel is om het risico op misbruik zo veel mogelijk te ondervangen, zonder al te veel afbreuk te doen aan de zojuist genoemde belangen. Anders bestaat de kans dat de WHOA, net als *Chapter 11*, voor veel kleine bedrijven geen realistische optie meer is.²¹⁸

Het voorgaande betekent niet dat meer rechterlijk toezicht meteen van de hand moet worden gewezen. Indien de rechten en aanspraken van schuldeisers door bepaalde rechtshandelingen aanzienlijk geraakt kunnen worden, is het belangrijk dat hier toezicht op is. Uit dit onderzoek is gebleken dat noodfinanciering inderdaad de rechten en aanspraken van de schuldeisers kan beïnvloeden. Nieuwe financiering moet door de rechter ambtshalve worden getoetst aan art. 384 lid 2 sub f Fw, hetgeen het risico op misbruik kan ondervangen. Op tussentijdse financiering is echter weinig toezicht, terwijl "*interim financing has the potential to affect the final outcome for the creditors much more than the reorganisation plan itself*".²¹⁹

De zojuist genoemde lacune in toezicht kan worden opgevuld door art. 42a Fw te wijzigen. Dit artikel kan in dier voege veranderd worden, dat tussentijdse financiering *altijd* door de rechter geaccordeerd moet worden. Zodoende kan de rechter waken voor potentiële noodfinanciers die onredelijke eisen stellen, in navolging van bijvoorbeeld Canadese rechters:

²¹⁷ *Kamerstukken II 2018/2019, 35249, nr. 3, p. 4*

²¹⁸ ABI-report (2014), p. 277

²¹⁹ De Weijs & Baltjes (2018), p. 231

*"Canadian courts have observed that the court must be constantly vigilant against strategies by interim financiers to take advantage of the chaos and uncertainty of the proceeding to gain an unfair advantage at the expense of other stakeholders [...] particularly where interim financing is being sought on an urgent basis."*²²⁰

Bij het toetsingskader van dit artikel moet worden aangesloten bij het huidige art. 42a Fw, met dien verstande dat het criterium *"dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers van de schuldenaar bij deze rechtshandeling gediend zijn"* holistisch moet worden ingevuld. De rechter moet onderzoeken of de noodfinancier zich voldoende heeft verdiept in het reddingsplan en diens kans van slagen.²²¹ Bovendien moet worden gecontroleerd op bepalingen in de financieringsovereenkomsten die misbruik in de hand helpen. Denk hierbij aan *cross-collateralizations*, *roll-ups* en *bankruptcy process sales*. Het idee is, kort gezegd, dat de rechter alleen waardecreërende noodfinanciering (in de zin van §2.2.3.2) autoriseert. Indien de rechter onder het voorgestelde art. 42a Fw besluit om de machtiging verlenen, wordt hiermee ook de paulianadreiging weggenomen. Op dit moment geldt al iets soortgelijks ten aanzien van nieuwe financiering: indien de rechter een akkoord homologeert en derhalve de nieuwe financiering op grond van art. 384 lid 2 sub f Fw heeft goedgekeurd, kan de nieuwe financiering niet vernietigd worden op grond van art. 42 Fw.²²²

Het WHOA-traject zal met deze wetwijziging in bepaalde gevallen inboeten aan snelheid en betaalbaarheid. In een deel van de gevallen zou de schuldenaar echter onder het huidige regime ook een verzoek hebben ingediend, ter bescherming tegen art. 42 Fw. Bovendien is de wetgever al bezig om de WHOA meer in lijn met de Herstructureringsrichtlijn te brengen. Met het voorgestelde art. 42a Fw, wordt hiertoe een stap in de goede richting gezet:

*"Indien de insolventie van de schuldenaar nakend is, is het ook belangrijk de legitieme belangen van de schuldeisers te beschermen tegen beslissingen van de bestuurders die gevolgen kunnen hebben voor de samenstelling van de boedel van de schuldenaar..."*²²³

²²⁰ Payne & Sarra (2017), p. 22

²²¹ Harmsen & Reumers 2021/14.2.8

²²² *Kamerstukken II* 2021/2022, 36040, nr. 2, p. 29 (MvT)

²²³ Richtlijn (EU) 2019/1023, considerans par. 71

7 Conclusie

Het huidige wettelijke kader van de WHOA biedt onvoldoende waarborgen om misbruik van tussentijdse financiering te voorkomen. Om de WHOA op dit vlak meer misbruikbestendig te maken, is in dit onderzoek betoogd dat er meer rechterlijk toezicht moet zijn op tussentijdse financieringen.

In Hoofdstuk 2 is een definitie van 'noodfinanciering' geformuleerd met behulp van de Herstructureringsrichtlijn. Vervolgens is gekeken hoe noodfinanciering toepassing kan vinden binnen een preventief herstructureringsstelsel. De keuze om al dan niet noodfinanciering aan te trekken kan erg gewichtig zijn, niet alleen voor het continuïteitsperspectief van de onderneming, maar ook voor de noodfinancier zelf en de overige schuldeisers.

In Hoofdstuk 3 is vervolgens gekeken naar noodfinanciering onder het Nederlandse recht. Vóór de WHOA was de verstrekking van noodfinanciering in het kader van een reddingspoging riskant voor de financier. Indien de reddingspoging mislukte, was de kans aanzienlijk dat de kredietovereenkomst of de daarvoor verstrekte zekerheden met een beroep op art. 42 Fw vernietigd zou worden. Dit risico is met de inwerkingtreding van de WHOA verminderd. Op grond van art. 42a Fw kan de rechter namelijk een machtiging afgeven waarmee de paulianadreiging wordt weggenomen. Uit de jurisprudentie blijkt echter dat rechters streng zijn met de toetsing aan de vereisten van art. 42a Fw .

In Hoofdstuk 4 is aandacht geschonken aan de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure. Onder 11 U.S.C. §364 wordt de verstrekking van noodfinanciering aangemoedigd, maar (doorgaans) wel onderworpen aan rechterlijke goedkeuring. Uit empirische studies blijkt dat noodfinanciering onder *Chapter 11* vaak gepaard gaat met buitenproportionele rentevoeten, strenge convenanten en andere bepalingen waarmee de noodfinancier zijn waarde beoogt te maximaliseren. Dit gaat vaak ten koste van de overige (ongesecureerde) schuldeisers.

In Hoofdstuk 5 is geconcludeerd dat de in Amerika gesignaleerde problemen zich onder de WHOA kunnen manifesteren. De WHOA bevat ten aanzien van tussentijdse financiering weinig waarborgen om misbruik te voorkomen. Dit komt omdat 42a-verzoeken niet verplicht zijn, en de rechter dus niet altijd zicht heeft op tussentijdse financiering.

In Hoofdstuk 6 is tot slot voorgesteld dat art. 42a Fw wordt gewijzigd, in die zin dat de rechter tussentijdse financiering altijd moet accorderen. Hiermee wordt de in dit onderzoek geconstateerde lacune in het toezicht van tussentijdse financieringen opgevuld.

Bronnenlijst

Literatuur

Aboura & Lépinette (2018)

S. Aboura & E. Lépinette, 'Evaluation of the Fair Credit Risk Premium in Commercial Lending', *HAL-01863448* 2018.

Altman (2014)

E.I. Altman, 'The role of distressed debt markets, hedge funds and recent trends in bankruptcy on the outcomes of Chapter 11 reorganizations', *ABI Law Review* Vol. 22:75 2014.

Antill (2022)

S. Antill, 'Do the right firms survive bankruptcy', *Journal of Financial Economics* 144 2022.

Asser 2-IV 2018

V.P.G. de Serière, *Asser 2-IV Effectenrecht. Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IV. Effectenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Asser 7-IA 2021

J.W.A. Biemans & A.C. van Schaick, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 7. Bijzondere overeenkomsten. Deel IA. Kredietovereenkomst*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Ayotte & Elias (2022)

K. Ayotte & J.A. Elias, 'Bankruptcy Process for Sale', *Yale Journal on Regulation* 2022.

Ayotte & Morrison (2009)

K. Ayotte & R. Morrison, 'Creditor Control and Conflict in Chapter 11', *J. Legal Analysis* 511 2009.

Ayotte & Skeel (2013)

K. Ayotte & D.A. Skeel, 'Bankruptcy Law as a Liquidity Provider', *University of Chicago Law Review* 80 2013.

Baird e.a. (2007)

D. Baird, A. Bris & N. Zhu, 'The Dynamics of Large and Small Chapter 11 Cases: An Empirical Study', *SSRN Electronic Journal* 2007.

Beke (2020)

K. Beke, 'Financiële fundamenten in de WHOA', *Wet Homologatie Onderhands Akkoord* 2021.

Bohm (1985)

J. Bohm, 'The Legal justification for the proper use of cross-collateralization clauses in Chapter 11 bankruptcy cases', *59 Am. Bank. L.J.* 289 1985.

Breeman & Rekker (2021)

S. Breeman & J.J. Rekker, 'Hydra, Janus of Calimero: de rol van aandeelhouders bij akkoorden', *TvI* 2021/42.

Cho (2018)

S. Cho, 'Roll-Up & Cross-Collateralization in DIP (Debtor-in-Possession) Financing as Measures of Creditor Control', *Joseph Wharton Scholars* 2018.

Dahiya e.a. (2000)

S. Dahiya e.a., 'The Dynamics of Debtor-in-Possession Financing: Bankruptcy Resolution and the Role of Prior Lenders', *SSRN* 2000.

De Kloe (2022)

H.J. de Kloe, 'Het WWHOA-akkoord en schuldeisers: een pleidooi voor meer zeggenschap', *TvoB* 2022-2.

De Weijjs (2010)

R.J. de Weijjs, *Faillissementspauliana, Insolvenzanfechtung & Transaction Avoidance in Insolventies. Naar een geobjectiveerde regeling van schuldeisersbenadeling (Recht en Praktijk nr. InsR1) (diss. Amsterdam UVA)*, Deventer: Kluwer 2010.

De Weijjs (2020)

R.J. de Weijjs, 'Zekerheidsrechten: een instrument van waardecreatie of van externalisatie van risico's?', in: R.J. de Weijjs (red.), *Grenzen aan financieringsvrijheid*, Deventer: Kluwer 2020.

De Weijjs & Baltjes (2018)

R. de Weijjs & M. Baltjes, 'Opening the Door for the Opportunistic Use of Interim Financing: A Critical Assessment of the EU Draft Directive on Preventive Restructuring Frameworks', *International Insolvency Review* 27(2) 2018.

Eckbo e.a. (2022)

B.E. Eckbo, K. Li & W. Wang, 'Loans to Chapter 11 Firms: Contract Design and Pricing', *European Corporate Governance Institute* 2022.

Ersahin e.a. (2020)

N. Ersahin e.a., 'Creditor Control Rights and Resource Allocation within Firms', *Journal of Financial Economics* 139 2021.

Feenstra e.a. (2021)

R.F. Feenstra e.a., (red.), *Wet Homologatie Onderhands Akkoord* (Insolad Jaarboek 2021), Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Frentz (2022)

A.C. Frentz, 'Taking bankruptcy governance seriously: Over de rol van de rechter in de WHOA in vergelijking met de Amerikaanse Chapter 11-procedure', *FIP* 2022.

Fruchter (2021)

S. Fruchter, 'Section 363 Sales after the Covid-19 Pandemic', *American Bankruptcy Law Journal* 367 2021.

GS Faillissementswet

A.J. Verdaas (red.), *Groene Serie Faillissementswet*, Deventer: Wolters Kluwer.

Gurrea-Martinez (2021)

A. Gurrea-Martínez, 'The Future of Insolvency Law in a Post-Pandemic World', *International Insolvency Review* (2022 forthcoming) 2021.

Gurrea-Martinez (2022)

A. Gurrea-Martinez, 'The Treatment of Debtor-in-Possession Financing in Reorganization Procedures: An Economic and Comparative Approach', *Singapore Management University School of Law Research Paper* 3 2022.

Harmsen & Reumers 2021

C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Huebner (2005)

M. S. Huebner, 'Debtor-in-Possession Financing', *The RMA Journal* 2005.

Jonkers (2019)

A.L. Jonkers, 'WHOA voor iedereen, verdeel de bankenbonus', *Ondernemingsrecht* 2019/168.

Jordan (1993)

D.A. Jordan, 'Cross-collateralization in Chapter 11: Protecting the Small Business', *40 Wayne L. Rev.* 219 1993.

Kim (2017)

J. Kim, 'To Be Creditor or To Be Shareholder, That is the Question: Is the Debt-For-Equity Swap Creditors' Financial Suicide?', *Entrepreneurship & Law* 359 2017.

Kirshner (2015)

J. A. Kirshner, 'Design Flaws in the Bankruptcy Regime: Lessons from the U.K. for Preventing a Resurgent Creditors' Race in the U.S.', *U. of Pennsylvania Journal of Business Law Vol. 17:2* 2015.

Kortmann (2017)

S.C.J.J. Kortmann, 'Het faillissement, een paradijs voor banken', afscheidscollege Radboud Universiteit Nijmegen 2017.

Leib (2003)

M. S. Leib, 'Is it or isn't it: ordinary course of business', *Michigan Business Law Journal* 2003.

Le Grand & Renssen (2016)

N. Le Grand & S. Renssen, 'Financieren tijdens de pre-pack periode: *do or don't?*', *Young Corporate Lawyers 2016* (ICGI-reeks, deel 4), Uitgeverij Paris 2016.

Li & Wang (2016)

K. Li & W. Wang, 'Debtor-in-possession financing, loan-to-loan, and loan-to-own', *Journal of Corporate Finance* 39 2016.

LoPucki & Doherty (2015)

L.M. LoPucki & J.W. Doherty, 'Bankruptcy Survival', *UCLA Law Review* 970 2015.

Manzo (2018)

M.D. Manzo, 'A Rash Decision in Sunnyslope: Confusion Lingers over Collateral Valuation', *92 St. John's L. Rev.* 173 2018.

Mba (2019)

S.U. Mba, *New Financing for Distressed Businesses in the Context of Business Restructuring Law*, Cham: Springer Nature Switzerland AG 2019.

Mennens (2020)

A.M. Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement (onderneming en recht nr. 118)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Neyland & John (2022)

J.B. Neyland & K.A. John, 'Hidden Wealth Transfers in Bankruptcy Asset Sales: A Real Option Analysis', *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 19, No. 1 2022.

Pan (2014)

J. Pan, 'A missed opportunity to improve collateral valuation doctrine', *Business & Bankruptcy Law Journal* Vol. 96 2014.

Pannevis (2017)

N.B. Pannevis, 'Een rationele benadering van kansen en uitkomsten bij reddingspogingen', *TvI* 2017/37.

Payne & Sarra (2017)

J. Payne & J. Sarra, 'Tripping the Light Fantastic: A comparative analysis of the European Commission's proposals for new and interim financing of insolvent businesses', *Oxford Legal Studies Research Paper*, No. 41/2017.

Polak/Pannevis, *Insolventierecht* 2022

N.B. Pannevis, *Insolventierecht*, Denventer: Wolters Kluwer 2022.

Pouraghdam & Staraci (2017)

M. Pouraghdam & G. Staraci, 'Chapter 11 Bankruptcy and Loan Covenant Strictness', *Yale SOM Working Paper* 2017.

Prickartz & Brunninkhuis (2022)

L.S.E Prickartz & R.W.A. Brunninkhuis, 'De WHOA: de stand van zaken na ruim één jaar', *Bb* 2022/17.

Rikkert e.a. (2022), *Het verdelingsvraagstuk*

B. Rikkert, R.F. Feenstra, E.J. Oppedijk van Veen, B.F. Louwerier & L.J.J. Kerstens (red.), *Het Verdelingsvraagstuk. Insolad Jaarboek 2022*, Deventer: Wolters Kluwer 2022.

Skeel (2004)

D.A. Skeel, 'The Past, Present and Future of Debtor-in-Possession Financing', *25 Cardozo L. Rev.* 1905 2004.

Skeel (2021)

D.A. Skeel, 'Pandemic Hope for Chapter 11 Financing', *Faculty Scholarship at Penn Law*. 2725, 2020.

Spanjaard (2010)

J.H.M. Spanjaard, 'Algemene bankvoorwaarden: modernisering, maar geen vernieuwing', *Vermogensrechtelijke Analyses* 2010.

Spinath (2010)

I. Spinath, 'ABN AMRO/Van Dooren q.q. III – (nog) geen happy end, in: R.J. van Galen, J.G. Princen & R. Mulder (red.), *De Insolvente vennootschap*. Deventer: Kluwer 2013.

Stoop & Hutchison (2017)

H. Stoop & A. Hutchison, 'Post-Commencement Finance – Domiciled Resident or Uneasy Foreign Transplant?', *PER/PELJ*, 2017(20).

T&C Insolventierecht, commentaar op art. 42 Fw

Verstijlen, in: *T&C Insolventierecht*, art. 42 Fw.

Tabb (2021)

C.J. Tabb, 'What's wrong with Chapter 11', *Syracuse Law Review Vol. 71:557* 2021.

Tideman (2015)

B.J. Tideman, 'Is het wetsvoorstel inzake het dwangakkoord buiten faillissement misbruikbestendig', *NTBR* 2015/22.

Tollenaar (2017)

N.W.A. Tolenaar, 'The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings', *Insolvency Intelligence* number 5 2017.

Tollenaar (2019)

N.W.A. Tollenaar, 'Het Wetsvoorstel Homologatie Onderhands Akkoord onder de loep genomen', *TvI* 2019/32.

Tollenaar (2020)

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

Triantis (2017)

G. Triantis, 'Debtor-in-Possession Financing in Bankruptcy', [forthcoming].

Tung (2020)

F. Tung, 'Financing Failure: Bankruptcy Lending, Credit Market Conditions, and the Financial Crisis', *Yale Journal on Regulation* 651 2020.

Van Buuren (2008)

R. van Buuren, 'Nederlandsrechtelijke aspecten bij een kredietovereenkomst', *TOP* 2008.

Van den Berg e.a. (2019)

S.W. van den Berg, W.G.M. Holterman & H.T. Haanappel, 'De reorganisatiewaarde onder de WHOA', *TvI* 2019/10.

Van den Berg (2020)

S.W. van den Berg, 'De waarde van het onderpand onder de WHOA (on)terecht gebaseerd op liquidatiewaarde?', *TvI* 2020/31.

Van Der Weijden (2020)

R.J. van der Weijden, 'De faillissementspauliana – In discussie met prof. mr. B. Wessels', *TvI* 2026/26.

Vermue (2011)

B. Vermue, 'Wetenschap en de pauliana na HR ABN AMRO/Van Dooren q.q. III', *TvI* 2011/9.

Verstijlen (2017)

F.M.J. Verstijlen, *Het dwangakkoord buiten faillissement: beschouwingen over het voorontwerp Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement*, Zutphen: Paris 2017.

Verstijlen (2020)

F.M.J. Verstijlen, 'Ondersteunende voorzieningen in de WHOA', *TvI* 2020/4.

Verstijlen & Nieuwstadt (2005)

F.M.J. Verstijlen & F.M. van Nieuwstadt, 'Stelling: de separatistenpositie voor zekerheidsgerechtigden moet worden afgeschaft', *TvI* 2005/14.

Vriesendorp & Kesteren (2019)

R.D. Vriesendorp & W. van Kesteren, 'De WHOA en de rechter: een leidraad', *TvI* 2019/36.

Vriesendorp & Salah (2020)

R.D. Vriesendorp & O. Salah, 'De WHOA: een nieuw herstructureringsinstrument', *MvV* 2020.

Wang (2017)

J. Wang, 'Debt covenant design and creditor control rights: evidence from the tightest covenant', *Journal of Corporate Finance* 44 2017.

Warren & Westbrook (2009)

E. Warren & J.L. Westbrook, 'The success of Chapter 11: a challenge to the critics', *Michigan Law Review* 603 2009.

Wessels Insolventierecht III 2019

B. Wessels, *Insolventierecht: Gevolgen van faillietverklaring (3)* (Wessels Insolventierecht, nr. III), Deventer: Kluwer 2019.

Wessels & De Weijs (2015)

B. Wessels & R. de Weijs, 'Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code', *Ondernemingsrecht* 2015/37.

Westbrook (2021)

J.L. Westbrook, 'Chapter 11 Under Duress', *Emory Bankruptcy Developments Journal* 2021.

Richtlijnen, publieke documenten en parlementaire stukken

CBS, Faillissementen, oorzaken en schulden 2015

Final Report of the ABI Commission to Study the Reform of Chapter 11, 2014 (ABI-rapport)

Kamerstukken II 2012/2013, 29911, nr. 74

Kamerstukken II 2018/2019, 35249, nr. 3 (MvT)

Kamerstukken II 2019/2020, 35249, nr. 14

Kamerstukken II 2019/2020, 35249, nr. 17 (Motie)

Kamerstukken II 2021/2022, 36040, nr. 2 (MvT)

Ontwerp Wet continuïteit ondernemingen II (MvT)

Ontwerp Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement (MvT)

Rescue of Business in Insolvency Law, Instrument of the European Law Institute

Richtlijn (EU) 2019/1023 (Herstructureringsrichtlijn)

UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law

World Bank, Doing Business 2020

Nieuwsartikelen

Jackson (2015), Financial Times

G. Jackson, 'Europe imports 'covenant-lite' loans from US', *Financial Times*, 4 november 2015.

Rooijers (2020), Het Financieele Dagblad

E. Rooijers, 'Krap 1000 bedrijven hebben noodkrediet ontvangen', *Het Financieele Dagblad*, 16 april 2020.

Jurisprudentie

Rb. Den Haag, 25-05-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5316

Rb. Den Haag, 03-09-2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779

Rb. Noord-Nederland, 26-03-2021, ECLI:NL:RBNNE:2021:1100

Rb. Rotterdam, 03-03-2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768

Hof Amsterdam, 21-11-2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:4833

Hof Arnhem-Leeuwarden, 27-03-2018, ECLI:NL:GHARL:2018:2893

HR 10-12-1976, ECLI:NL:PHR:1976:AD3286 (*Eneca/BACM*)

HR 08-07-2005, ECLI:NL:HR:2005:AT1089 (*ABN AMRO/Van Dooren q.q. II*)

HR 22-12-2009, ECLI:NL:HR:2009:BI8493 (*ABN AMRO/Van Dooren q.q. III*)

HR 07-04-2017, ECLI:NL:HR:2017:635 (*Jongepier q.q./Drieakker c.s.*)

2nd Cir. 29-11-1983, 722 F.2d 1063 (*In re Lionel Corp.*)

11th Cir. 25-06-1992, 963 F.2d 1490 (*In re Saybrook Manufacturing Co.*)

Bankr. D.N.H., 31-07-1989, 104 B.R. 562 (*In re Tenney Village Co., Inc.*)