

‘Feitelijke dwang tot instemming onder het WHOA-akkoord?’

Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de mogelijke inpassing van het *elevation*-mechanisme en het tweevoorstellen-akkoord vanuit het Engelse Restructuring Plan als alternatieve mogelijkheden tot het feitelijk dwingen van schuldeisers tot instemming met een akkoord of nieuwe financiële verplichtingen onder de Nederlandse WHOA-procedure.

Student:	Matthan Last
Studentnummer:	540206
Scriptiebegeleider:	mr. dr. H.J. de Kloe
Tweede lezer:	mr. O. Oost
Datum:	29 mei 2025
Aantal woorden:	16.656

Hoofdstuk 1: Inleidende hoofdstuk	4
1.1 Aanleiding	4
1.2 Probleemstelling en relevantie	5
1.3 Onderzoeksvraag.....	6
1.4 Onderzoeksmethodologie.....	6
1.5 Leeswijzer.....	7
Hoofdstuk 2: De WHOA in hoofdlijnen	8
2.1 Inleiding	8
2.2 Achtergrond en doel van de WHOA	8
2.3 WHOA-procedure op hoofdlijnen	9
2.3.1 Aanbiedingsbevoegdheid en inhoud van het akkoord.....	9
2.3.2 Klassenindeling	9
2.3.3 Homologatie	9
2.4 Aanvullende afwijzingsgronden.....	10
2.4.1 Best interest of creditors-test	10
2.4.2 Absolute priority-rule	11
2.5 Wijziging van rechten, rangorde en overeenkomsten.....	12
2.5.1 Wijziging van rechten – artikel 370 lid 1 Fw.....	12
2.5.2 Wijziging van rangorde – artikel 370 lid 1 Fw.....	14
2.5.3 Wijziging van overeenkomst – artikel 373 lid 1 Fw.....	14
2.6 Tussenconclusie	15
Hoofdstuk 3: UK Restructuring Plan	16
3.1 Inleiding	16
3.2 Het Restructuring Plan in vogelvlucht.....	16
3.2.1 De Restructuring Plan-procedure	16
3.2.2 Horizontal comparator-test	17
3.3 Wijziging van rechten, rangorde en overeenkomsten.....	18
3.3.1 Wijziging van rechten	18
3.3.2 Wijziging van rangorde	19
3.3.3 Wijziging van overeenkomst	20
3.4 Tussenconclusie	20
Hoofdstuk 4: Alternatieve mogelijkheden onder het Restructuring Plan	22
4.1 Inleiding	22
4.2 Het <i>elevation</i> -mechanisme.....	22
4.2.1 Introductie <i>elevation</i> -mechanisme.....	22
4.2.2 <i>Elevation</i> -mechanisme in de jurisprudentie.....	22
4.3 Tweevoorstellen-akkoord	24
4.3.1 Introductie tweevoorstellen-akkoord	24
4.3.2 Procesverloop McDermott-zaak	24
4.3.3 Het oordeel van de High Court.....	25

4.4 Tussenconclusie	26
Hoofdstuk 5: Alternatieve mogelijkheden onder de WHOA	27
5.1 Inleiding	27
5.2 Het <i>elevation</i>-mechanisme.....	27
5.2.1 <i>Aangaan van en inpassing in de rangorde van nieuwe financiële verplichtingen</i>	27
5.2.2 <i>Verhoging in rang bestaande vorderingen</i>	28
5.2.2.1 Relevante verschillen WHOA en Restructuring Plan	28
5.2.2.2 Scenario I: waarde lager dan liquidatiewaarde	28
5.2.2.3 Scenario II: waarde gelijk aan of hoger dan liquidatiewaarde, maar lager dan reorganisatiewaarde	29
5.2.2.4 Scenario III: waarde gelijk aan of hoger dan de reorganisatiewaarde.....	30
5.2.3 <i>Overige afwijzingsgronden</i>	30
5.3 Tweevoorstellen-akkoord	31
5.3.1 <i>Relevante verschillen WHOA en Restructuring Plan</i>	31
5.3.2 <i>Gevolgen APR voor waarde bij niet-instemming.....</i>	32
5.3.3 <i>Gevolgen APR voor waarde bij instemming</i>	32
5.3.4 <i>Overige afwijzingsgronden</i>	33
5.4 Tussenconclusie	33
Hoofdstuk 6: Conclusie	35
6.1 <i>De WHOA-procedure</i>	35
6.2 <i>De alternatieve mogelijkheden onder het Restructuring Plan</i>	35
6.3 <i>De alternatieve mogelijkheden onder de WHOA</i>	36
Literatuurlijst	37
Literatuur	37
Jurisprudentie.....	40
Nederland	40
Verenigd Koninkrijk.....	40
Parlementaire stukken	42
Nederland	42
Europa	42

1.1 Aanleiding

Op 1 januari 2021 is de Wet Homologatie Onderhands Akkoord (hierna: WHOA) in werking getreden. Met de WHOA is er een insolventierechtelijke procedure geïntroduceerd die de schuldenaar de mogelijkheid geeft om buiten surseance van betaling en faillissement haar schulden te herstructureren. Dit kan een uitkomst zijn voor levensvatbare ondernemingen die ten onder dreigen te gaan door een te zwaar geworden schuldenlast.¹ Deze herstructurering wordt gerealiseerd door het aanbieden van een akkoord – het zogenoemde WHOA-akkoord – door de schuldenaar of een aangewezen herstructureringsdeskundige aan schuldeisers en aandeelhouders. In gevallen waarbij niet alle schuldeisers instemmen met het akkoord, kan de rechter – mits aan alle voorwaarden is voldaan – het akkoord homologeren. Deze homologatie leidt ertoe dat eveneens de niet-stemmende en tegenstemmende schuldeisers gebonden zijn aan het WHOA-akkoord.²

Ondanks de relatief korte bestaansperiode van de WHOA heeft dit insolventierechtelijk instrument – naast veel discussie in de literatuur – tot veel jurisprudentie geleid.³ Een van deze belangrijke discussies in de literatuur is in hoeverre de rechten van schuldeisers gewijzigd kunnen worden onder een WHOA-akkoord, zoals opgenomen in artikel 370 lid 1 Fw.⁴ Uit de memorie van toelichting bij de WHOA volgt dat de wetgever hierbij denkt aan (gedeeltelijke) kwijtschelding van een vordering, uitstel van betaling of een ‘*debt for equity swap*’.⁵ Toch blijkt uit de praktijk dat het vaak om vele malen complexere gevallen gaat. Zo deed het homologatievonnis van de Rechtbank Rotterdam van 9 maart 2023 inzake IHC veel stof opwaaien in de literatuur en de discussie over het wijzigen van rechten onder een WHOA-akkoord verder opblaaien.⁶ De vraag die voor de rechtbank voorlag was of een schuldenaar onder een WHOA-akkoord een financier kan verplichten om toegezegde financiering uit een eerder gesloten kredietovereenkomst – eventueel onder gewijzigde voorwaarden – beschikbaar te blijven stellen in de toekomst. Een van de beoogde wijzigingen was het aanpassen van de contractuele rangorde. Kortom, het WHOA-akkoord zou een gedwongen doorfinanciering realiseren.⁷ De rechtbank oordeelde dat het mogelijk is om financiers te verplichten hun beschikbaar gestelde krediet op grond van bestaande kredietovereenkomsten in de toekomst beschikbaar te blijven stellen, zelfs onder gewijzigde voorwaarden.⁸

De uitspraak van de Rechtbank Rotterdam werd direct voorzien van kritische annotaties en artikelen in de literatuur.⁹ Het belangrijkste betoog in de literatuur was dat voortzetting van toegezegde financiering van werkkapitaal in de sleutel van artikel 373 lid 1 Fw gezocht moet worden en niet in artikel 370 lid 1 Fw. Het zou immers gaan om toekomstige vorderingsrechten die niet afgedwongen kunnen worden, maar slechts met instemming van de schuldeisers kunnen worden aanvaard.¹⁰ Daarnaast betogen anderen dat gedwongen doorfinanciering wel mogelijk zou moeten zijn in lijn met de jurisprudentie en wetsgeschiedenis.¹¹ Verder kiest Snijders voor aansluiting van de WHOA bij het faillissementsrecht en de vraag of vorderingen in faillissement verifieerbaar zouden zijn. Snijders is van mening dat toekomstige rechten tot betaling van een geldsom wel onder het WHOA-akkoord betrokken kunnen worden, mits deze voortvloeien uit een rechtsverhouding die reeds bestaat

¹ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 1 (MvT).

² Polak/Pannevis 2022/29.1 en 29.5.4.1.

³ Zie voor een overzicht van de WHOA-jurisprudentie tot 1 juli 2023: Van Boekel & Breeman, *TvI* 2023/37, p. 307-346. Zie voor een overzicht van de WHOA-jurisprudentie tussen 1 juli 2023 en 1 juli 2024: Van Boekel & Breeman, *TvI* 2024/37, p. 316-343.

⁴ Het is ook mogelijk om de rechten van aandeelhouders te wijzigen onder een WHOA-akkoord, maar de positie van de aandeelhouder onder een WHOA-akkoord valt buiten de reikwijdte van dit onderzoek.

⁵ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 34 (MvT).

⁶ Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, *NJ* 2023/184, m.nt. F.M.J. Verstijlen, *JOR* 2023/193, m.nt. F.A. van de Wakker.

⁷ In de literatuur wordt de term ‘doorfinanciering’ ook gebruikt voor het verlengen van de terugbetalingstermijn van een bestaande kredietovereenkomst onder het WHOA-akkoord, waardoor een financier langer op terugbetaling zal moeten wachten. Deze laatste betekenis komt de term ‘doorfinanciering’ in dit onderzoek niet toe. Mocht er in dit onderzoek gesproken worden van ‘doorfinanciering’, dan wordt bedoeld op het aangaan van nieuwe financiële verplichtingen door een bestaande schuldeiser en/of kredietverstrekker.

⁸ Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, *NJ* 2023/184, m.nt. F.M.J. Verstijlen, *JOR* 2023/193, m.nt. F.A. van de Wakker, r.o. 4.6-4.9.

⁹ F.A. van de Wakker, *JOR* 2023/193; F.M.J. Verstijlen, *NJ* 2023/184, annotaties bij Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800; Kroezen, *TvI* 2024/10, p. 82.

¹⁰ Kroezen, *TvI* 2024/10, p. 82; F.A. van de Wakker, annotatie bij Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, *JOR* 2023/193, par. 5-6.

¹¹ Zie bijvoorbeeld: Kerstjens & Jansen 2023/17.2.

op het moment van de startverklaring van het WHOA-traject.¹² De Hoge Raad maakt echter korte metten met deze mogelijke argumenten voor verplichte doorfinanciering.¹³ Dit doet de Hoge Raad door middel van beantwoording van twee voorgelegde vragen door de Procureur-Generaal met een cassatie in belang der wet omtrent de IHC-casus.¹⁴ Allereerst de vraag of een financier onder het WHOA-akkoord gedwongen mag worden toegezegd krediet te blijven verstrekken onder gewijzigde voorwaarden. Daarnaast de vraag of het mogelijk is om met een WHOA-akkoord feitelijke wijzigingen aan te brengen in de rangorde – de onderlinge verhouding van uitkeringsrechten – van de schuldeisers.¹⁵ Wat betreft de eerste vraag concludeert de Hoge Raad dat de WHOA geen instrumenten bevat die het mogelijk maken om financiers te dwingen nieuw krediet te verschaffen of een bestaande krediettoezegging gestand te doen onder gewijzigde voorwaarden.¹⁶ De tweede vraag, of een nieuwe financier een hogere plaats in de rangorde kan worden aangeboden dan de bestaande financiers, wordt wel positief beantwoord. Een rangordewijziging betreft een wijziging van rechten. Daarbij is het niet relevant of het gaat om een wijziging van contractuele of goederenrechtelijke rangorde.¹⁷ Wel levert de wijziging van rangorde in beginsel een schending van de prioriteitsregel (hierna: APR) van artikel 384 lid 4 sub b Fw op.¹⁸

Kortom, de Hoge Raad geeft akkoordaanbieders de mogelijkheid tot wijziging van de rangorde onder de WHOA om zo feitelijke wijzigingen aan te brengen in de onderlinge verhouding van uitkeringsrechten van de schuldeisers. In Engeland heeft deze mogelijkheid tot wijziging van de rangorde binnen het Restructuring Plan – de Engelse evenknie van de WHOA – tot spraakmakende zaken geleid.¹⁹ Zo wordt er enerzijds gebruik gemaakt van een *elevation*-mechanisme – in de Adler- en ED&F Holding-zaak – om schuldeisers praktisch te dwingen tot het verstrekken van aanvullende financiering. Hiertoe worden bestaande schuldeisers uitgenodigd tot het verstrekken van nieuwe financiële verplichtingen. Ter compensatie worden de deelnemende schuldeisers aan deze nieuwe financiering in rang verhoogd (*elevation*) – en daarmee eerder terugbetaald – ten opzichte van de niet-deelnemende schuldeisers. Deze voorrang geldt voor zowel hun nieuwe vordering – afkomstig uit de nieuw verstrekte financiering – als hun bestaande vorderingen.²⁰ Kortom, er wordt een ‘beloning’ of ‘straf’ gegeven in de vorm van een voorrang binnen de uitkeringsrechten voor het al dan niet verstrekken van aanvullende financiering. Anderzijds wordt een zogenoemd tweevorstellen-akkoord aangeboden om schuldeiser praktisch te dwingen tot instemming met het gehele akkoord. Hiermee wordt gedoeld op het aanbieden van twee verschillende voorstellen binnen akkoord, waarbij de waarde van het voorstel afhankelijk is van de instemming van de schuldeiser met het akkoord. Uit de McDermott-zaak volgt een voorbeeld waarbij een vordering onder het akkoord werd omgezet in aandelen: een *debt for equity* swap. Het percentage aandelen wat werd toegekend aan de schuldeiser werd afhankelijk gesteld van de omstandigheid of de schuldeiser bezwaar zou maken tegen de homologatie. De schuldeiser zou voor een gelijke schadevergoedingsvordering een aandelenbelang van 19.9% ontvangen in McDermott in geval er geen bezwaar gemaakt zou worden en in geval er wel bezwaar gemaakt zou worden slechts een aandelenbelang van 10.9%.²¹

1.2 Probleemstelling en relevantie

Uit het voorgaande blijkt dat onder het Engelse Restructuring Plan zich alternatieve mogelijkheden hebben voorgedaan die schuldeisers feitelijk kunnen dwingen tot aanvullende financiering of tot instemming met het akkoord. Dit onderzoek zal zich richten op deze alternatieve mogelijkheden en de mogelijke toepassingen hiervan onder de Nederlandse WHOA-procedure. Hierbij zal het Nederlandse IHC-vonnis van de Hoge Raad en de mogelijke verschillen tussen het Restructuring Plan en de WHOA worden meegewogen. Er zijn een aantal auteurs

¹² Snijders, *FIP* 2021/172, p. 26.

¹³ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra.

¹⁴ P-G G. Snijders 26 maart 2024, ECLI:NL:PHR:2024:346.

¹⁵ P-G G. Snijders 26 maart 2024, ECLI:NL:PHR:2024:346, nr. 1.11.

¹⁶ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.8.

¹⁷ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.11.

¹⁸ Idem. De Nederlandse prioriteitsregel in artikel 384 lid 4 sub b Fw is geïnspireerd op de *absolute priority rule* uit de Amerikaanse Chapter 11-procedure. Vandaar dat de Nederlandse prioriteitsregel ook wel de *absolute priority rule* wordt genoemd. In dit onderzoek wordt de Nederlandse prioriteitsregel van artikel 384 lid 4 sub b Fw dan ook afgekort tot ‘APR’.

¹⁹ De Nederlandse WHOA is grotendeels geïnspireerd op de Engelse Scheme of Arrangement (en tevens op de Amerikaanse Chapter 11-procedure). Het Restructuring Plan is een meer recent herstructureringsmiddel in Engeland, welke voortborduurt op de Scheme of Arrangement.

²⁰ Zie: *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [22]-[26], [169]; *Re ED&F Holdings Ltd* [2022] EWHC 687 (Ch), r.o. [60]-[63].

²¹ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [10].

die mogelijke lessen hebben getrokken uit de Adler- en McDermott-zaak voor de Nederlandse WHOA-procedure, maar deze waren daarbij nog in afwachting van het vonnis van de Hoge Raad inzake IHC.²² Daarnaast lijkt de APR een grote rol te spelen in de mogelijke toepasselijkheid van de alternatieve mogelijkheden. Dit terwijl in de literatuur niet altijd consensus bestaat over de exacte werking van de APR en de afwijkingsmogelijkheden.²³ Daarnaast is er zeer recent kritiek gekomen op de APR, zoals deze gehanteerd wordt door de Hoge Raad onder de WHOA bij de verdeling van de reorganisatiewaarde na het wijzigen van de rangorde. Fliet betoogt dat de verplichting om de reorganisatiewaarde conform rang te verdelen, geen verplichting is om de reorganisatiewaarde met behoud van rang te verdelen, maar enkel waarborgt dat de schuldeiser de waarde ontvangt waarop zij op grond van de APR recht heeft.²⁴ Kortom, na het gewezen IHC-vonnissen en de kritiek op de toepassing van de APR, is het onzeker in hoeverre de alternatieve mogelijkheden uit het Restructuring Plan – waarbij schuldeisers feitelijk verplicht worden om aanvullende financiering te verstrekken of in te stemmen met een akkoord – mogelijk zijn onder het Nederlandse WHOA-akkoord.

Deze onzekerheid illustreert de maatschappelijke relevantie van het onderzoek, zowel aan de zijde van de akkoordaanbieder als aan de zijde van de schuldeisers bij het akkoord. Voor beide partijen is het essentieel om te weten welke bewegingsruimte de akkoordaanbieder heeft om schuldeisers tot instemming met het akkoord en eventuele nieuwe financiële verplichtingen te bewegen. Met andere woorden, het is van belang om te weten in hoeverre de aanbieder van het akkoord schuldeisers mag ‘belonen’ of ‘straffen’ voor het al dan niet instemmen met het akkoord of het verstrekken van nieuwe financiering. Door deze vragen te beantwoorden, draagt dit onderzoek bij aan het creëren van rechtszekerheid rondom de WHOA-procedure. Daarnaast is dit onderzoek wetenschappelijk relevant, aangezien het zal bijdragen aan de beginnende literatuur rondom het relatief nieuwe Engelse Restructuring Plan. Mede door de rechtsvergelijking met de WHOA-procedure kunnen er waardevolle inzichten ontleend worden aan de invulling van het Engelse Restructuring Plan. Verder poogt dit onderzoek de wetenschap en de praktijk nader tot elkaar te brengen door alternatieve mogelijkheden uit de praktijk te toetsen aan de bestaande WHOA-wetgeving.

1.3 Onderzoeksvraag

De onderzoeksvraag luidt als volgt:

“In hoeverre, en onder welke voorwaarden, zijn de alternatieve mogelijkheden onder het Engelse Restructuring Plan, om schuldeisers te dwingen tot instemming met een herstructureringsakkoord en het aangaan van nieuwe financiële verplichtingen, mogelijk onder de Nederlandse WHOA-procedure?”

Ter beantwoording van de onderzoeksvraag zijn een viertal deelvragen opgesteld, welke respectievelijk in achtereenvolgende hoofdstukken behandeld zullen worden:

1. Hoe verloopt de WHOA-procedure op hoofdlijnen en welke eisen worden er aan een WHOA-akkoord gesteld voor homologatie?
2. Wat zijn de belangrijkste kenmerken van het Engelse Restructuring Plan?
3. Welke alternatieve mogelijkheden zijn er onder het Engelse Restructuring Plan om schuldeisers praktisch te dwingen tot instemming met een akkoord of het aangaan van nieuwe financiële verplichtingen?
4. In hoeverre houden deze alternatieve mogelijkheden vanuit het Engelse Restructuring Plan stand onder de Nederlandse WHOA-procedure?

1.4 Onderzoeksmethodologie

In dit onderzoek zal gebruik worden gemaakt van een tweetal verschillende onderzoeksmethoden. Voor het tweede tot en met het vierde hoofdstuk is gekozen voor een juridisch-doctrinair onderzoek om zo aansluiting te zoeken

²² Zie bijvoorbeeld: Orbán, *TvI* 2024/24; Van Rossum, *HERO* 2024/W-006; S. van Rossum, annotatie bij Rb. Amsterdam 21 maart 2024, ECLI:NL:RBAMS:2024:1608, *JOR* 2024/176.

²³ Zie bijvoorbeeld de discussie rondom *gifting* (par. 2.3.5). Zie voor een positief geluid: Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147; Tollenaar, *TvI* 2020/23; Reumers 2021/13.3. Zie voor een kritisch geluid: Beni Driss, *FIP* 2019/87; Bartstra, Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15.

²⁴ Fliet, *FIP* 2025/90.

bij het geldende recht en de huidige stand van de jurisprudentie. Hiertoe zullen de parlementaire geschiedenis, de wet, relevante rechtsliteratuur en jurisprudentie dienen als bronnen. Waar dit voor het tweede hoofdstuk het Nederlandse recht zal betreffen, zien het derde en vierde hoofdstuk op het Engelse recht. In het vijfde hoofdstuk is gekozen voor een rechtsvergelijkend onderzoek om de alternatieve mogelijkheden onder het Engelse Restructuring Plan te toetsen aan de Nederlandse WHOA-wetgeving en beide herstructureringsmiddelen op de relevante onderdelen te vergelijken. De reden voor rechtsvergelijkend onderzoek met het Engelse Restructuring Plan is hierin gelegen, dat allereerst de WHOA mede is geïnspireerd op het Engelse herstructureringsrecht.²⁵ Daarnaast is het mogelijk – gelijk als in de McDermott-zaak – gebruik te maken van zogeheten ‘*dual tracks*’.²⁶ Hierbij wordt parallel aan de WHOA-procedure een Restructuring Plan gehanteerd en kan de homologatie van een van beide procedures afhankelijk worden gesteld van de homologatie van de andere procedure. Om deze redenen acht ik het gerechtvaardigd en relevant om toepassing van de alternatieve mogelijkheden onder het Engelse Restructuring Plan onder de Nederlandse WHOA te onderzoeken.

1.5 Leeswijzer

In het tweede hoofdstuk wordt het WHOA-akkoord en de bijbehorende procedure beschreven. Hierbij wordt kort de achtergrond en het doel van de WHOA (par. 2.2) en de hoofdlijnen van de WHOA-procedure (par. 2.3) aangestipt. Hierbij worden expliciet de aanvullende afwijzingsgronden *best interest*-test (par. 2.4.1) en de *absolute priority rule* (par. 2.4.2) behandeld. Vervolgens wordt nader ingegaan op de inhoud van het akkoord, namelijk de mogelijkheid tot het wijzigen van rechten, overeenkomsten en rangorde (par. 2.5).

In het derde hoofdstuk komt het Engelse Restructuring Plan aan bod. Dit hoofdstuk zal starten met een overzicht op hoofdlijnen van een Restructuring Plan-procedure en de voorwaarden voor homologatie (par. 3.2), waarbij specifiek wordt ingegaan op de *horizontal comparator*-test (par. 3.2.2). Vervolgens wordt nader ingegaan op de inhoud van het akkoord onder de Restructuring Plan en de mogelijkheden tot het wijzigen van rechten, overeenkomsten en rangorde (par. 3.3).

Het vierde hoofdstuk zal met name ingaan op de alternatieve mogelijkheden onder het Engelse Restructuring Plan. Hierbij zal dit onderzoek zich beperken tot het eerdergenoemde *elevation*-mechanisme (par. 4.2) en het tweevoorstellen-akkoord (par. 4.3).

Vervolgens wordt in het vijfde hoofdstuk onderzocht in hoeverre de in het vorige hoofdstuk besproken pressiemiddelen onder het Engelse Restructuring Plan toegepast kunnen worden onder de WHOA. Hiertoe wordt allereerst het *elevation*-mechanisme behandeld (par. 5.2), onderverdeeld in het aangaan van en inpassing in de rangorde van nieuwe financiële verplichtingen (par. 5.2.1) en de verhoging in rang van bestaande vorderingen (par. 5.2.2) en de overige afwijzingsgronden (par. 5.2.3). Daarnaast wordt de mogelijke toepassing van het tweevoorstellen-akkoord uiteengezet (par. 5.3), aan de hand van de relevante verschillen tussen de WHOA en het Restructuring Plan (par. 5.3.1), de gevolgen van de APR voor enerzijds de waarde bij niet-instemming (par. 5.3.2) en anderzijds bij instemming (par. 5.3.3) en tot slot de overige afwijzingsronden (par. 5.3.4).

Het onderzoek wordt afgesloten in het zesde hoofdstuk met enkele concluderende opmerkingen, waarbij er tevens een antwoord geformuleerd wordt op de onderzoeksvraag.

²⁵ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 4 (MvT). De inspiratie van de WHOA vloeit met name voort uit de eerdere Engelse Scheme of Arrangement, maar het Restructuring Plan vormt een meer recente en meer gelijkend herstructureringsmiddel in verhouding tot de Nederlandse WHOA.

²⁶ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch) en Rb. Amsterdam 21 maart 2024, ECLI:NL:RBAMS:2024:1608, *JOR* 2024/176.

2.1 Inleiding

De WHOA vormt zowel het vertrekpunt als het eindstation van dit onderzoek. Om deze reden is het van belang om de WHOA op hoofdlijnen te beschrijven en enkele belangrijke onderdelen nader uit te werken. Hiertoe wordt allereerst ingegaan op de achtergrond en het doel van de WHOA (par. 2.2), waarna de WHOA-procedure op hoofdlijnen wordt besproken (par. 2.3). Hierbij wordt globaal ingegaan op enkele onderdelen, zoals de aanbiedingsbevoegdheid (par. 2.3.1), de klassenindeling (par. 2.3.2) en de homologatie (par. 2.3.3). Vanwege het belang voor het verdere onderzoek wordt uitdrukkelijk stilgestaan bij twee belangrijke aanvullende afwijzingsgronden (par. 2.4), te weten de *best interest of creditors*-test (par. 2.4.1) en de *absolute priority-rule* (par. 2.4.2). Na deze globale uiteenzetting van de WHOA-procedure wordt nader ingegaan op de inhoud van het akkoord (par. 2.5), mede aan de hand van de relevante onderdelen uit de IHC-zaak. Hierbij wordt specifiek stilgestaan bij de mogelijkheid tot wijziging van rechten (par. 2.5.1), het wijziging van de rangorde (par. 2.5.2) en wijziging van overeenkomsten (par. 2.5.3).

2.2 Achtergrond en doel van de WHOA

De afgelopen jaren zijn ondernemingen geconfronteerd met een verscheidenheid aan financiële uitdagingen, zoals de gevolgen van de overheidsmaatregelen tijdens de coronaperiode, de stijgende grondstofprijzen door de Oekraïne-oorlog en de gestelde importheffingen vanuit de Amerikaanse overheid. Deze financiële uitdagingen worden regelmatig versterkt door een hoge schuldenlast waaronder een onderneming gebukt gaat. Om een faillissement buiten de deur te houden, kan de onderneming als schuldenaar in gesprek gaan met haar schuldeisers en hen daarbij een akkoord voorleggen. In dit aangeboden akkoord wordt een voorstel tot herstructurering en reducering van de schuldenlast gedaan, waarbij aan de schuldeisers uitstel van betaling of kwijtschelding van een deel van de schulden verzocht kan worden. Een dergelijk akkoord buiten het faillissement wordt beheerst door de algemene regels van het vermogensrecht. Dit betekent dat schuldeisers in beginsel recht hebben op volledige terugbetaling van hun vordering en het schuldeisers om die reden vrijstaat om instemming met het akkoord waaronder dit recht beperkt wordt te weigeren.²⁷ De enige uitzondering hierop is in geval van misbruik van recht overeenkomstig artikel 3:13 BW, op het moment dat de schuldeiser het aangeboden akkoord niet in redelijkheid had mogen weigeren.²⁸ Wegens deze zeer beperkte mogelijkheid tot afdwingbaarheid van het akkoord, bleek dit herstructureringsmiddel in de praktijk onwerkbaar. De wetgever zag in dat Nederland achterliep met haar herstructureringsmogelijkheden ten opzichte van andere landen en dat de praktijk dringend behoefte had aan effectieve akkoordprocedure buiten faillissement in Nederland.²⁹ Hiertoe werd met het Programma Herijking Faillissementsrecht – en de latere komst van de Europese Herstructureringsrichtlijn – de Wet Continuïteit Ondernemingen II (WCO II) geïntroduceerd, wat uiteindelijk resulteerde in de WHOA.³⁰

Het doel van de WHOA is het reorganiserend vermogen versterken van levensvatbare ondernemingen die door een te zwaar geworden schuldenlast insolvent dreigen te raken.³¹ Met de WHOA hebben deze ondernemingen een krachtig middel in handen om deze schulden te herstructureren buiten faillissement. Waar de schuldenaar eerder nog afhankelijk was van instemming van iedere individuele vermogensverschaffer met het aangeboden akkoord, kan het WHOA-akkoord ook opgelegd worden aan niet-stemmende of tegenstemmende schuldeisers. Het WHOA-akkoord kan namelijk gehomologeerd worden door de rechter, waarna alle betrokken schuldeisers onder het akkoord gebonden zijn.³² Deze vergaande herstructureringsmaatregelen worden enkel gerechtvaardigd onder

²⁷ Polak/Pannevis 2022/29.2.

²⁸ De Hoge Raad oordeelt dat slechts onder zeer bijzondere omstandigheden plaats is voor rechterlijk gebod tot instemming met een aangeboden akkoord. Zie hiervoor: HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7799, *NJ* 2006/230, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Groenemeijer/Payroll Services*), r.o. 3.5.4; HR 24 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:485, *JOR* 2017/209, m.nt. A.M. Mennens (*Mondia/V&D*), r.o. 3.4.2.

²⁹ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 3 (MvT).

³⁰ Ter Horst 2021/1.1; Wessels & Salah XI 2024/11021. Zie voor het Programma Herijking Faillissementsrecht: *Kamerstukken II* 2012/13, 29911, nr. 74. Zie voor de Herstructureringsrichtlijn: Richtlijn (EU) 2019/1023. Op grond van deze Europese richtlijn werden lidstaten verplicht een preventief herstructureringsstelsel op te nemen in het nationale insolventierecht.

³¹ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 1 (MvT).

³² *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 1-2 (MvT).

specifieke omstandigheden en om die reden worden er duidelijke voorwaarden gesteld in Titel IV, Afdeling 2 van de Faillissementswet.

2.3 WHOA-procedure op hoofdlijnen

2.3.1 Aanbiedingsbevoegdheid en inhoud van het akkoord

Voor de mogelijkheid tot het aanbieden van een akkoord, dient de schuldenaar in een toestand te verkeren waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij niet zal kunnen voortgaan met het betalen van zijn schulden.³³ Wanneer er voldaan is aan deze ‘pre-insolventietoets’, kan de schuldenaar een akkoord aanbieden aan (een deel van) zijn aandeelhouders en schuldeisers.³⁴ Daarbij geldt wel dat de schuldenaar nog aan zijn lopende verplichtingen moet kunnen voldoen.³⁵ Op het moment dat de schuldenaar begint met het voorbereiden van een dergelijk akkoord, dient deze een startverklaring te deponeren bij de rechtbank.³⁶ Na deponering van de startverklaring krijgt de schuldenaar toegang tot verschillende voorzieningen ter bevordering van de totstandkoming van het akkoord, zoals bijvoorbeeld de afkondiging van een afkoelingsperiode.³⁷ Vervolgens stelt de schuldenaar een akkoord op dat aangeboden kan worden aan de schuldeisers. De formele inhoud van dit akkoord betreft de informatie die noodzakelijk is voor stemgerechtigde schuldeisers om een geïnformeerd oordeel te kunnen vormen over het aangeboden akkoord. De wet stelt hiervoor minimumvereisten.³⁸ De materiële inhoud van het akkoord betreft de wijziging van rechten van de betrokken schuldeisers (zie par. 2.3). Deze materiële inhoud wordt voornamelijk begrensd door de homologatievoorwaarden.³⁹

2.3.2 Klassenindeling

Voor het WHOA-akkoord en de stemming over het akkoord, dienen de schuldeisers verdeeld te worden in verschillende klassen om zo tot een redelijk akkoord te kunnen komen.⁴⁰ Dit vloeit voort uit de gedachte dat niet een enkele, grote schuldeiser de gehele stemming over het akkoord kan domineren en daarmee de invloed van kleinere schuldeisers bij totstandkoming van het akkoord buitenspel zet. Hiertoe worden allereerst schuldeisers in verschillende klassen ingedeeld, wanneer de (vorderings)rechten die zij in het akkoord aangeboden krijgen, of bij het faillissement hebben, dusdanig verschillend zijn, dat er geen sprake is van een vergelijkbare positie.⁴¹ Daaruit vloeit voort dat schuldeisers met een verschillende rang – op grond van de wet of contractuele regeling – niet in dezelfde klasse geplaatst mogen worden.⁴² Verder dienen een aantal specifieke soorten schuldeisers verplicht in een aparte klasse ingedeeld te worden, zoals MKB-schuldeisers of schuldeisers met een pand- of hypotheekrecht.⁴³ De wet bepaalt dus enkel met minimumvereisten wanneer schuldeisers in verschillende klassen moeten worden ingedeeld, maar het staat de aanbieder van het akkoord vrij om de klassen nog verder op te delen en in te richten.⁴⁴ De schuldeisers wiens rechten worden gewijzigd in het akkoord zijn stemgerechtigd. Een klasse van schuldeisers heeft voor het akkoord gestemd op het moment dat de voorstemmende schuldeisers in de klasse een waarde van ten minste twee derde van de totale vorderingen binnen de klasse vertegenwoordigen.⁴⁵

2.3.3 Homologatie

De akkoordaanbieder kan de rechtbank verzoeken om het akkoord te homologeren op het moment dat niet alle schuldeisers ingestemd hebben. Echter, er dient wel minstens één ‘*in the money*’-klasse ingestemd te hebben met

³³ Artikel 370 lid 1 Fw.

³⁴ Ook schuldeisers, aandeelhouders of ondernemingsraden kunnen een aanbod initiëren, door de rechtbank te verzoeken om een herstructureringsdeskundige aan te wijzen op grond van artikel 371 lid 1 Fw. Een akkoord kan eveneens aan aandeelhouders aangeboden worden, maar zoals reeds aangegeven in voetnoot 4 valt de positie van de aandeelhouder buiten de reikwijdte van dit onderzoek.

³⁵ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 33 (MvT). Over de interpretatie en de wenselijkheid van het ‘lopende verplichtingen’-criterium als drempelvoorwaarde voor de WHOA-procedure heerst geen consensus in de literatuur. Zie voor een kritisch geluid: Orbán, *TvI* 2024/27; Mouthaan & Schippers, *HERO* 2024/W-011.

³⁶ Artikel 370 lid 3 Fw.

³⁷ Zie voor de afkoelingsperiode: artikel 376 lid 1 Fw. Zie voor het verzoek tot overige voorzieningen: artikel 379 lid 1 Fw.

³⁸ Zie voor de wettelijke minimumvereisten: artikel 375 Fw.

³⁹ Polak/Pannevis 2022/29.4.7.

⁴⁰ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 48 (MvT).

⁴¹ Artikel 374 Fw, eerste zin.

⁴² Artikel 374 Fw, tweede zin.

⁴³ Artikel 374 lid 2 en 3 Fw.

⁴⁴ Polak/Pannevis 2022/29.4.6.

⁴⁵ Artikel 381 lid 6 Fw.

het akkoord. Dit betreft een klasse die bij faillissement een uitkering in geld zou hebben ontvangen.⁴⁶ Het homologatieverzoek wordt in beginsel toegewezen, tenzij zich een afwijzingsgrond voordoet.⁴⁷ De afwijzingsgronden kunnen worden onderscheiden in algemene afwijzingsgronden en aanvullende afwijzingsgronden. De algemene afwijzingsgronden dienen ambtshalve getoetst te worden door de rechter en zien met name op een formele toetsing van de besluitvorming. Hieronder vallen onder andere het niet verkeren in de WHOA-toestand, het niet voldoen aan de wettelijke vereisten voor de informatieverstrekking, klassenindeling en stemming, maar ook het aangaan van een nieuwe financiering terwijl dit niet noodzakelijk is en tevens de belangen van de schuldeisers wezenlijk schaadt.⁴⁸ De aanvullende afwijzingsgronden worden enkel op verzoek getoetst door de rechter. De *best interest*-test van artikel 384 lid 3 Fw kan uitsluitend ingeroepen worden door een tegenstemmende schuldeiser en de verdere aanvullende afwijzingsgronden van artikel 384 lid 4 Fw kunnen enkel ingeroepen worden door een tegenstemmende schuldeiser uit een tegenstemmende klasse.⁴⁹ In het belang van het onderzoek worden de aanvullende afwijzingsgronden – specifiek de *best interest*-test en de *absolute priority-rule* – uitgebreider behandeld in de volgende paragraaf.

2.4 Aanvullende afwijzingsgronden

2.4.1 *Best interest of creditors-test*

Het WHOA-akkoord behelst een alternatief voor het faillissement en om die reden dient iedere schuldeiser beter af te zijn met het akkoord dan hij zonder het akkoord – bij de vermogensvereffening in faillissement – zou zijn geweest. Mocht dit niet het geval zijn, dan zal de schuldeiser in de eerste plaats tegen het akkoord stemmen. Een tegenstemmende schuldeiser kan de rechtbank verzoeken om de homologatie te weigeren op grond van artikel 384 lid 3 Fw.⁵⁰ Deze aanvullende afwijzingsgrond noemt men ook wel de ‘*best interest of creditors-test*’, of kortgezegd de ‘*best interest-test*’.⁵¹

Na een beroep op de *best interest-test* dient de rechtbank een hypothetische waardevergelijking te maken. Hierbij wordt de waarde van de rechten van de schuldeiser onder het akkoord, afgezet tegen de uitkering die zou worden verkregen door de schuldeiser in het faillissement. Kortom, de reorganisatiewaarde wordt vergeleken met de liquidatiewaarde.⁵² De liquidatiewaarde zal moeten worden ingeschat aan de hand van het meest waarschijnlijke scenario in het faillissement, zoals bijvoorbeeld een veilingverkoop of een doorstart.⁵³ Uit deze waardevergelijking zal – voor een succesvol beroep op de *best interest-test* – moeten blijken dat de schuldeiser onder het akkoord een slechtere positie heeft, dan deze onder het faillissement gehad zou hebben.⁵⁴ Verder liggen er in de wettekst twee belangrijke, proces-technische aspecten besloten. Allereerst hoeft slechts ‘summerlijk’ te blijken dat de schuldeiser slechter af is onder het akkoord, waaruit volgt dat de gebruikelijke regels van het bewijsrecht niet van toepassing zijn. Daarnaast ‘kan’ de rechter homologatie weigeren en treft hem dus enige beoordelingsvrijheid bij de *best interest-test*.⁵⁵ De *best interest-test* vormt een belangrijke waarborg voor schuldeisers bij het wijzigen van rechten. Zo zal een wijziging van rechten of overeenkomst, die bijvoorbeeld resulteert in een uitgestelde of gespreide betaling, marktconform gecompenseerd moeten worden aan de schuldeiser, aangezien deze langer blootgesteld wordt aan het risico dat de schuldenaar zijn betalingsverplichting niet zal nakomen. Een compensatie

⁴⁶ Artikel 383 lid 12 Fw.

⁴⁷ Artikel 384 lid 1 Fw.

⁴⁸ Artikel 384 lid 2 Fw. Zie voor een uitgebreide bespreking van de (algemene) afwijzingsgronden: Salah, *MvV* 2021/4, p. 149-150.

⁴⁹ De aanvullende afwijzingsgronden uit artikel 384 lid 4 Fw zien met name op een correcte en eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde tussen de betrokken aandeelhouders en schuldeisers, zodat gesproken kan worden van een redelijk akkoord. Zie: *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 15 en 69 (MvT).

⁵⁰ Kortom, twee belangrijke voorwaarden: (i) de schuldeiser moet tegen het akkoord hebben gestemd en (ii) de schuldeiser moet de rechter om toepassing van de *best interest-test* verzoeken, aangezien deze de aanvullende afwijzingsgronden niet ambtshalve toetst.

⁵¹ Polak/Pannevis 2022/29.5.3.2. Deze ‘test’ is gebaseerd op en afgeleid van de Amerikaanse Chapter 11-procedure. Zie: *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 65 (MvT).

⁵² Mouthaan & Leeuwenburgh zijn van mening dat tevens een ‘pakketvergelijking’ mogelijk is: wanneer per saldo blijkt dat de schuldeiser ten minste hetgeen ontvangt wat deze bij faillissement zou hebben ontvangen, dan heeft het akkoord de *best interest-test* doorstaan. Zie Mouthaan & Leeuwenburgh 2021/11.3.2.2.

⁵³ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 17 (MvT); Rb. Midden-Nederland 31 maart 2022, ECLI:NL:RBMNE:2022:1329, *JOR* 2022/240, m.nt. R. van den Sigtenhorst (*Aspectenverzoek Kunstverhuurbedrijf*), r.o. 4.6; Mennens 2020/9.5, nr. 536.

⁵⁴ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 17 (MvT); Mennens 2020/9.5, nr. 534, 536.

⁵⁵ Polak/Pannevis 2022/29.5.3.2; Mennens 2020/9.5, nr. 535. Opvallend is dat de Memorie van Toelichting spreekt over een ‘aanmerkelijk’ slechtere positie, terwijl de wettekst stelt dat slechts ‘summerlijk’ hoeft te blijken dat er sprake is van slechtere positie. De wettekst beperkt de bewijslast voor de verzoekende, tegenstemmende schuldeiser aanzienlijk in verhouding tot de bewoordingen uit de Memorie van Toelichting. Zie: *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 17 (MvT); artikel 384 lid 3 Fw.

op marktconforme voorwaarden ziet bijvoorbeeld op een (hogere) rentevergoeding en aanvullende zekerheden, zoals ook in de IHC-zaak het geval was.⁵⁶ Kortom, bij het wijzigen van rechten en overeenkomsten moet eventueel rekening worden gehouden met een compensatie om te voldoen aan de *best creditors*-test.

2.4.2 Absolute priority-rule

De APR uit artikel 384 lid 4 sub b Fw komt in beeld bij ‘*cross-class cram down*’-situaties, oftewel gevallen waarbij een tegenstemmende klasse gebonden wordt aan het akkoord door homologatie.⁵⁷ De APR bepaalt dat de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de wettelijke en contractuele rangorde dient te gebeuren.⁵⁸ Volgens Flik kan hier een verticaal, maximerend en horizontaal element in gevonden worden.⁵⁹ Het verticale element houdt in dat een lager gerangschikte schuldeisersklasse geen waarde mag ontvangen op het moment dat een hoger gerangschikte, tegenstemmende schuldeisersklasse niet volledig is voldaan. Kortom, de APR wordt enkel relevant als een hoger gerangschikte klasse – die daarmee recht heeft op een deel van de reorganisatiewaarde – tegenstemt.⁶⁰ Het maximerende element beperkt de uitkering aan een schuldeisersklasse tot maximaal 100% en het horizontale element ziet op een gelijke verdeling van de waarde tussen gelijk gerangschikte klassen.⁶¹ Flik betoogt dat de verplichting om de reorganisatiewaarde conform rang te verdelen, geen verplichting is om de reorganisatiewaarde met behoud van rang te verdelen. De APR zou om die reden dan ook geen zinvol toetsingskader bieden voor de wijziging van rangorde door middel van een WHOA-akkoord. De argumenten die Flik hieraan ten grondslag legt, overtuigen mij. Allereerst spreekt artikel 384 lid 4 sub b Fw expliciet over de verdeling van de waarde en stelt daarmee geen beperking aan de vorm waarin deze waarde wordt uitgekeerd.⁶² Daarnaast behelst artikel 384 lid 4 sub d Fw wél expliciet een beperking van de vorm waarin deze waarde mag worden aangeboden aan professionele, gesecureerde schuldeisers. Daarmee dient a contrario geredeneerd te worden dat de APR geen beperking vormt wat betreft de vorm waarin de reorganisatiewaarde aangeboden wordt.⁶³ Kortom, een wijziging van de rangorde hoeft geen strijd op te leveren met de APR.⁶⁴

Hoewel de APR in beginsel slechts een aanvullende afwijzingsgrond is – en hieraan pas wordt getoetst indien er een beroep op gedaan wordt door een tegenstemmende schuldeiser uit een tegenstemmende klasse – lijkt de APR in de praktijk als dwingend uitgangspunt genomen te worden bij de verdeling van de reorganisatiewaarde.⁶⁵ De APR is echter niet zo absoluut als hij doet klinken, aangezien afwijkingen van de rangorde onder bepaalde omstandigheden zijn toegestaan. Deze afwijkingen zijn mogelijk indien (i) er een redelijke grond bestaat en (ii) de schuldeisers uit de tegenstemmende klasse daardoor niet in hun belang worden geschaad.⁶⁶ Hierbij zijn in beginsel twee soorten afwijkingen te onderscheiden aan de hand van het horizontale en verticale element. Het horizontale element kan worden doorkruist, aangezien het de aanbieder van het akkoord in beginsel vrijstaat om schuldeisers die onder faillissement een gelijke positie zouden hebben in verschillende klassen in te delen en deze klassen tevens verschillend te behandelen. Daarnaast kan het verticale element worden doorbroken wanneer er sprake is

⁵⁶ Rabobank kreeg ter compensatie voor de wijzigingen een hogere rentevergoeding en fee en daarnaast aanvullende zekerheden in de vorm van garantieafspraken, waardoor voldaan werd aan de *best interest*-test. Zie: Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, JOR 2023/193, NJ 2023/184, m.nt. F.M.J. Verstijlen, m.nt. F.A. van de Wakker, r.o. 4.36-4.37.

⁵⁷ Kortom, drie belangrijke voorwaarden: (i) de schuldeiser moet tegen het akkoord hebben gestemd, (ii) twee derde meerderheid van de waarde binnen een klasse moet tegen het akkoord hebben gestemd, zodat er sprake is van een tegenstemmende klasse en (iii) de schuldeiser moet de rechter om toepassing van de APR verzoeken, aangezien deze de aanvullende afwijzingsronden niet ambtshalve toetst.

⁵⁸ *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3 (MvT), p. 5.

⁵⁹ Flik, *FIP* 2025/90, nr. 3.

⁶⁰ Polak/Pannevis 2022/29.5.4.3; Zie echter de later in deze paragraaf behandelde discussie rondom *gifting*: Beni Driss, *FIP* 2019/87, p. 43.

⁶¹ Flik, *FIP* 2025/90, nr. 3.

⁶² Uit de totstandkomingsgeschiedenis van artikel 384 lid 4 sub b Fw volgt dat in het Voorontwerp WHOA een uitgebreidere bepaling was opgenomen omtrent de waardeverdeling. Dat de wetgever deze uitgebreide bewoordingen in het kader van versimpeling van de WHOA-bepalingen achterwege heeft gelaten, vormt geen reden om aan te nemen dat de WHOA de beperking stelt om de reorganisatiewaarde te met behoud van rang. Zie: Flik, *FIP* 2025/90, nr. 3.5.

⁶³ Flik, *FIP* 2025/90, nr. 3.5.

⁶⁴ De Hoge Raad waarschuwt namelijk wel voor een dergelijke strijdigheid in de IHC-zaak, maar dit gevaar dient dus genuanceerd te worden. Zie: HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, JOR 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.11.

⁶⁵ Zo blijkt bijvoorbeeld uit een arrest van de rechtbank Midden-Nederland dat zij als rechter – ondanks dat er geen beroep werd gedaan op de APR – toch waarborgt dat er met het akkoord niet te veel afbreuk wordt gedaan aan de APR als belangrijk uitgangspunt van de WHOA. Het lijkt er dus op dat een rechter ook op grond van zijn restbevoegdheid van artikel 384 lid 2 sub i Fw een akkoord kan weigeren, indien er (ongegrond) wordt afgeweken van de APR. Zie: Rb. Midden-Nederland 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.8. Hoewel dit in het verdere onderzoek niet steeds expliciet wordt benoemd, is het belangrijk om te benadrukken dat in beginsel pas getoetst wordt aan de APR na een beroep van tegenstemmende schuldeiser uit een tegenstemmende klasse.

⁶⁶ Artikel 384 lid 4 onder b Fw, slotzin. Zie ook: Bartstra, de Weijts & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 100-101.

van rangwisseling: er wordt meer waarde toebedeeld aan een lager gerangschikte schuldeisersklasse ten nadele van een hoger gerangschikte schuldeisersklasse. Er kan ook sprake zijn van *gifting*: een hoger gerangschikte schuldeiserklasse staat een deel van haar waarde af aan een lager gerangschikte schuldeisersklasse waarbij aan tussenliggende schuldeisersklassen wordt voorbijgegaan ('*class skipping*').

In de literatuur bestaat enige discussie over de mogelijkheid en wenselijkheid van het toestaan van *gifting* als afwijkingsmogelijkheid van de APR en daarmee de wettelijke en contractuele rangorde. Voorstanders zijn van mening dat *gifting* is toegestaan zolang de tussenliggende klassen het deel van de reorganisatiewaarde, waar zij op grond van de APR recht op hebben, behouden.⁶⁷ In die gevallen kan namelijk gesteld worden dat de tussenliggende klassen niet in hun belang worden geschaad.⁶⁸ De algemene gedachte hierbij is dat het een hoger gerangschikte klasse – die recht heeft op een deel van de reorganisatiewaarde op grond van de wettelijke en contractuele rangorde – vrij staat om over haar toekomstige deel van die reorganisatiewaarde te beschikken en desgewenst een deel van haar waarde toe te kennen aan een lager gerangschikte klasse.⁶⁹ Tegenstanders zien veel bezwaren bij het toestaan van *gifting*, aangezien het misbruik en samenspanning teweeg zou brengen.⁷⁰ Een samenwerkende aandeelhouder of lager gerangschikte schuldeiser en een hoger gerangschikte schuldeiser kunnen samenspannen – indien zij vooraf weten dat *gifting* mogelijk is – om kunstmatig een lage waardering te bewerkstelligen, waarbij geen waarde toekomt aan de tussenliggende klassen.⁷¹ Zo kan een aandeelhouder of een lager gerangschikte schuldeiser door middel van *gifting* waarde ontvangen, terwijl op papier – door de kunstmatige lage waardering – de tussenliggende klassen niet worden benadeeld.⁷²

Deze uiteenzetting van het gebrek aan consensus rondom *gifting* onderstreept dat de afwijkingsmogelijkheden van de APR sterk afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval. Om die reden lijkt het mij gepast om vast te houden aan de algemene gedachtegang dat afwijking van de APR mogelijk is – zoals bijvoorbeeld bij *gifting* – mits de akkoordaanbieder waarborgt dat de benadeelde schuldeiser een gelijke waarde ontvangt als waarop deze volgens de APR recht zou hebben.⁷³ Op dat moment wordt er immers niet ten nadele van de tegenstemmende klasse afgeweken van de wettelijke en contractuele rangorde. Uiteraard dient er dan tevens een redelijke grond te bestaan voor deze afwijking van de APR, zoals bijvoorbeeld het behouden van een cruciale schuldeiser of het verkrijgen van nieuwe financiering.⁷⁴ In het algemeen kan worden aangenomen dat een redelijke grond bestaat indien de afwijking van de rangorde noodzakelijk is voor de realisatie van de reorganisatiewaarde.⁷⁵

2.5 Wijziging van rechten, rangorde en overeenkomsten

2.5.1 Wijziging van rechten – artikel 370 lid 1 Fw

Indien een schuldenaar voldoet aan de pre-insolventietoets, kan deze zijn schuldeisers een akkoord aanbieden betreffende een wijziging van hun rechten.⁷⁶ Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat, hoewel de wet slechts spreekt van het wijzigen van rechten van schuldeisers, de reikwijdte van het akkoord in feite strekt tot het wijzigen

⁶⁷ De overgeslagen klassen betreffen doorgaans vaak klassen die onder het akkoord in beginsel geen recht hadden op enige uitkering op grond van de wettelijke en contractuele rangorde. Hoewel Bartstra e.a. geen voorstanders zijn van het toestaan van *gifting*, noemen zij deze premisse wel in hun artikel. Zie: Bartstra, Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 98-99.

⁶⁸ Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 838.

⁶⁹ Reumers 2021/13.3. Deze algemene gedachte lijkt op het uitgangspunt onder het Restructuring Plan, dat de *in the money*-schuldeisers bepalen op welke wijze de reorganisatiewaarde wordt verdeeld. Zie: par. 3.2.2.

⁷⁰ Beni Driss, *FIP* 2019/87, p. 48; Bartstra, Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 103.

⁷¹ Bartstra, Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 99. In de literatuur wordt enkel het voorbeeld van aandeelhouder en hoog gerangschikte schuldeiser genoemd. Aangezien dit onderzoek niet ziet op aandeelhouders onder het akkoord, acht ik het – hoewel iets minder aannemelijk – eveneens mogelijk dat een hoger gerangschikte schuldeiser samenspannt met een lager gerangschikte schuldeiser. Uiteraard kunnen '*cross holdings*' – waarbij een schuldeiser voor verschillende vorderingen in verschillende klassen is ingedeeld – daarbij een rol spelen.

⁷² Bartstra, Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 104.

⁷³ Hiermee sluit ik aan bij het betoog van Moulen Janssen. Zie: Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 838.

⁷⁴ Het verkrijgen van nieuwe financiering – in de literatuur vaak aangeduid als *new value-exception*, overgenomen uit de Chapter 11-procedure – valt vermoedelijk buiten de werking van de APR, wanneer nieuwe financiers bij voorrang boven andere schuldeisers terugbetaald worden uit deze nieuwe financiering. De APR ziet immers op de verdeling van de reorganisatiewaarde onder het akkoord en strikt genomen maakt nieuwe financiering geen onderdeel uit van het akkoord. Zie ook: par. 5.2.1. Zie voor het noemen van de *new value-exception* als redelijke grond voor een afwijkingsmogelijkheid van de APR bijvoorbeeld: Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p.837; Bouts 2021/4.4.2; Reumers 2021/13.3.

⁷⁵ Polak/Pannevis 2022/29.5.4.3; Bouts 2021/4.4.2.

⁷⁶ Artikel 370 lid 1 Fw.

van vorderingsrechten tot betaling van een geldsom op grond van artikel 370 lid 1 Fw.⁷⁷ Welke wijzigingen er concreet onder een wijziging van het vorderingsrecht geschaard kunnen worden, dient ruim geïnterpreteerd te worden. Wijzigingen van voorwaarden van vorderingsrechten – zoals de looptijd, rentebetelingsverplichtingen en convenanten – kunnen ‘direct meegenomen’ worden onder het akkoord via artikel 370 lid 1 Fw, zo blijkt uit de ‘Sportschoolketen-zaak’.⁷⁸ Een ander oordeel zou ertoe leiden dat iedere wijziging van een vordering via artikel 373 lid 1 Fw zou moeten lopen en daarmee nooit zonder instemming van de schuldeiser zou kunnen worden opgelegd. Dit oordeel zou indruisen tegen het beoogde doel, de flexibiliteit en bruikbaarheid van het WHOA-akkoord als herstructureringsmiddel.⁷⁹ Daarnaast komt de Rechtbank Rotterdam in de IHC-zaak tot een gelijk oordeel. Een andere interpretatie van het wijzigen van bestaande vorderingsrechten uit overeenkomst zou het beoogde WHOA-traject volgens de rechtbank ‘zinledig’ maken.⁸⁰

Beide zaken – de Sportschoolketen-beschikking en het IHC-vonnis – gaan uit van een wijziging van bestaande vorderingsrechten. Na de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam inzake IHC en de daaruit voortvloeiende discussies in de literatuur, besloot A-G Snijders een cassatie in belang der wet in te stellen. Een van deze discussies in de literatuur was omtrent de vraag of toekomstige vorderingsrechten – c.q. toekomstige verplichtingen – ook onder de reikwijdte van artikel 370 lid 1 Fw zouden kunnen vallen, waarbij een strikte en een ruime interpretatie onderscheiden kan worden. De auteurs die een ruime interpretatie betogen, hanteren geen strikt onderscheid tussen bestaande en toekomstige vorderingsrechten.⁸¹ Door analoge toepassing van jurisprudentie over het fixatiebeginsel en de verificatieregels bij faillissement zou geconcludeerd moeten worden dat zowel bestaande als toekomstige vorderingen die voortvloeien uit een ten tijde van het aangeboden akkoord bestaande rechtsverhouding – en daarmee besloten liggen in de rechtspositie van de schuldeiser – betrokken kunnen worden onder het akkoord via artikel 370 lid 1 Fw.⁸²

De aanhangers van de strikte interpretatie betogen daarentegen dat er wel degelijk een strikt onderscheid gemaakt moest worden tussen bestaande en toekomstige vorderingsrechten. Bestaande vorderingsrechten kunnen worden gewijzigd via artikel 370 lid 1 Fw en de wijziging van toekomstige vorderingsrechten – en het introduceren van toekomstige verplichtingen – dient voorgesteld te worden aan de schuldeiser via het wijzigingsvoorstel van artikel 373 Fw. Deze conclusie wordt door auteurs op verschillende manieren onderbouwd en is bovendien bevestigd door de Hoge Raad in de IHC-zaak.⁸³ De Hoge Raad concludeert – onder verwijzing naar de parlementaire geschiedenis – dat artikel 370 lid 1 Fw enkel ziet op de wijziging van bestaande rechten. Voor de mogelijkheid tot het wijzigen van overeenkomsten met daaruit voortvloeiende toekomstige verplichtingen wordt verwezen naar artikel 373 lid 1 Fw.⁸⁴ Door het opheffen van de tekortkoming in de kredietovereenkomst, meende de akkoordaanbieder dat de financier daarmee enkel verplicht werd om toegezegd krediet beschikbaar te blijven

⁷⁷ De wetgever spreekt van het wijzigen van ‘het recht van een schuldeiser om de nakoming door de schuldenaar van de op hem rustende verplichting af te dwingen’. Gelet op de voorbeelden die de wetgever hierbij geeft, waarbij zij herhaaldelijk het woord ‘betalingsverplichting’ hanteert, kan worden geconcludeerd dat de wetgever enkel een wijziging van een vorderingsrecht tot betaling van een geldsom heeft beoogd. Zie: *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 34 (MvT); Mennens 2020/7.3.3.2, nr. 349; Snijders, *FIP* 2021/172, p. 22.

⁷⁸ Rb. Amsterdam 5 augustus 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6519, *JOR* 2022/102, m.nt. R. van den Sigtenhorst, r.o. 10.15. Zie ook: Mennens 2020/7.3.3.5, nr. 355. Snijders plaatst het wijzigen van financiële convenanten in de sleutel van artikel 373 lid 1 Fw (wijzigen van overeenkomsten), zie: Snijders, *FIP* 2021/172, p. 26.

⁷⁹ Rb. Amsterdam 5 augustus 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6519, *JOR* 2022/102, m.nt. R. van den Sigtenhorst, r.o. 10.15; Mennens 2020/7.3.3.5, nr. 355.

⁸⁰ Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, *NJ* 2023/184, m.nt. F.M.J. Verstijlen, *JOR* 2023/193, m.nt. F.A. van de Wakker, r.o. 4.9.

⁸¹ Zie voor deze ruime interpretatie: Snijders, *FIP* 2021/172, p. 23-25; F.A. van de Wakker, annotatie bij Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, *JOR* 2023/193, par. 5.

⁸² Hiertoe worden de arresten Koot Beheer/Tideman q.q. en Credit Suisse/Jongepier q.q. II analoog toegepast vanuit het faillissement op de WHOA. Uit deze arresten volgt dat vorderingen die voortvloeien uit een bestaande rechtsverhouding ten tijde van de faillietverklaring voor verificatie in aanmerking komen. Dit geldt ook voor vorderingen die ontstaan zijn na faillietverklaring, mits deze al besloten lagen in de rechtspositie van de schuldeiser op het moment van faillietverklaring. Zie voor deze analoge toepassing: Snijders, *FIP* 2021/172, p. 23-25; F.A. van de Wakker, annotatie bij Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, *JOR* 2023/193, par. 5. Zie voor de arresten respectievelijk: HR 19 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY6108, *JOR* 2013/224, m.nt. G.A.J. Boekraad (*Koot Beheer/Tideman q.q.*); HR 23 maart 2018, ECLI:NL:HR:2018:424, *JOR* 2018/254 m.nt. mr. N.S.G.J. Vermunt, prof. mr. N.E.D. Faber (*Credit Suisse/Jongepier II q.q.*).

⁸³ Gezien het beperkte onderwerp van dit onderzoek wordt volstaan met een verwijzing naar de betogen van deze auteurs. Voor het vervolg van het onderzoek wordt uitgegaan van het oordeel van de Hoge Raad in de IHC-zaak, namelijk dat toekomstige rechten niet gewijzigd kunnen worden op grond van artikel 370 lid 1 Fw. Zie voor de auteurs die een strikt onderscheid betogen: Mennens 2020/7.3.3.6, nr. 359; Van den Berg, *TvI* 2022/22, p. 152; Concl. A-G G. Snijders 26 maart 2024, ECLI:NL:PHR:2024:346, par. 4.17.

⁸⁴ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.8.

stellen. Hoewel formeel sprake was van een wijziging van een recht van de schuldeiser, resulteerde deze wijziging materieel gezien in een wijziging van een plicht. Deze wijziging van (toekomstige) verplichtingen is niet mogelijk onder het akkoord via artikel 370 lid 1 Fw.⁸⁵

2.5.2 Wijziging van rangorde – artikel 370 lid 1 Fw

Het wijzigen van zowel de contractuele als goederenrechtelijke rangorde is echter wel mogelijk via artikel 370 lid 1 Fw, zo oordeelt de Hoge Raad in de IHC-zaak.⁸⁶ Voor het arrest betoogden auteurs dat de contractuele rangorde niet gewijzigd kon worden, aangezien de wetgever geen gebruik heeft gemaakt van de geboden mogelijkheid in artikel 17 lid 4 Herstructureringsrichtlijn.⁸⁷ Dit artikel biedt lidstaten de mogelijkheid om wettelijk vast te leggen dat nieuwe financiers – wanneer alsnog faillissement volgt – met voorrang terugbetaald kunnen worden, boven andere bevoorrechte schuldeisers of schuldeisers met een gelijkwaardige vordering.⁸⁸ De Hoge Raad maakt korte metten met het argument gebaseerd op de Herstructureringsrichtlijn. Er moet namelijk onderscheid gemaakt worden tussen de mogelijkheid tot het verlenen van wettelijke voorrang – met een bepaling zoals artikel 17 lid 4 Herstructureringsrichtlijn – en de mogelijkheid tot het verlagen van een schuldeiser in de rangorde via het akkoord. Indien deze rangordewijziging als een verlaging van de positie van de schuldeiser gezien wordt, houdt dit tevens een wijziging van de rechten van de desbetreffende schuldeisers in, zoals bedoeld in artikel 370 lid 1 Fw.⁸⁹ De Hoge Raad waarschuwt dat een wijziging van rangorde wel een schending van de APR kan opleveren.⁹⁰ Dit gevaar kan echter genuanceerd worden, nu de APR ziet op verdeling van de reorganisatiewaarde op grond van de vorderingsrechten van bestaande kredietverschaffers. Een nieuwe financier heeft nog geen bestaand vorderingsrecht. Volledige betaling van deze nieuwe financier kan daarmee in beginsel geen schending van de APR opleveren, tenzij de rangorde van bestaande schuldeisers wordt gewijzigd.⁹¹

2.5.3 Wijziging van overeenkomst – artikel 373 lid 1 Fw

Naast de bestaande vorderingsrechten kunnen ook de onderliggende overeenkomsten – waar de vorderingsrechten uit voortvloeien – gewijzigd of beëindigd worden met een WHOA-akkoord via artikel 373 lid 1 Fw. De wetgever heeft deze mogelijkheid in het leven geroepen voor overeenkomsten die ‘als een molensteen om de nek van de onderneming hangen’.⁹² In dergelijke gevallen kan de aanbieder van het akkoord de schuldeiser als wederpartij bij de overeenkomst een voorstel tot wijziging doen. Hierin ligt direct het fundamentele verschil met de mogelijkheid tot wijziging van rechten: indien de schuldeiser het voorstel afwijst, kan deze niet gebonden worden aan de wijziging van de overeenkomst. De aanbieder van het akkoord ontvangt in die gevallen wel het recht om via de rechter de overeenkomst eenzijdig op te zeggen, mits aan de voorwaarden is voldaan. In de literatuur wordt gesteld dat het wijzigingsvoorstel – door geen nadere voorwaarden te stellen voor de redenen voor opzegging – misbruikt kan worden.⁹³ Zo kan het opzeggen van een overeenkomst gebruikt worden als pressiemiddel jegens een schuldeiser om deze te laten instemmen met voor hem ongunstige(re) voorwaarden van een lopende overeenkomst.⁹⁴ Desalniettemin, valt men met artikel 373 lid 1 Fw weer terug op de algemene beginselen van het vermogensrecht. Het staat de schuldeiser vrij om een aangeboden wijziging in een akkoord te weigeren en daarmee kan een schuldeisers niet dwangmatig gebonden worden aan de wijzigingen van een overeenkomst of toekomstige verplichtingen.⁹⁵

⁸⁵ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.8; Kroezen, *TvI* 2024/10, p. 80-81.

⁸⁶ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.11. Wellicht ten overvloede: contractuele rangorde gaat over afspraken tussen partijen in welke volgorde vorderingen worden voldaan. Goederenrechtelijke rangorde gaat over de wettelijke volgorde van voorrang bij verhaal op goederen, gebaseerd op het goederenrecht.

⁸⁷ Kreuze & Den Hollander, *O&F* 2024/1, p. 90.

⁸⁸ Zie de wettekst: artikel 17 lid 4 Herstructureringsrichtlijn.

⁸⁹ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.11. Deze redenering geldt zowel voor de wijziging van de contractuele als de goederenrechtelijke rangorde.

⁹⁰ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.11.

⁹¹ Fliek, *FIP* 2025/90, nr. 6.1.

⁹² *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 10 (MvT).

⁹³ Zie bijvoorbeeld: De Boeck & Van Hees, *FIP* 2023/8, p. 36; Schelhaas & Swinnen 2021/7.3.3; Van Hooft & Nijkamp 2021/11.3.2; Mennens 2020/7.8.3, nr. 430; Zie ook reactie van Nederlandse Vereniging van Leasingmaatschappijen die de mogelijkheid tot wijziging van niet-financiële afspraken als gevaar ziet: NVL, Consultatiereactie WHOA, p. 8-9.

⁹⁴ Mennens 2020/7.8.3, nr. 429-430. Mennens heeft in dit kader voorgesteld om een redelijkheidstoets te introduceren, waarbij de rechter inhoudelijk, maar terughoudend, toetst of de aanbieder van het akkoord redelijkerwijs de overeenkomst had mogen opzeggen. Hiertoe maakt zij de vergelijking met de keuzebevoegdheid van de curator in het faillissement: de curator doet enkel een overeenkomst niet gestand indien instandhouding niet in het belang is van de gezamenlijke crediteuren. Tot op heden is hier geen gehoor aan gegeven.

⁹⁵ Polak/Pannevis 2022/29.2.

2.6 Tussenconclusie

De WHOA vormt een buitengewoon krachtig middel voor de schuldenaar om buiten faillissement tot een herstructurering van schulden te komen. Hierbij kunnen tevens tegenstemmende of niet-stemmende schuldeisers gebonden worden, mits is voldaan aan homologatievoorwaarden. De rechter homologeert in beginsel het akkoord, tenzij er sprake is van een afwijzingsgrond. Zo kunnen tegenstemmende schuldeisers een beroep doen op de *best interest*-test van artikel 383 lid 3 Fw. Hieruit volgt dat een schuldeiser – op grond van een hypothetische waardevergelijking tussen de reorganisatiewaarde en de liquidatiewaarde – niet slechter af mag zijn onder het akkoord dan hij onder faillissement zou zijn geweest. Daarnaast kan een beroep worden gedaan door tegenstemmende schuldeisers uit een tegenstemmend klasse op de APR van artikel 383 lid 4 sub b Fw. Uit de APR volgt dat de verdeling van de reorganisatiewaarde conform rang dient te geschieden. Het conform rang verdelen, ziet enkel op de waarde die een schuldeiser moet ontvangen en niet op de wijze waarop – met behoud van rang – de schuldeiser deze ontvangt. Daarnaast mag er afgeweken worden van de APR, indien daarvoor een redelijke grond bestaat en de desbetreffende tegenstemmende schuldeisers niet in hun belang worden geschaad. Deze afwijkingsgronden zijn zeer omstandigheidsafhankelijk. Om die reden is het belangrijk om uit te gaan van het algemene uitgangspunt dat er afgeweken kan worden van de APR – zoals bij *gifting* het geval is – indien dit noodzakelijk is voor de reorganisatiewaarde en de schuldeisers – ten opzichte van wie wordt afgeweken van de rangorde – een gelijke waarde ontvangen als waarop deze volgens de APR recht zouden hebben. Tot slot kan een afwijkende verdeling van de reorganisatiewaarde in beginsel ook worden gerealiseerd ls schuldeisersklassen instemmen met het akkoord, aangezien er op dat moment niet aan de APR getoetst zal worden. Echter, de praktijk lijkt de APR als algemeen uitgangspunt te worden gehanteerd bij de beoordeling van een akkoord, ook zonder dat hier een expliciet beroep op gedaan wordt.

Het WHOA-akkoord kan materieel inhoudelijk een wijziging van vorderingsrechten van schuldeisers tot betaling van een geldsom, en de voorwaarden die aan deze vorderingsrechten zijn verbonden, inhouden. De wijzigingsmogelijkheid is beperkt tot bestaande vorderingsrechten, zo volgt uit de jurisprudentie. Mocht de schuldenaar toekomstige vorderingsrechten c.q. toekomstige verplichtingen willen wijzigen, dan is dit mogelijk op grond van een wijzigingsvoorstel overeenkomstig artikel 373 lid 1 Fw. Het is echter wel mogelijk om de rangorde te wijzigen onder het akkoord, omdat dit strikt genomen onder de wijziging van rechten overeenkomstig artikel 370 lid 1 Fw valt. Uit het IHC-vonniss volgt dat hierbij zowel de contractuele als goederenrechtelijke rangorde gewijzigd kan worden. Hierbij dient wel rekening gehouden te worden met een eventuele schending van de APR. Echter, de inpassing van een nieuwe financier in de rangorde zal in beginsel geen schending van de APR kunnen opleveren, aangezien de nieuwe financiering strikt genomen buiten het akkoord valt. Mocht de rangorde van bestaande schuldeisers gewijzigd worden, dan doet dit gevaar van schending van de APR zich wel voor.

Hoofdstuk 3: UK Restructuring Plan

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat de Engelse evenknie van de WHOA centraal: het Restructuring Plan. In de praktijk van het Restructuring Plan is gepoogd om schuldeisers op alternatieve wijze praktisch te dwingen tot instemming met een akkoord en eventuele nieuwe financiële verplichtingen. Om die reden is het noodzakelijk om het Restructuring Plan op hoofdlijnen te beschrijven en de voorwaarden voor homologatie van het akkoord (par. 3.2). Vervolgens wordt nader ingegaan op de mogelijkheid om rechten, de rangorde en overeenkomsten te wijzigen onder het Restructuring Plan (par. 3.3). Gezien het voortborduren van het Restructuring Plan op de Scheme of Arrangement wordt in dit hoofdstuk tevens rekening gehouden met de conclusies uit en verschillen met de Scheme of Arrangement.⁹⁶ Uit de jurisprudentie rondom het Restructuring Plan volgt namelijk expliciet dat de jurisprudentie over de Scheme of Arrangement gebruikt moet worden om onderwerpen onder het Restructuring Plan nader te duiden.⁹⁷

3.2 Het Restructuring Plan in vogelvlucht

3.2.1 De Restructuring Plan-procedure

Het Restructuring Plan is opgenomen in de Companies Act 2006 als Part 26A. Dit herstructureringsmiddel werd geïntroduceerd in de zomer van 2020 tijdens de COVID-19-periode om de nadelige gevolgen van de coronapandemie op de economie te beperken. Het Restructuring Plan werd omschreven als een ‘super-scheme’, aangezien het een flexibeler instrument zou vormen dan de Scheme of Arrangement. Het doel en de strekking van het Restructuring Plan zijn gelijk aan de Nederlandse WHOA: het dwingend kunnen opleggen van een akkoord door de vennootschap aan niet-stemmende en tegenstemmende schuldeisers.⁹⁸ Voor het Restructuring Plan geldt – in tegenstelling tot de Scheme of Arrangement – een drempelvoorwaarde, namelijk dat de vennootschap als schuldenaar in financiële moeilijkheden verkeert of naar alle waarschijnlijkheid zal komen te verkeren.⁹⁹ Er is sprake van financiële moeilijkheden – zo blijkt uit de wettekst – als deze de continuïteit van de onderneming als *going concern* bedreigen of naar verwachting zullen bedreigen.¹⁰⁰ In de rechtspraak is de praktijk ontstaan dat de vennootschap verplicht is om deze financiële moeilijkheden aan te tonen tijdens de eerste zitting.¹⁰¹

De eerste zitting vindt plaats nadat de vennootschap de rechter heeft verzocht tot bijeenroeping van een vergadering om het akkoord aan de schuldeisers aan te bieden (*‘convening hearing’*).¹⁰² Tijdens deze zitting wordt onder andere de door de vennootschap voorgestelde klassenindeling beoordeeld door de rechter.¹⁰³ In beginsel dient iedere schuldeiser die betrokken wordt onder het akkoord ingedeeld te worden in een klasse en daarmee stemgerechtigd te zijn.¹⁰⁴ In het Restructuring Plan bestaat hier – in tegenstelling tot de Scheme of Arrangement – een uitzondering op wanneer schuldeisers geen reëel economisch belang (*‘genuine economic interest’*) hebben bij de vennootschap, oftewel wanneer zij in het relevante alternatieve scenario – bijvoorbeeld faillissement – geen

⁹⁶ De Scheme of Arrangement in Part 26 Companies Act 2006 vormt een ouder herstructureringsmiddel in het Verenigd Koninkrijk, welke nog alternatief naast het Restructuring Plan functioneert. Het Restructuring Plan is – naast enkele wezenlijke verschillen – gebaseerd op de Scheme of Arrangement en gaat om die reden op veel onderdelen uit van uitgangspunten bij de Scheme of Arrangement. Zie voor de toepassing van de beginselen van de Scheme of Arrangement op Restructuring Plan: Explanatory Notes bij de Corporate Insolvency and Governance Act 2020.

⁹⁷ *Re Virgin Atlantic Airways Ltd* [2020] EWHC 2191 (Ch), r.o. [45]; Pilkington & Stoner 2022, p. 15.

⁹⁸ O’Dea 2022/1.21. Net als onder de WHOA kunnen bij de Restructuring Plan ook aandeelhouders betrokken worden onder het akkoord, maar zoals reeds aangegeven in voetnoot 4 valt de positie van de aandeelhouder onder het akkoord buiten de reikwijdte van dit onderzoek.

⁹⁹ Companies Act 2006 s.901A(2).

¹⁰⁰ Companies Act 2006 s.901A(2). Zie ook de uitwerking in de jurisprudentie: *Re Virgin Atlantic Airways Ltd* [2020] EWHC 2191 (Ch), r.o. [37]: ‘the company’s ability to carry on business as a going concern will, at the very least, be severely impaired with the probability that it will enter into administration with a view to winding up the business. Zie verder ter illustratie: *Re PizzaExpress Financing Plc* [2020] EWHC 2873 (Ch), r.o. [26] e.v.; *Re Gategroup Guarantee Ltd* [2021] EWHC 304 (Ch), r.o. [30] e.v.

¹⁰¹ Pilkington & Stoner 2022, p. 10, onder verwijzing naar: *Re Virgin Atlantic Airways Ltd* [2020] EWHC 2191 (Ch), r.o. [37]. Dit volgt ook uit de draft Practice Statement van 8 mei 2025: Practice Statement (Companies: Schemes of Arrangement under Part 26 and Part 26A of the Companies Act 2006), nr. 10, onder b.

¹⁰² Companies Act 2006 s.901C en s.901D; O’Dea 2022/4.14.

¹⁰³ Onder het Restructuring Plan is de vennootschap verplicht schuldeisers in eenzelfde klasse in te delen op het moment dat hun rechten niet dusdanig verschillen, dat overleg over hun visie op het gemeenschappelijk belang van de klasse onmogelijk zal zijn. Kortom, waar voor de WHOA een verplichting is opgenomen in gevallen wanneer schuldeisers in *verschillende* klassen moeten worden ingedeeld, is er voor het Restructuring Plan een verplichting opgenomen in gevallen wanneer schuldeisers in *eenzelfde* klasse ingedeeld moeten worden. Zie:

Pilkington & Stoner 2022, p. 16.

¹⁰⁴ Companies Act 2006 s.901C(3).

uitkering zouden ontvangen (*'out of the money'*).¹⁰⁵ Mocht de rechter toestemming geven, dan kan de vergadering worden uitgeschreven ter stemming van de schuldeisers over het aangeboden akkoord.¹⁰⁶ Een klasse heeft ingestemd met het akkoord wanneer ten minste 75% van de waarde van de vorderingen van de aanwezige en stemmende schuldeisers heeft ingestemd met het aangeboden akkoord (*'value-test'*).¹⁰⁷ De eis uit de Scheme of Arrangement dat ten minste de helft van de schuldeisers uit een klasse voor het akkoord heeft gestemd (*'head count-test'*), is verdwenen in het Restructuring Plan.¹⁰⁸ Als aan de vereiste meerderheden binnen de klassen zijn voldaan, kan de rechter het akkoord homologeren tijdens de tweede zitting (*'sanction hearing'*).¹⁰⁹ Hiervoor is het van belang om te constateren dat het Restructuring Plan – in tegenstelling tot de Scheme of Arrangement – wel een *cross-class cram down* kent.¹¹⁰ Oftewel, het akkoord kan ook worden gehomologeerd als niet alle klassen hebben ingestemd. Daarmee kan het akkoord niet alleen afgedwongen worden van tegenstemmende schuldeisers (*'cram down'*), maar ook van gehele tegenstemmende klassen.¹¹¹

Voor homologatie dient aan verschillende voorwaarden voldaan te zijn. Allereerst de twee drempelvoorwaarden (*'eligibility criteria'*), te weten de aanwezigheid van financiële moeilijkheden en van een *'compromise'* of *'arrangement'*.¹¹² Daarnaast toetst de rechter of aan de procedurele eisen is voldaan, het algemene belang van de klasse eerlijk is vertegenwoordigd en of het akkoord als eerlijk (*'fairness-test'*) en onbesmet (*'no blot'*) beschouwd kan worden.¹¹³ Wanneer er sprake is van een *cross-class cram down* moet tevens voldaan zijn aan de volgende voorwaarden: (i) de schuldeisers uit de tegenstemmende klasse zijn niet slechter af dan in het relevante alternatieve scenario (*'relevant alternative'*) (*'condition A'*) en (ii) minstens één klasse, die in het *relevant alternative* een uitkering in geld zou hebben gekregen, heeft ingestemd met het akkoord (*'condition B'*).¹¹⁴ *Condition A* – ook wel *'no worse off-test'* genoemd onder het Restructuring Plan – komt overeen met de onder de WHOA toepasselijke *best interest-test*. *Condition B* komt overeen met de eis voor homologatie onder de WHOA, dat ten minste één *in the money*-klasse heeft ingestemd met het aangeboden akkoord.¹¹⁵ Is voldaan aan deze voorwaarden en homologeert de rechter het akkoord, dan dient het akkoord gedeponeerd te worden bij de *'Registrar of Companies'* om effect te hebben voor niet-stemmende en tegenstemmende schuldeisers.¹¹⁶

3.2.2 Horizontal comparator-test

Het is belangrijk om op te merken dat er geen expliciete APR geldt binnen het Restructuring Plan, aangezien de wetgever het herstructureringsmiddel zo flexibel mogelijk wilde houden.¹¹⁷ De Engelse rechter heeft dan ook een zeer ruime discretionaire bevoegdheid om het akkoord al dan niet te homologeren. Echter, de rechter zal te allen tijde – ook al is voldaan aan alle wettelijke voorwaarden – moeten beoordelen of het akkoord eerlijk is (*fairness-test*).¹¹⁸ Als onderdeel van deze *fairness-test* is in de lagere rechtspraak, ter invulling van de leemte door de afwezigheid van een prioriteitsregel, een test uit een andere Engelse akkoordprocedure – de *company voluntary arrangement* (CVA) – overgenomen, namelijk de zogenoemde *'horizontal comparator-test'*.¹¹⁹ Op basis van deze

¹⁰⁵ Companies Act 2006 s.901C(4); *Re Tea Corporation Ltd* [1904] 1 (Ch), r.o. [12]. Zie voor de eerste keer dat het stemrecht van *out of the money*-klassen volledig ontzegd werd: *Re Smile Telecoms Holdings Ltd* [2021] EWHC 933 (Ch).

¹⁰⁶ O'Dea 2022/1.11-1.12.

¹⁰⁷ Companies Act 2006 s.901F(1).

¹⁰⁸ Pilkington & Stoner 2022, p. 10.

¹⁰⁹ Companies Act 2006 s.901F(1); Pilkington & Stoner 2022, p. 23.

¹¹⁰ Companies Act 2006 s.901G(2).

¹¹¹ Pilkington & Stoner 2022, p. 14.

¹¹² Companies Act 2006 s.901A(1) en (3). Deze voorwaarden gelden in alle gevallen – ook als Companies Act 2006 s.901G en/of Companies Act 2006 s.901C(4) niet worden ingeroepen – en dienen zowel als toelatingscriteria voor het Restructuring Plan, als toets voor homologatie tijdens de *sanction hearing*.

¹¹³ Deze *'four-part-test'* is afkomstig uit de jurisprudentie over de Scheme of Arrangement en dient eveneens in alle gevallen getoetst te worden door de rechter bij het Restructuring Plan. Zie hiervoor: *Re Hurricane Energy Plc* [2021] EWHC 1759 (Ch), r.o. [32], onder verwijzing naar: *Re Noble Group Limited* [2018] EWHC 2911 (Ch).

¹¹⁴ Companies Act 2006 s.901G; O'Dea 2022/4.86.

¹¹⁵ Zie voor het Nederlandse equivalent van *condition A*: artikel 384 lid 3 Fw; Voor het equivalent van *condition B*, zie: artikel 383 lid 1 Fw.

¹¹⁶ Companies Act 2006 s.901F(6)(b).

¹¹⁷ *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [289]. Ondanks aandringen van verschillende auteurs – zoals O'Dea – heeft de wetgever expliciet niet besloten om een gelijkende regeling als de APR op te nemen in het Restructuring Plan om de flexibiliteit te waarborgen. Zie: O'Dea 2022/4.82; Pilkington & Stoner 2022, p. 25.

¹¹⁸ O'Dea 2022/4.10.2.

¹¹⁹ Afgeleid van: *Re Prudential Assurance Co Ltd v PRG Powerhouse Ltd* [2007] EWHC 1002 (Ch). De gehanteerde *'rationality-test'* in de Scheme of Arrangement blijkt niet geschikt voor het Restructuring Plan, gezien de mogelijkheid tot *cross-class cram down*. Dit blijkt onder andere uit: *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [222]; O'Dea 2022/4.159. De *rationality-test* houdt in dat het

test moet de rechter kijken wat het *relevant alternative* is en wat in dit scenario de onderlinge rangorde tussen schuldeisersklassen zou zijn geweest. Kortom, het uitgangspunt is de rangorde bij verdeling van de liquidatiewaarde.¹²⁰ Vervolgens is de vraag of deze rangorde wordt gerespecteerd onder het akkoord en of een eventuele afwijking hiervan gerechtvaardigd is.¹²¹ Aangezien het *relevant alternative* als uitgangspunt wordt gebruikt, dient de akkoordaanbieder enkel rekening te houden met de *in the money*-klassen bij de liquidatiewaarde. Het is dan ook aan die *in the money*-klassen om te bepalen hoe de reorganisatiewaarde verdeeld wordt en of zij daarbij waarde toekennen aan lagere klassen of aan nieuwe financiers.¹²² Aan bezwaren van *out of the money*-klassen wordt weinig tot geen gewicht toegekend en hun stemrecht over het akkoord kan door de rechter zelfs volledig ontzegd worden.¹²³ In het algemeen zou betoogd kunnen worden dat de *horizontal comparator*-test in de praktijk tot gelijke uitkomsten kan leiden als een prioriteitsregel.¹²⁴ Er wordt immers als uitgangspunt genomen dat het akkoord moet voorzien in een ‘*pari passu*’ verdeling van de reorganisatiewaarde overeenkomstig de onderlinge rangorde in het *relevant alternative*.¹²⁵ Hiermee wordt rekening gehouden met de bredere gedachte dat een lager gerangschikte schuldeisersklasse in de onderlinge rangorde in het *relevant alternatieve* geen waarde mag ontvangen onder het akkoord indien een hoger gerangschikte schuldeisersklasse niet volledig is betaald of geen gelijke waarde heeft ontvangen.¹²⁶ Echter, wanneer er specifiek wordt gekeken, gaat het Restructuring Plan uit van twee fundamentele andere uitgangspunten dan de Nederlandse APR. Het Restructuring Plan hanteert bij de verdeling van de reorganisatiewaarde de liquidatiewaarde als uitgangspunt, terwijl de Nederlandse APR de reorganisatiewaarde zelf als uitgangspunt neemt.¹²⁷ Daar komt bij dat *out of the money*-schuldeisers onder het Restructuring Plan geen zeggenschap hebben bij de verdeling van de reorganisatiewaarde.¹²⁸ Kortom, de *horizontal comparator*-test op grond van het *relevant alternative* onder het Restructuring Plan biedt in de regel een beperkt vergelijkbare en flexibelere waarborg bij de verdeling van de reorganisatiewaarde dan de Nederlandse APR.¹²⁹

3.3 Wijziging van rechten, rangorde en overeenkomsten

3.3.1 Wijziging van rechten

Voor de inhoud van het akkoord en de mogelijkheid tot het wijzigen van rechten is het belangrijk om terug te gaan naar de *eligibility criteria* en specifiek de voorwaarde dat sprake moet zijn van een *compromise* of *arrangement* tussen de vennootschap en haar schuldeisers.¹³⁰ Aangezien er geen wettelijke definitie bestaat en de wet dus grote flexibiliteit biedt, gaan de rechtbanken ervan uit dat beide begrippen zo ruim mogelijk uitgelegd moeten worden.¹³¹ Voor beide begrippen is een element van ‘*give and take*’ noodzakelijk.¹³² Dit betekent dat sprake moet zijn van een wederzijdse *compromise* of *arrangement*, waarbij er een compenserend voordeel geboden wordt voor het wijzigen van de rechten van schuldeisers.¹³³ Uit recentere jurisprudentie volgt dat een gelijke, ruime interpretatie van beide begrippen inclusief het element van *give and take* eveneens onder het Restructuring Plan toegepast moet worden.¹³⁴ Daarnaast wordt uit het arrest *Re Lehman Brothers International* duidelijk dat goederenrechtelijke

akkoord een akkoord is dat: “*an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest, might reasonably approve*”. Zie: O’Dea 2022/4.153.

¹²⁰ Pilkington & Stoner 2022, p.24.

¹²¹ Zie bijvoorbeeld: *Re DeepOcean 1 UK Ltd* [2021] EWHC 138 (Ch). Uit deze zaak volgt dat de rechter bij het toetsen van *condition A* en *B* uit Companies Act 2006 s.901G zal moeten kijken naar de ‘*horizontal comparability*’ en of de eventuele verschillen in behandeling van schuldeisers gerechtvaardigd zijn. Zie: Pilkington & Stoner 2022, p. 24.

¹²² *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [242]; Pilkington & Stoner 2022, p. 28.

¹²³ *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [266]; Pilkington & Stoner 2022, p. 28. Zie voor het volledig ontzeggen van het stemrecht van *out of the money*-klassen: Companies Act 2006 s.901C(4).

¹²⁴ O’Dea 2022/4.119-4.121.

¹²⁵ Het *pari passu*-beginsel komt overeen met het Nederlandse *paritas creditorum*-beginsel: gelijk gerangschikte schuldeiser dienen gelijkwaardig behandeld te worden.

¹²⁶ O’Dea 2022/4.82, onder verwijzing naar: *Re Noble Group Limited* [2018] EWHC 3092 (Ch).

¹²⁷ Orbán, *TvI* 2024/24, p. 201.

¹²⁸ *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [266]; O’Dea 2022/4.82; Pilkington & Stoner 2022, p. 28.

¹²⁹ Zie voor een uitgebreide bespreking van de fundamentele verschillen in uitgangspunten tussen de WHOA en het Restructuring Plan, mede aan de hand van de alternatieve mogelijkheden: hoofdstuk 5.

¹³⁰ Companies Act 2006 s.901A(3)(a).

¹³¹ *Re Savoy Hotel Ltd* [1981] (Ch), r.o. [351].

¹³² *Re NFU Development Trust Ltd* [1973] 1 All E.R., r.o. [135]; Pilkington & Stoner 2022, p. 81.

¹³³ Kortom, het eenzijdig wijzigen of ontnemen van rechten van schuldeisers is niet mogelijk. Zie: Pilkington & Stoner 2022, p. 10, 21.

¹³⁴ *Re Virgin Atlantic Airways Ltd* [2020] EWHC 2191 (Ch), r.o. [38]; Pilkington & Stoner 2022, p. 21. O’Dea is van mening dat het *give and take*-vereiste niet op dezelfde manier toegepast kan worden onder het Restructuring Plan, aangezien er een wettelijke uitzondering bestaat om schuldeisers zonder economisch belang geen tegenprestatie te bieden. Zie: O’Dea 2022/4.21, onder verwijzing naar: Companies Act 2006 s.901C(4).

aanspraken (*'proprietary rights'*) en zekerheidsrechten niet gewijzigd kunnen worden onder het akkoord.¹³⁵ Dit uitgangspunt lijkt eveneens onder het Restructuring Plan te gelden, hetgeen impliceert dat ook in het Restructuring Plan de vorderingsrechten van schuldeisers centraal staan.¹³⁶

Verder is van belang wie als *'creditor'* van de vennootschap aangemerkt kan worden. Voor dit begrip bestaat wederom geen wettelijke definitie en deze wordt om die reden door de rechtbanken eveneens zeer ruim uitgelegd.¹³⁷ Onder deze ruime definitie valt iedereen die een geldvordering heeft op de vennootschap die – wanneer opeisbaar – een schuld zal vormen.¹³⁸ Uit de jurisprudentie blijkt dat hier, onder bepaalde omstandigheden, ook voorwaardelijke vorderingen (*'contingent claims'*) kunnen vallen. Het is namelijk geen vereiste dat de gewijzigde rechten al bestaan op het moment dat deze betrokken worden onder het akkoord, zo volgt uit het arrest *Re T&N Ltd.*¹³⁹ Hierbij lijkt als ondergrens te gelden dat de schuldeiser bekend moet zijn op het moment dat de rechter – na de *convene hearing* – beveelt om een stemmingsvergadering bijeen te roepen, zodat deze schuldeiser daadwerkelijk opgeroepen kan worden.¹⁴⁰ Deze voorwaardelijke vorderingen moeten worden onderscheiden van toekomstige vorderingen, welke niet meegenomen kunnen worden onder het akkoord.¹⁴¹ Kortom, geconcludeerd kan worden dat onder het Restructuring Plan de begrippen *creditor*, *compromise* en *arrangement* ruim uitgelegd worden, de vorderingsrechten van schuldeisers als uitgangspunt gelden en dat voorwaardelijke – maar geen toekomstige – vorderingsrechten onder het akkoord betrokken kunnen worden.

3.3.2 Wijziging van rangorde

Voor het wijzigen van de rangorde wordt in Engeland een onderscheid gemaakt tussen de goederenrechtelijke en contractuele rangorde. De mogelijkheid tot het wijzigen van de goederenrechtelijke rangorde vergt geen uitgebreid onderzoek. Zoals eerder gesteld, volgt uit de zaak *Re Lehman Brothers International (Europe)* dat goederenrechtelijke aanspraken en zekerheidsrechten niet direct gewijzigd kunnen worden onder het akkoord. Niet direct, aangezien een wijziging van het onderliggende vorderingsrecht – dat mogelijk is onder een akkoord – wel gevolgen kan hebben voor het zekerheidsrecht. Dit uitgangspunt uit de Scheme of Arrangement lijkt onverminderd te gelden voor het Restructuring Plan.¹⁴² Kortom, een zekerheidsgerechtigde valt onder het begrip *creditor* en kan worden betrokken onder het akkoord, maar zijn goederenrechtelijke aanspraken en zekerheidsrechten kunnen niet direct gewijzigd worden.¹⁴³

De mogelijkheid tot het al dan niet wijzigen van de contractuele rangorde ligt wat minder duidelijk voor de hand. De contractuele rangorde kan besloten liggen in een zogenoemde *'intercreditor agreement'*.¹⁴⁴ O'Dea betoogt dat een *intercreditor agreement* gewijzigd kan worden onder het Restructuring Plan. Hoewel het strikt genomen gaat om een wijziging van de rechten tussen schuldeisers onderling, kunnen dergelijke wijzigingen van rechten onder

¹³⁵ Zie de uitspraak bij een Scheme of Arrangement: *Re Lehman Brothers International (Europe) (No 2)* [2009] EWCA Civ 1161, r.o. [82].

¹³⁶ O'Dea 2022/3.27. Zie ook over de vorderingsrechten van schuldeisers: Mennens 2020/7.3.3.2, nr. 350.

¹³⁷ Pilkington & Stoner 2022, p. 82.

¹³⁸ *Re Lehman Brothers International (Europe) (No 2)* [2009] EWCA Civ 1161, r.o. [58].

¹³⁹ *Re T&N Ltd (no.4)* [2006] EWHC 1447 (Ch), r.o. [53]; Pilkington & Stoner 2022, p. 83. Mennens noemt hierbij tevens nog een zaak waarin partijen, die in de toekomst mogelijk konden subrogeren in de rechten van een garantienemer op de vennootschap, ook aangemerkt werden als *creditors*. Kortom, tevens voorwaardelijke *creditors* kunnen onder het akkoord worden betrokken. Zie: *Re Global Garden Products Italy SpA* [2016] EWHC 1884 (Ch), r.o. [5]-[6]; Mennens 2020/7.3.3.6, nr. 361.

¹⁴⁰ *Re B&S Distributors Pty Ltd* [1986] 5 NSWLR 492. Tollenaar beredeneert aan de hand van dit arrest dat juist geen voorwaardelijke vorderingen onder de reikwijdte van het begrip *creditors* kunnen vallen. Zie: Tollenaar 2016/7.7. Toch lijkt uit dit arrest enkel te volgen dat de schuldenaar moet bestaan op het moment dat de *creditors* worden opgeroepen voor de stemmingsvergadering na de *convene hearing*, ongeacht of zij een bestaande of voorwaardelijke vordering hebben.

¹⁴¹ *Re T&N Ltd (no.4)* [2006] EWHC 1447 (Ch), r.o. [62]. Anders dan Mennens betoogt, lijkt de Engelse rechter hier wel een strikt onderscheid te maken tussen bestaande en toekomstige vorderingen. Onder bestaande vorderingen vallen *contingent claims* (bestaande vordering onder opschortende voorwaarde) en *prospective claims* (bestaande vordering met een vaststaande, toekomstige opeisbaarheidsdatum). Deze bestaande vorderingen kunnen meegenomen worden onder het akkoord. Het is van essentieel (*'vital'*) belang om deze te onderscheiden van toekomstige vorderingen (*'future claims'*), welke niet meegenomen kunnen worden onder het akkoord. In casu gaat het om asbestclaims. Slachtoffers die nog geen wetenschap hebben van een asbestbesmetting hebben een toekomstige vordering. Zij gelden niet als *creditor* en kunnen daarmee niet meegenomen worden onder het akkoord. Slachtoffers die al wél wetenschap hebben van de asbestbesmetting, maar de vordering afhankelijk is van de intreding en de omvang van de schade, hebben een voorwaardelijke vordering. Zij gelden als voorwaardelijke *creditor* en kunnen worden meegenomen onder het akkoord. Zie voor de conclusie van Mennens: Mennens 2020/7.3.3.6, nr. 361.

¹⁴² O'Dea 2022/3.27.

¹⁴³ O'Dea 2022/3.27; zie ook Mennens 2020/7.3.3.2, nr. 350.

¹⁴⁴ Binnen een *intercreditor agreement* worden afspraken gemaakt over de verdeling van de zekerheden en welke schuldeiser als eerste voldaan zal worden uit deze zekerheden bij bijvoorbeeld faillissement; oftewel de contractuele rangorde tussen schuldeisers.

de reikwijdte van *arrangement* vallen. Dit is het geval indien de rechten van de schuldeisers onderling voldoende nauw verbonden zijn met de rechten die deze schuldeisers hebben tegenover de vennootschap als schuldenaar. Dat is het geval bij een *intercreditor agreement*, aangezien deze een integraal onderdeel uitmaakt van de financieringsovereenkomst met de vennootschap als schuldenaar en een wijziging noodzakelijk is om uitvoering te kunnen geven aan het akkoord.¹⁴⁵ Gezien deze redenering, acht ik het mogelijk om de contractuele rangorde – aangezien deze onderdeel is van de *intercreditor agreement* – te wijzigen onder het Restructuring Plan.

3.3.3 Wijziging van overeenkomst

Tot slot is de vraag of een akkoord onder het Restructuring Plan ook een wijziging van overeenkomst c.q. het opleggen van nieuwe financiële verplichtingen kan inhouden. De wet kent geen mogelijkheid om overeenkomsten eenzijdig te wijzen – tevens niet op voorstel zoals in artikel 373 lid 1 Fw voor de WHOA – en daarom zal de jurisprudentie uitsluitsel moeten geven. In *Re APCOA Parking Holdings GmbH* is de *High Court* van oordeel dat het Restructuring Plan enkel gebruikt kan worden om de rechten van schuldeisers te wijzigen en dat dit fundamenteel anders is dan het opleggen van nieuwe verplichtingen.¹⁴⁶ Nieuwe verplichtingen kunnen dus niet afgedwongen worden onder het akkoord, maar deze conclusie mag – volgens de rechter – er niet toe leiden dat men twijfelt over de mogelijkheid tot het louter verlengen of doorrollen van bestaande kredietfaciliteiten. Dit kan het geval zijn bij een doorlopende kredietfaciliteit (*‘revolving credit facility’*).¹⁴⁷ De conclusie dat nieuwe financiële verplichtingen enkel vrijwillig opgelegd kunnen worden aan schuldeisers wordt bevestigd in latere jurisprudentie.¹⁴⁸

Relevant is – zeker met het oog op het gewezen IHC-vonnis door de Rechtbank Rotterdam – de latere zaak *Re Premier Oil*. In deze Schotse zaak wordt een *revolving credit facility* gewijzigd en verlengd, een zogenoemde *‘amend and extend-scheme’*.¹⁴⁹ De financier stelt dat de wijziging en verlenging resulteert in een nieuwe verplichting om in de toekomst niet-getrokken krediet beschikbaar te blijven stellen onder gewijzigde voorwaarden.¹⁵⁰ De rechter is van mening dat het wijzigen en verlengen van een *revolving credit facility* – met gedeeltelijk niet-getrokken krediet – een toegestane wijziging van bestaande rechten en verplichtingen vormt en geen oplegging van nieuwe verplichtingen.¹⁵¹ Hierbij kwalificeert zij het niet-getrokken krediet als een bestaande, voorwaardelijke verplichting en niet als een nieuwe, toekomstige verplichting.¹⁵² Gezien vergelijkbare feiten en omstandigheden en overeenkomende conclusies,¹⁵³ is het niet ondenkbaar dat de Rechtbank Rotterdam zich in de IHC-zaak mede heeft laten inspireren door de overwegingen uit het arrest *Re Premier Oil*.

3.4 Tussenconclusie

Het Restructuring Plan biedt – gelijk de WHOA – vennootschappen de mogelijkheid om een akkoord tot stand te brengen dat kan worden afgedwongen van tegenstemmende en niet-stemmende schuldeisers. In het Restructuring Plan geldt namelijk eveneens de mogelijkheid tot *cross-class cram down*, zoals blijkt uit Companies Act 2006 s.901G(2). Deze *cross-class cram down* is mogelijk zolang er voldaan is aan *condition A* en *B*. Hierbij houdt *condition A* in dat de tegenstemmende schuldeisers niet slechter af mogen zijn dan in het *relevant alternative*, gelijk als aan de *best interest*-test onder de WHOA. *Condition B* vereist dat ten minste één in de *money*-klasse heeft ingestemd met het akkoord, hetgeen overeenkomst met het vereiste onder de WHOA in artikel 383 lid 1 Fw.

¹⁴⁵ O’Dea 2022/2.216. Volgens O’Dea geldt dit uitgangspunt onverkort in gevallen waarbij de vennootschap geen partij is bij de *intercreditor agreement*.

¹⁴⁶ *Re APCOA Parking Holdings GmbH* [2014] EWHC 3849 (Ch), r.o. [164].

¹⁴⁷ *Re APCOA Parking Holdings GmbH* [2014] EWHC 3849 (Ch), r.o. [167].

¹⁴⁸ Zie: *Re Noble Group Limited* [2018] EWHC 2911 (Ch), r.o. [103]; *Re Cash Loans Limited* [2019] EWHC 2795 (Ch), r.o. [8]. Overigens stelt O’Dea dat meerdere auteurs met de komst van het Restructuring Plan voorgesteld hebben om de *‘unhelpful and unnecessary precedents’* uit de zaken *APCOA* en *Noble* omtrent het verbod tot het opleggen van nieuwe verplichtingen terug te draaien met specifieke regelgeving. Zie: O’Dea 2022/1.07. Hieruit kan worden afgeleid dat de zojuist geschetste (rechts)regels – vanwege het uitbleven van deze specifieke regelgeving – onverminderd gelden onder het Restructuring Plan.

¹⁴⁹ *Re Premier Oil plc* [2020] CSOH 39, r.o. [100]. Met verlenging wordt bedoeld op het wijzigen van de datum van opeisbaarheid (*‘maturity date’*), waardoor de kredietverstrekker het krediet langer beschikbaar zal moeten blijven stellen.

¹⁵⁰ *Re Premier Oil plc* [2020] CSOH 39, r.o. [100].

¹⁵¹ *Re Premier Oil plc* [2020] CSOH 39, r.o. [101] – [102], onder verwijzing naar: *Re APCOA Parking Holdings GmbH* [2014] EWHC 3849 (Ch), r.o. [167]; Pilkington & Stoner 2022, p. 82.

¹⁵² *Re Premier Oil plc* [2020] CSOH 39, r.o. [104].

¹⁵³ Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, NJ 2023/184, m.nt. F.M.J. Verstijlen, JOR 2023/193, m.nt. F.A. van de Wakker, r.o. 4.6-4.9.

Onder het Restructuring Plan geldt geen expliciete APR, maar wordt ter vervanging de *horizontal comparator*-test aangelegd door de rechter als onderdeel van de *fairness*-test. Hierbij wordt gekeken naar de rangorde tussen schuldeisersklassen in het *relevant alternative* en of eventuele afwijkende behandelingen van schuldeisers(klassen) bij de verdeling van de reorganisatiewaarde gerechtvaardigd (niet *unfair*) zijn. Hierbij is het van belang om te constateren dat het Restructuring Plan uitgaat van de rangorde in het *relevant alternative*, oftewel de liquidatiewaarde, terwijl de Nederlandse APR de rangorde bij de verdeling van de reorganisatiewaarde als uitgangspunt neemt. Het is onder het Restructuring Plan dus aan de *in the money*-schuldeisers in faillissement om de reorganisatiewaarde te verdelen, waarbij weinig tot geen gewicht toegekend hoeft te worden aan de belangen van *out of the money*-schuldeisers. De *out of the money*-klassen kunnen zelfs – op grond van Companies Act 2006 s.901C(4) – buiten de stemmingsvergadering worden gehouden, waarmee hun invloed op de totstandkoming van het akkoord aanzienlijk beperkt kan worden.

Voor het wijzigen van rechten in een Restructuring Plan dient voldaan te zijn aan de belangrijke, niet-wettelijk gedefinieerde begrippen *compromise*, *arrangement* en *creditor*. Deze begrippen moeten ruim uitgelegd worden in het kader van de flexibiliteit van het Restructuring Plan. Hierbij ziet het begrip *creditor* op zowel schuldeisers met bestaande als voorwaardelijke vorderingsrechten. Uit de jurisprudentie volgt dat toekomstige verplichtingen niet meegenomen kunnen worden onder het akkoord. Het Restructuring Plan kent geen wettelijk wijzigingsvoorstel zoals de WHOA in artikel 373 lid 1 Fw met een mogelijkheid tot opzegging van de overeenkomst. Wel blijkt uit de Engelse jurisprudentie dat ook onder het Restructuring Plan de wijziging van overeenkomsten c.q. het opleggen van nieuwe verplichtingen afhankelijk is van de vrijwillige instemming van schuldeisers en derhalve niet eenzijdig afgedwongen kan worden. Echter, uit het arrest *Re Premier Oil* volgt dat er ruimte bestaat voor verlenging en wijziging van bestaande verplichtingen van schuldeisers – zoals onder een *revolving credit facility* – aangezien dergelijke wijzigingen niet zouden kwalificeren als het opleggen van toekomstige verplichtingen. Tot slot volgt expliciet uit de jurisprudentie dat het wijzigen van de goederenrechtelijke rangorde niet mogelijk is onder het Restructuring Plan. De contractuele rangorde kan daarentegen onder omstandigheden wel gewijzigd worden, mits de rechten van de schuldeisers voldoende nauw verbonden zijn met de vennootschap om onder de reikwijdte van het begrip *arrangement* te vallen.

Hoofdstuk 4: Alternatieve mogelijkheden onder het Restructuring Plan

4.1 Inleiding

De hiervoor geschetste flexibiliteit onder het Restructuring Plan en de ruime discretionaire bevoegdheid van de Engelse rechter, leiden in de praktijk tot spraakmakende akkoorden. Zo wordt met de materiële invulling van een akkoord onder andere gepoogd om schuldeisers bepaalde ‘incentives’ te geven om in te stemmen met datzelfde akkoord of aanvullende financiering te verstrekken. In dit hoofdstuk worden twee van deze alternatieve mogelijkheden behandeld. Enerzijds de alternatieve mogelijkheid om schuldeisers praktisch te dwingen tot het aanvaarden van nieuwe financiële verplichtingen door middel van het *elevation*-mechanisme (par. 4.2). Anderzijds de alternatieve mogelijkheid om schuldeisers praktisch te dwingen tot instemming met het akkoord door een tweevoorstellen-akkoord. (par. 4.3).

4.2 Het *elevation*-mechanisme

4.2.1 Introductie *elevation-mechanisme*

Het *elevation*-mechanisme kan door akkoordaanbieders gebruikt worden om bestaande schuldeisers over de streep te trekken tot het verschaffen van nieuwe financiering. Deze prikkel wordt bewerkstelligd door twee vormen van compensatie toe te kennen aan schuldeisers die bereid zijn om nieuwe financiële verplichtingen aan te gaan. Allereerst wordt hun nieuwe vordering – voortvloeiend uit het verschaffen van nieuwe financiering – bij voorrang terugbetaald boven de overige schuldeisers, waaronder de bestaande schuldeisers die geen nieuwe financiële verplichtingen zijn aangegaan. Daarnaast wordt aan de bestaande vordering – voortvloeiend uit de oorspronkelijke financiering – van verschaffers van nieuwe financiering ook een hogere rang toegekend (*‘elevation’*).¹⁵⁴ De bestaande vordering wordt daarmee eveneens bij voorrang terugbetaald boven de overige schuldeisers, die geen nieuwe financiering verschaffen.¹⁵⁵ Kortom, de *elevation* van de bestaande vordering maakt het aantrekkelijk en lonend voor bestaande financiers om nieuwe financiering te verschaffen. Het *elevation*-mechanisme maakt het tevens minder aantrekkelijk voor schuldeisers om geen nieuwe financiering te verschaffen, aangezien deze schuldeisers in rang gepasseerd worden door bestaande schuldeisers die wel nieuwe financiële verplichtingen op zich nemen.

4.2.2 *Elevation-mechanisme in de jurisprudentie*

Het meest recente arrest waarin het *elevation*-mechanisme aan de orde kwam in de Engelse rechtspraak, betreft de Adler-zaak.¹⁵⁶ In de Adler-zaak heeft de *Court of Appeal* voor het eerst haar licht geworpen over een Restructuring Plan inhoudende een *cross-class cram down*.¹⁵⁷ In het akkoord van de Adler-groep zelf was geen sprake van een *elevation*-mechanisme, maar wel van het aanbieden van een aantrekkelijke compensatie voor het verstrekken van nieuwe financiering.¹⁵⁸ In het arrest werd met name ingegaan op de toepasselijkheid van de *horizontal comparator*-test bij *cross-class cram down*-situaties en eventuele rechtvaardigingsgronden voor een afwijking van het *pari passu*-beginsel.¹⁵⁹ Hierbij concludeert de *Court of Appeal* dat tevens bij ongelijk gerangschikte klassen – waarbij het *pari passu*-beginsel niet speelt – aan de hand van de *horizontal comparator*-test beoordeeld moet worden of

¹⁵⁴ Kortom, wanneer in het vervolg van het onderzoek wordt gesproken van een verhoging of een verlaging van rang, wordt bedoeld op de rangpositie ten aanzien van de reorganisatiewaarde. Een verhoging van rang betekent dat de schuldeiser eerder terugbetaald wordt uit de reorganisatiewaarde ten opzichte van andere schuldeisers. Daarmee kan deze schuldeiser na rangwijziging wél, of een hogere, uitkering verwachten in vergelijking met zijn originele rangpositie. Een verlaging van rang betekent dat de schuldeiser later recht heeft op een uitkering uit de reorganisatiewaarde, nadat de verhoogde schuldeisers een uitkering hebben ontvangen. Daarmee kan deze schuldeiser na rangwijziging mogelijk in het geheel geen, of een lagere, uitkering verwachten in vergelijking met zijn originele rangpositie.

¹⁵⁵ *Re ED&F Holdings Ltd* [2022] EWHC 687 (Ch), r.o. [60].

¹⁵⁶ *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24.

¹⁵⁷ Zie voor een uitgebreide behandeling van deze bezwaren in eerste aanleg en hoger beroep en de bijbehorende lessen voor de WHOA-praktijk: Van Rossum, *HERO* 2024/W-006.

¹⁵⁸ Bestaande schuldeisers werd de mogelijkheid geboden om vrijwillig deel te nemen aan een ‘new money’-lening. De akkoordaanbieder vestigde in ruil daarvoor zekerheden op haar activa – tevens voor overige schuldeisers – maar volgens de waterval zouden de deelnemers aan de new money-lening als eerste voldaan worden uit de opbrengsten bij uitwinning van de zekerheden. Zie: *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [22].

¹⁵⁹ Wellicht ten overvloede: het *pari passu*-beginsel houdt in dat gelijk gerangschikte schuldeisers in de rangorde in het *relevant alternative* onder het akkoord ook gelijk behandeld moeten worden. Zie voor een uitgebreide bespreking van de verdeling van het reorganisatiesurplus onder het Restructuring Plan – mede aan de hand de *rationality*-test, de *horizontal comparator*-test en het *pari passu*-beginsel – zoals volgt uit de Adler-zaak: Orbán, *TvI* 2024/24.

de onderlinge rangorde in het *relevant alternative* gerespecteerd wordt in het akkoord en deze daarmee *fair* is.¹⁶⁰ De *Court of Appeal* noemt enkele voorbeelden van gegronde redenen die een afwijking van deze rangorde kunnen rechtvaardigen.¹⁶¹ Daarbij formuleert zij als algemeen uitgangspunt dat het gerechtvaardigd kan zijn om schuldeisers een zekere voorrang toe te kennen in de verdeling van de reorganisatiewaarde, indien zij een additioneel voordeel verschaffen voor de totstandkoming van het akkoord en de bijbehorende reorganisatiewaarde ten behoeve van alle schuldeisers.¹⁶² Zo is het mogelijk dat schuldeisers die nieuwe financiering verstrekken bij voorrang recht krijgen op terugbetaling van deze financiering. Daarnaast kan de akkoordaanbieder belangrijke handelscrediteuren buiten het akkoord laten en volledig betalen, aangezien deze onmisbaar zijn voor de voortzetting van de onderneming.¹⁶³ Daarnaast noemt de *Court of Appeal* de mogelijkheid tot het gebruik van een *elevation*-mechanisme, onder verwijzing naar *Re ED&F Man Holdings Ltd*.¹⁶⁴

In de zaak *Re ED&F Man Holdings Ltd* gaat de *High Court* in op de vraag of het *elevation*-mechanisme als *unfair* beschouwd moet worden tegenover bestaande financiers die geen aanvullende financiering wensen te verstrekken.¹⁶⁵ De *High Court* start met de conclusie dat de bestaande financiers – of zij al dan niet gebruik kunnen maken van het *elevation*-mechanisme – zich reeds in een aanzienlijk betere positie bevinden onder het akkoord, aangezien zij in het *relevant alternative out of the money*-schuldeisers zouden zijn.¹⁶⁶ Verder is het gebruik van het *elevation*-mechanisme niet *unfair* ten opzichte van de niet-deelnemende schuldeisers, aangezien deze wel de mogelijkheid hebben gehad om deel te nemen aan het *elevation*-mechanisme.¹⁶⁷ Tot slot acht de *High Court* het opnemen van een *elevation*-mechanisme ook commercieel zeer nuttig, aangezien dit zekerheid biedt over het verkrijgen van nieuwe financiering en een prijsverlaging van de nieuwe kredietfaciliteit kan bewerkstelligen.¹⁶⁸

De *Court of Appeal* laat in de Adler-zaak in het midden of een *elevation*-mechanisme altijd gerechtvaardigd is, aangezien dit afhankelijk is van de omstandigheden van het geval.¹⁶⁹ Wel noemt zij enkele omstandigheden wanneer een *elevation*-mechanisme niet gerechtvaardigd is. Deze omstandigheden lijken dan ook te gelden als minimumvereisten bij een gerechtvaardigd gebruik van het *elevation*-mechanisme.¹⁷⁰ Allereerst moeten alle schuldeisers een reële mogelijkheid hebben gekregen om op een gelijke, niet-dwingende wijze te participeren in de aanvullende financiering. Daarnaast dient de aanvullende financiering verstrekt te worden tegen een prijs die niet hoger ligt dan die op de markt van onafhankelijke derden verkregen had kunnen worden; met andere woorden: een marktconforme prijs. Tot slot mag de mate waarin de bestaande schuld door het *elevation*-mechanisme in rang wordt verhoogd niet disproportioneel zijn ten opzichte van het geboden voordeel door de aanvullende financiering.¹⁷¹ Daar komt bij dat de rechter in geval van een *cross-class cram down* situatie moet beoordelen of een eerlijker akkoord mogelijk zou zijn geweest.¹⁷² Kortom, het gebruik van het *elevation*-mechanisme kan onder omstandigheden gerechtvaardigd zijn. De aanwezigheid van een dergelijk mechanisme zal enerzijds ‘belonend’ voelen voor financiers die aanvullende financiering verstrekken, maar anderzijds als een ‘straf’ drukken op financiers die geen aanvullende financiering wensen te verstrekken. Zij moeten immers, wanneer zij niet-

¹⁶⁰ *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [160], [163], onder verwijzing naar: *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [74].

¹⁶¹ *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [168].

¹⁶² *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [167].

¹⁶³ *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [168], [170]. Deze uitzonderingen vertonen gelijkenissen met de in par. 2.4.2 genoemde afwijkmogelijkheden op de APR.

¹⁶⁴ *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [169], onder verwijzing naar: *Re ED&F Holdings Ltd* [2022] EWHC 687 (Ch).

Belangrijk om op te merken: in de zaak *Re ED&F Holdings Ltd* gaat het niet om een *cross-class cram down* situatie.

¹⁶⁵ *Re ED&F Holdings Ltd* [2022] EWHC 687 (Ch), r.o. [60].

¹⁶⁶ *Re ED&F Holdings Ltd* [2022] EWHC 687 (Ch), r.o. [61].

¹⁶⁷ *Re ED&F Holdings Ltd* [2022] EWHC 687 (Ch), r.o. [62].

¹⁶⁸ *Re ED&F Holdings Ltd* [2022] EWHC 687 (Ch), r.o. [63]. In deze ‘*good commercial reason*’ lijkt ook een verplichtend element te zitten, welke de rechter als toets aanlegt of zou kunnen leggen. Gezien de zinsopbouw en woordkeuze zou de overweging van de *High Court* kunnen impliceren dat een dergelijke afwijking van de rangorde in het *relevant alternative* niet *fair* is als er geen *good commercial reason* gegeven kan worden. Hierbij zou in casu gedacht kunnen worden aan de omstandigheid dat er gemakkelijk elders op de markt financiering had kunnen worden verkregen, waardoor een dergelijke afwijking van de rangorde niet nodig zou zijn geweest. Aangezien uit de overwegingen van de rechter – mijns inziens – niet expliciet volgt dat de rechter deze *good commercial reasons* daadwerkelijk als toets betreft bij de toepassing van de *fairness*-test, wordt deze mogelijke toets verder buiten beschouwing gelaten.

¹⁶⁹ Wellicht speelt hierbij mee dat het in de Adler-zaak om een *cross-class cram down*-situatie gaat, maar dit noemt de *High Court* niet expliciet in haar overwegingen.

¹⁷⁰ *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [169]; Van Rossum, *HERO* 2024/W-006, par. 5.1.

¹⁷¹ *Idem*.

¹⁷² *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [180]-[181].

deelnemen aan de aanvullende financiering, dulden dat de bestaande financiers ook met hun bestaande vordering een hogere rang verkrijgen. Om die reden kan het *elevation*-mechanisme dienen als alternatieve mogelijkheid om bestaande financiers praktisch te dwingen tot instemming met nieuwe financiële verplichtingen.

4.3 Tweevoorstellen-akkoord

4.3.1 Introductie tweevoorstellen-akkoord

Met het doen van een tweevoorstellen-akkoord wordt gepoogd om een schuldeiser tot instemming met het aangeboden akkoord te bewegen. Dit wordt bewerkstelligd door twee verschillende compensaties aan te bieden voor een wijziging van rechten, waarbij de waarde van deze compensatie afhankelijk gesteld wordt van de instemming van de schuldeiser. Er wordt een hogere compensatie geboden indien de schuldeiser instemt met het akkoord en een lagere compensatie indien de schuldeiser instemming weigert. Op deze wijze wordt een sterke *incentive* gecreëerd om in te stemmen met een akkoord, aangezien een schuldeiser bij niet-instemming – en het akkoord desondanks wordt gehomologeerd – met een lagere compensatie zal achterblijven. Dit terwijl een hogere compensatie voor het grijpen ligt bij instemming met het akkoord. In de recente McDermott-zaak was een dergelijk tweevoorstellen-akkoord aan de orde onder het Restructuring Plan.¹⁷³ Om tot een goede evaluatie van het oordeel van de *High Court* over het aangeboden tweevoorstellen-akkoord te komen, is het van belang om beknopt het procesverloop en de bijbehorende onderhandelingen uiteen te zetten van de McDermott-zaak.

4.3.2 Procesverloop McDermott-zaak

De McDermott-zaak is de eerste *dual track* waarbij een Restructuring Plan wordt gecombineerd met een WHOA-procedure.¹⁷⁴ Een aansprakelijkheidsvordering van ca. USD 1,3 miljard van Reficar op McDermott uit een arbitrage-uitspraak op 2 juni 2023, vormde de directe aanleiding voor aanzienlijke liquiditeitsproblemen bij de McDermott-groep.¹⁷⁵ Na onderhandelingen over een mogelijk akkoord wordt Reficar in eerste instantie een vergoeding tussen de 0.02% en de 0.4% van de nominale waarde van haar vordering aangeboden tegen volledige kwijtschelding van haar aansprakelijkheidsvordering.¹⁷⁶ Overige schuldeisers werden niet bij het akkoord betrokken en financiers die aandelen bezaten – verkregen in een eerdere Chapter 11-procedure – bleven onaangetast.¹⁷⁷ Dit lage percentage is verklaarbaar door de onwelwillende houding die Reficar heeft ingenomen in het voorafgaande onderhandelingsproces richting het akkoord.¹⁷⁸ Reficar heeft zich dan ook tegen het aangeboden akkoord gestemd. Het belangrijkste argument hiervoor is dat het akkoord in strijd zou zijn met *condition A*, namelijk dat de niet-instemmende klasse onder het akkoord niet slechter af mag zijn onder het akkoord dan in het *relevant alternative*.¹⁷⁹

Tijdens de zitting hebben McDermott en Reficar met name gediscussieerd over wat het *relevant alternative* zou zijn geweest. McDermott stelde dat een afwijzing van de homologatie zou leiden tot een faillissement, waarbij alle activa van McDermott los verkocht zouden worden. Reficar betoogde dat de financiers het niet op een faillissement aan zouden laten komen en snel een akkoord bereikt zouden hebben met Reficar over de toekenning van aandelen in ruil voor het kwijtschelden van haar vordering op McDermott.¹⁸⁰ Ondertussen is er in Nederland – mede op verzoek van Reficar – een herstructureringsdeskundige benoemd, die tijdens de mondelinge behandeling voor de *High Court* aan Reficar een WHOA-akkoord heeft aangeboden.¹⁸¹ Hierin had Reficar een keuze: (i) op het moment

¹⁷³ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch).

¹⁷⁴ *Dual track* houdt in dat er twee herstructureringsprocedures gelijktijdig parallel lopen in verschillende landen. Een dergelijke *dual track* tussen de WHOA en de Scheme of Arrangement werd al eerder gedaan. Zie bijvoorbeeld de herstructurering van de Nederlandse rederij Vroon: *Re Lamo Holding BV* [2023] EWHC 1558 (Ch), *JOR* 2023/278, m.nt. A.M. Mennens.

¹⁷⁵ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [1]. Naast deze directe aanleiding, werden de financiële problemen mede veroorzaakt door omstandigheden die langer bekend waren. Zo dienden verschillende kredietfaciliteiten op uiterlijk 24 maart 2024 met contanten gedekt te zijn en liepen andere kredietfaciliteiten met een vaste looptijd af op 30 juni 2024.

¹⁷⁶ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [58].

¹⁷⁷ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [59].

¹⁷⁸ Zo is Reficar al in 2023 een genereus aanbod gedaan inzake een *debt for equity swap*, maar hierop heeft Reficar nooit openlijk gereageerd. Verder vertraagde en bemoeilijkte Reficar het onderhandelingsproces door onder meer op de laatste dag van het proces te melden dat zij nog verdere *due diligence* moest doen in Colombia naar het aanbod. Zie voor een volledige beschrijving van het (voorafgaande) onderhandelingsproces en de negatieve houding van Reficar: *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [2]-[9].

¹⁷⁹ Companies Act 2006 s.901G; *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [2].

¹⁸⁰ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [72].

¹⁸¹ Zie voor een duidelijk overzicht van de wisselwerking tussen de WHOA en het Restructuring Plan en de bijbehorende gevolgen: S.A.J. van Rossum, annotatie bij Rb. Amsterdam 21 maart 2024, ECLI:NL:2024:RBAMS:1608, *JOR* 2024/177.

dat zij géén bezwaar zou maken tegen de homologatie van het akkoord zou zij een aandelenbelang van 19.9% (omgerekend ca. USD 900 miljoen) in een dochtervennootschap van McDermott ontvangen en (ii) op het moment dat zij wél bezwaar zou maken tegen de homologatie zou zij ‘slechts’ een aandelenbelang van 10.9% ontvangen. Reficar wilde dit aanbod niet aanvaarden.¹⁸² Uiteindelijk lag bij de *High Court* een viertal relevante ‘issues’ voor: (i) is er sprake van een *compromise of arrangement*, (ii) wat is het *relevant alternative*, (iii) is voldaan aan het *no worse off*-vereiste en (iv) is het akkoord *unfair* ten opzichte van de tegenstemmende schuldeisersklassen.¹⁸³

4.3.3 Het oordeel van de *High Court*

Vooraf is het belangrijk om te vermelden dat de *High Court* geen blijk geeft van enige onmogelijkheid om een akkoord aan te bieden met twee verschillende voorstellen afhankelijk van de instemming van de schuldeiser met het akkoord. Daaruit valt af te leiden dat een tweevoorstellen-akkoord in beginsel toegestaan is. De *High Court* toetst enkel de gebruikelijke homologatievoorwaarden, zoals de *compromise of arrangement*, de *no worse off*-test en de *fairness*-test aan de hand van het *relevant alternative*.

De *High Court* oordeelt dat er sprake is van een *compromise of arrangement* met een element van *give and take*, aangezien er slechts een ‘*modest amount*’ of ‘*small payment*’ aangeboden hoeft te worden aan *out of the money*-schuldeisers die onder het akkoord worden betrokken.¹⁸⁴ Vervolgens concludeert de *High Court* dat het voorgestelde *relevant alternative* door McDermott – te weten een faillissement – het meest waarschijnlijke scenario is.¹⁸⁵ In lijn met dit oordeel concludeert de *High Court* dat Reficar in faillissement een *out of the money*-schuldeiser zou zijn geweest. Reficar kan om deze reden – ook bij een relatief zeer geringe vergoeding – nooit slechter af zijn onder het akkoord dan in het *relevant alternative*.¹⁸⁶ Tot slot komt de *High Court* toe aan de *fairness*-test. Het voornaamste argument van Reficar voor het feit dat het akkoord *unfair* zou zijn, is dat het aandelenbelang van de McDermott-groep grotendeels in handen is van financiers als gesecureerde schuldeisers en dat dit aandelenbelang – tevens *out of the money* – niet wordt aangetast onder het akkoord.¹⁸⁷ De *High Court* toont sympathie voor dit argument, aangezien de volledige vordering van Reficar wél afgeschreven wordt in ruil voor ‘*next to nothing*’. Toch gaat de *High Court* niet mee in het bezwaar van Reficar.¹⁸⁸ Allereerst stelt zij dat uit jurisprudentie volgt dat er geen geloofwaardige commerciële rechtvaardiging gegeven hoeft te worden aan *out of the money*-schuldeisers voor het feit dat deze geheel of grotendeels niet meedelen in de reorganisatiewaarde.¹⁸⁹ Daarbij concludeert de *High Court* aan de hand van hetgeen in de parallelle WHOA aan Reficar aangeboden werd – namelijk een 10.9%- of 19.9%-aandelenbelang – dat het onmogelijk is voor Reficar om te stellen dat zij geen *fair* deel zou ontvangen van de reorganisatiewaarde bij homologatie van het akkoord.¹⁹⁰ Integendeel, Reficar zou USD 900 miljoen aan waarde kunnen ontvangen voor een vordering van ca. USD 1,3 miljard, hetgeen als meer dan *fair* kan worden beschouwd. Om deze redenen komt de *High Court* tot de conclusie dat er geen sprake is van een *unfair* akkoord en gaat zij over tot homologatie.¹⁹¹

¹⁸² *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [10].

¹⁸³ Zie voor een stapsgewijze behandeling van deze *issues*: Salah, *HERO* 2025/B-010.

¹⁸⁴ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [82]-[86], onder verwijzing naar: *Re NFU Development Trust Ltd* [1973] 1 All E.R., r.o. [277]; *Re Smile Telecoms Holdings Ltd* [2021] EWHC 933 (Ch), r.o. [31]. Ter verduidelijking: de akkoordaanbieder kan *out of the money*-schuldeisers buiten het akkoord laten en hoeft deze in beginsel niets aan te bieden. Echter, indien deze schuldeisers wél onder het akkoord betrokken worden, moet ook aan het vereiste van *compromise of arrangement* met een element van *give and take* voldaan worden en hen dus een *modest amount* of *small payment* aangeboden worden. Dit vereiste vloeit voort uit de Scheme of Arrangement, maar uit de hiervoor genoemde overwegingen in de McDermott-zaak volgt dat dit vereiste eveneens in het Restructuring Plan geldt.

¹⁸⁵ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [112]. De *High Court* verwierpt nadrukkelijk het geschetste *relevant alternative* door Reficar, aangezien het niet direct aanvaarden van het genereuze aanbod in het WHOA-akkoord – ter waarde van omgerekend USD 900 miljoen – getuigt van onwil aan de zijde van Reficar. Het bereiken van een snel, nieuw akkoord tussen Reficar en de financiers als *relevant alternative* is daarmee niet realistisch. Zie hiervoor: *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [98].

¹⁸⁶ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [113]. De rechtbank laat hierdoor blijken dat de eerder aangeboden 0.02%-0.4% ook door de *no worse off*-test zou komen.

¹⁸⁷ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [116]. Reficar redeneert hierbij vanuit het standpunt dat hem slechts een zeer kleine tegenprestatie – de originele 0.02%-0.4% – aangeboden wordt.

¹⁸⁸ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [115]-[116].

¹⁸⁹ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [115]-[116], onder verwijzing naar: *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [247]-[249], [263], [267]; *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [251]-[252].

¹⁹⁰ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [114], [118]-[119].

¹⁹¹ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [124].

Kortom, uit het oordeel van de *High Court* kan worden afgeleid dat een *out of the money*-schuldeiser met beide aangeboden aandelenpercentages bij een *debt for equity swap* altijd een *fair* akkoord aangeboden wordt, waarbij zij nooit *worse off* kan zijn dan in het *relevant alternative*. Naar alle waarschijnlijkheid zou een vele malen lager aandelenpercentage bij niet-instemming deze toetsen ook doorstaan hebben, zolang er maar sprake is van een *modest amount* om aan het vereiste van *give and take* te voldoen.¹⁹² Daarnaast acht ik het aannemelijk dat een tweevoorstellen-akkoord niet beperkt is tot een *debt for equity swap*.¹⁹³ Afgezien van deze inhoudelijke mogelijkheden, kan worden gesteld dat het doen van twee verschillende voorstellen in een tweevoorstellen-akkoord een prikkel kan vormen voor schuldeisers om met dat akkoord in te stemmen. Zeker op het moment dat de waarde van de aangeboden voorstellen aanzienlijk uiteenloopt of als de schuldeiser zich in een ongelukkige positie bevindt – bijvoorbeeld *out of the money* in het *relevant alternative* – acht ik het denkbaar dat een tweevoorstellen-akkoord zelfs dwingend aanvoelt voor een schuldeiser om in te stemmen met het akkoord. Daarmee kan in het tweevoorstellen-akkoord een alternatieve mogelijkheid gevonden worden om schuldeisers praktisch te dwingen tot instemming met een aangeboden akkoord.

4.4 Tussenconclusie

De geboden flexibiliteit onder het Restructuring Plan en de ruime discretionaire bevoegdheid van de Engelse rechter leveren alternatieve mogelijkheden op, zoals het *elevation*-mechanisme en het tweevoorstellen-akkoord. Deze alternatieve mogelijkheden kunnen schuldeisers feitelijk dwingen tot instemming met een akkoord of tot het aangaan van nieuwe financiële verplichtingen.

Uit de jurisprudentie volgt dat het in beginsel is toegestaan om een *elevation*-mechanisme op te nemen in een aangeboden akkoord. Hierbij wordt een schuldeiser die nieuwe financiering verstrekt, niet alleen een verhoging in rang aangeboden voor de nieuwe financiering, maar tevens voor de bestaande vorderingen. De aanwezigheid van een *elevation*-mechanisme veroorzaakt een prikkel voor schuldeisers om nieuwe financiering te verstrekken, aangezien zij – bij het niet-deelnemen aan de nieuwe financiering – de deelnemende schuldeisers zowel met hun nieuwe als bestaande vordering boven zich in de rangorde moeten dulden. Een dergelijke afwijking van de rangorde in het *relevant alternative* lijkt in beginsel gerechtvaardigd, maar dit is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Er is in ieder geval onvoldoende rechtvaardiging indien niet alle schuldeisers de reële mogelijkheid geboden om op een gelijke, niet-dwingende wijze te participeren in de aanvullende financiering, de verhoging in rang disproportioneel is ten opzichte van het geboden voordeel door de nieuwe financiering of de nieuwe financiering tegen een niet-marktconforme prijs is verstrekt.

Verder volgt uit de jurisprudentie dat het een akkoordaanbieder toegestaan is om een tweevoorstellen-akkoord aan te bieden. Hierbij worden twee verschillende voorstellen gedaan binnen één akkoord, waarbij de schuldeiser een hogere waarde ontvangt op het moment dat hij instemt met het akkoord, dan wanneer hij niet instemt met het akkoord. Schuldeisers – en met name *out of the money*-schuldeisers – zullen enige druk voelen om in te stemmen met het akkoord, zeker wanneer de waarden in de verschillende voorstellen ver uit elkaar liggen. De *High Court* lijkt in de McDermott-zaak een dergelijke constructie goed te keuren zolang voldaan is aan de gebruikelijke homologatievoorwaarden, zoals *compromise* of *arrangement*, de *no worse off*-test en de *fairness*-test aan de hand van het *relevant alternative*. Hieruit volgt dat, zolang een *out of the money*-schuldeiser bij niet-instemming met het akkoord een *modest amount* geboden wordt, zij nooit slechter af kan zijn onder het akkoord, aangezien zij in het *relevant alternative* geen recht heeft op enige uitkering. Daarnaast is een dergelijk tweevoorstellen-akkoord voor een *out of the money*-schuldeiser niet snel *unfair*, aangezien er geen of weinig rekening gehouden hoeft te worden met de belangen van een *out of the money*-schuldeiser bij de verdeling van de reorganisatiewaarde.

¹⁹² Het is in casu de Nederlandse APR die Reficar ‘gered’ heeft, aangezien het om een WHOA ging waarin de verschillende percentages – 10.9% en 19.9% - aangeboden werden. Mocht er geen WHOA-akkoord aangeboden zijn, dan hadden de origineel aangeboden 0.02%-0.4% de *no worse off*- en *fairness*-test waarschijnlijk ook doorstaan. In dat geval was Reficar velen malen slechter af geweest. Zie hierover: par. 5.3.2.

¹⁹³ De mogelijke inhoud van de verschillende voorstellen acht ik zeer breed. Twee voorbeelden ter illustratie: een verschil in het uitkeringspercentage op de vordering of een verschil in de opeisbaarheidsdatum van de vordering afhankelijk van de instemming van de schuldeiser met het akkoord.

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de mogelijke toepassing van de alternatieve mogelijkheden onder de Nederlandse WHOA. Allereerst wordt onderzocht of het *elevation*-mechanisme standhoudt onder de WHOA (par. 5.2). Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen het aangaan van en de inpassing in de rangorde van de nieuwe financiële verplichtingen (par. 5.2.1) en de verhoging in rang van de bestaande vorderingen van schuldeisers die gebruik maken van het *elevation*-mechanisme (par. 5.2.2). Ter beoordeling van de houdbaarheid van de rangverhoging en de gevolgen voor niet-deelnemende schuldeisers worden de verschillen tussen de WHOA en het Restructuring Plan uiteengezet (par. 5.2.2.1), om vervolgens aan de hand van verschillende scenario's en aanvullende afwijzingsgronden de uiteenlopende uitkomsten te beschrijven van de aanvullende afwijzingsgronden (par. 5.2.2.2-5.2.2.4). Verder worden kort de overige afwijzingsgronden bij en de wenselijkheid van het *elevation*-mechanisme aangestipt (par. 5.2.3). Ten tweede wordt onderzocht onder welke voorwaarden een tweevoorstellen-akkoord standhoudt onder de WHOA (par. 5.3). Hiertoe worden allereerst de relevante verschillen tussen de WHOA en het Restructuring Plan samengevat (par. 5.3.1). Vervolgens worden de gevolgen van de APR op de aangeboden waarde bij niet-instemming (par. 5.3.2) en bij instemming (par. 5.3.3) behandeld, waarna eveneens de overige afwijzingsgronden bij en de wenselijkheid van het tweevoorstellen-akkoord worden behandeld (par. 5.3.4).

5.2 Het *elevation*-mechanisme

5.2.1 Aangaan van en inpassing in de rangorde van nieuwe financiële verplichtingen

Het gebruik van een *elevation*-mechanisme komt niet voor in de WHOA-jurisprudentie, maar het is niet ondenkbaar dat toepassing van deze alternatieve mogelijkheid standhoudt onder de WHOA. Het is mogelijk dat schuldeisers nieuwe financiële verplichtingen aangaan op grond van een nieuwe financieringsovereenkomst. Mocht er al een financieringsovereenkomst bestaan, dan kan een wijzigingsvoorstel inzake nieuwe financieringsverplichtingen worden voorgelegd aan bestaande financiers overeenkomstig artikel 373 lid 1 Fw. Hoewel in het Restructuring Plan een dergelijke, specifieke wetsbepaling ontbreekt, vertrekken zowel de WHOA als het Restructuring Plan vanuit een gelijk uitgangspunt: schuldeisers kunnen nieuwe financieringsverplichtingen enkel vrijwillig op zich nemen en deze kunnen niet onvrijwillig afgedwongen worden.¹⁹⁴ Wel heeft de schuldenaar onder de WHOA de extra mogelijkheid om – bij niet-instemming met het wijzigingsvoorstel van artikel 373 lid 1 Fw – de overeenkomst eenzijdig op te zeggen, maar deze mogelijkheid vormt geen bruikbaar element voor een nieuwe financieringsovereenkomst.¹⁹⁵

De inpassing van de schuldeisers in de rangorde voor hun nieuwe financiële verplichtingen ligt relatief eenvoudig. De Hoge Raad heeft in de IHC-zaak geoordeeld dat zowel de contractuele als goederenrechtelijke rangorde gewijzigd kan worden in een WHOA-akkoord op grond van artikel 370 lid 1 Fw. Het bij voorrang terugbetalen van de nieuwe financiële verplichtingen is daarmee mogelijk, mits er geen inbreuk gemaakt wordt op de APR.¹⁹⁶ Deze inbreuk lijkt echter niet aan de orde te zijn bij nieuwe financiële verplichtingen, aangezien de APR alleen ziet op de reorganisatiewaarde die beschikbaar is voor toekenning aan de bestaande schuldeisers. De waarde die aan de schuldeisers met nieuwe financieringsverplichtingen wordt toegekend vanuit de nieuw verschaft financiering, valt strikt genomen buiten het akkoord en is daarmee eenvoudigweg niet beschikbaar voor de bestaande schuldeisers.¹⁹⁷

¹⁹⁴ Zie voor de WHOA: artikel 373 lid 1 Fw; Polak/Pannevis 2022/29.2. Zie voor het Restructuring Plan: *Re APCOA Parking Holdings GmbH* [2014] EWHC 3849 (Ch), r.o. [164]; *Re Noble Group Limited* [2018] EWHC 2911 (Ch), r.o. [103]; *Re Cash Loans Limited* [2019] EWHC 2795 (Ch), r.o. [8].

¹⁹⁵ Zie: artikel 373 lid 1 Fw; *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 10 (MvT). De nieuwe financieringsovereenkomst vormt immers een nieuwe overeenkomst welke de akkoordaanbieder juist in stand wil houden met zo veel mogelijk deelnemende schuldeisers. Het opzeggen van deze overeenkomst vormt dan ook geen nuttige 'stok om mee te slaan', indien schuldeisers instemming weigeren.

¹⁹⁶ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.11.

¹⁹⁷ Fliek, *FIP* 2025/90, nr. 3.4.

5.2.2 Verhoging in rang bestaande vorderingen

5.2.2.1 Relevante verschillen WHOA en Restructuring Plan

De verhoging in rang van de bestaande vorderingen van schuldeisers die nieuwe financiële verplichtingen aangaan ligt genuanceerder. Immers, de verhoging in rang kan resulteren in een verlaging in rang van andere schuldeisers ten opzichte van de reorganisatiewaarde.¹⁹⁸ Om die reden speelt hier wel het geschetste gevaar door de Hoge Raad, namelijk een mogelijke inbreuk op de APR.¹⁹⁹ Het Restructuring Plan kent bij de verdeling van de reorganisatiewaarde geen expliciete APR en geeft daarbij ruime discretionaire bevoegdheid aan de rechter om een akkoord als *fair* te bestempelen.²⁰⁰ Wel dient de rechter – binnen deze *fairness*-test – een *horizontal comparison* te maken waarbij getoetst wordt of de onderlinge rangorde in het *relevant alternative* gerespecteerd wordt onder het akkoord.²⁰¹ Op het moment dat het *relevant alternative* een faillissement is, lijkt de uitkomst van de *horizontal comparison* overeen te komen met de APR.²⁰² Echter, het cruciale verschil is dat het Restructuring Plan de liquidatiewaarde als uitgangspunt hanteert en de WHOA de reorganisatiewaarde. Zo zijn het bij de *horizontal comparison* enkel de *in the money*-schuldeisers in het *relevant alternative* die aanspraak maken op de meerwaarde die met het akkoord wordt gerealiseerd. Deze *in the money*-schuldeisers beslissen dan ook hoe de reorganisatiewaarde wordt verdeeld.²⁰³ Aan de bezwaren van *out of the money*-schuldeisers over de – rangorde bij – verdeling van de reorganisatiewaarde hoeft daarom weinig tot geen gewicht toegekend te worden, aangezien zij nooit slechter af zijn met het akkoord.²⁰⁴ Ook niet wanneer andere *out of the money*-schuldeisers wél een uitkering ontvangen door deelname aan het *elevation*-mechanisme.

Zoals gezegd, gaat de WHOA met de APR daarentegen uit van een verdeling van de reorganisatiewaarde onder alle schuldeisers conform de wettelijke en contractuele rangorde. Zij neemt daarbij de reorganisatiewaarde als uitgangspunt en maakt bij de verdeling van deze reorganisatiewaarde conform de APR geen onderscheid tussen de belangen van schuldeisers die in het faillissement *in the money* of *out of the money* zijn.²⁰⁵ Daarmee is het mogelijk dat een schuldeiser bij de verdeling van de reorganisatiewaarde met de reorganisatiewaarde zelf als uitgangspunt recht heeft op meer waarde – op grond van de APR – dan waarop deze op grond van de liquidatiewaarde recht heeft. Dit leidt tot verschillende uitkomsten tussen de WHOA en het Restructuring Plan bij het *elevation*-mechanisme, welke uiteengezet worden aan de hand van verschillende mogelijke scenario's.

5.2.2.2 Scenario I: waarde lager dan liquidatiewaarde

Allereerst het scenario waarbij de niet-deelnemende schuldeisers aan het *elevation*-mechanisme – door de verhoging in rang van deelnemende schuldeisers – een lagere uitkering ontvangen dan waarop deze op basis van de liquidatiewaarde recht hebben. In dergelijke gevallen lijkt de WHOA tot een gelijk resultaat te komen als het Restructuring Plan. Een lagere uitkering onder het akkoord dan de liquidatiewaarde als gevolg van niet-deelnemen aan het *elevation*-mechanisme, zal bij het Restructuring Plan stuiten op de *no worse off*-test en bij de WHOA op de *best interest*-test.²⁰⁶ Beide toetsen behelzen een gelijke waarborg, namelijk dat de schuldeiser niet slechter af mag zijn onder het akkoord dan deze in faillissement zou zijn geweest.²⁰⁷ De expliciete APR in de WHOA is hiervoor niet nodig en zal dan ook geen andere uitkomst opleveren onder de WHOA dan onder het Restructuring Plan.²⁰⁸ Kortom, een akkoord met een *elevation*-mechanisme – waarbij de niet-deelnemende schuldeisers een

¹⁹⁸ Dit volgt eveneens uit de redenatie van de Hoge Raad in de IHC-zaak. Zie hiervoor: HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.11.

¹⁹⁹ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra, r.o. 3.11.

²⁰⁰ *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [289].

²⁰¹ Pilkington & Stoner 2022, p. 24.

²⁰² In Nederland is immers het relevante alternatief gefixeerd, aangezien er enkel gekeken wordt naar de – vereffening van het vermogen van de schuldenaar in een – faillissement. Zie: artikel 384 lid 3 Fw. Bij het Restructuring Plan kan het *relevant alternative* ook andere situaties behelzen dan een faillissement, zoals bijvoorbeeld een voortzetting van de ondernemingsactiviteiten. Zie ter illustratie: *Re Hurricane Energy Plc* [2021] EWHC 1759 (Ch).

²⁰³ *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [242]; Pilkington & Stoner 2022, p. 28.

²⁰⁴ *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [266]; Pilkington & Stoner 2022, p. 28.

²⁰⁵ S.A.J. van Rossum, annotatie bij Rb. Amsterdam 21 maart 2024, ECLI:NL:2024:RBAMS:1608, *JOR* 2024/177, par. 4; Van Rossum, *HERO* 2024/W-006, par. 6.2; Orbán, *TvI* 2024/24, p. 201.

²⁰⁶ Zie voor de Engelse *no worse off*-test als *condition A* van de *eligibility criteria*: Companies Act 2006 s.901G. Zie voor de Nederlandse *best interest*-test: artikel 384 lid 3 Fw.

²⁰⁷ Bij het Restructuring Plan wordt breder gekeken dan enkel het faillissement, aangezien de schuldeiser niet slechter af mag zijn onder het akkoord dan in het *relevant alternative*. Dit kan ook een ander scenario betreffen dan een faillissement.

²⁰⁸ Daar komt bij dat een schuldeiser eenvoudiger een beroep zal kunnen doen op de *best interest*-test, aangezien dit tevens mogelijk is als tegenstemmende schuldeiser uit een klasse die vóór het akkoord heeft gestemd. Zie: Fliek, *FIP* 2025/90, nr. 6.2.

lagere uitkering ontvangen dan waar zij op basis van de liquidatiewaarde recht op hebben – zal zowel onder de WHOA als het Restructuring Plan niet gehomologeerd worden, aangezien de schuldeisers slechter af zijn onder het akkoord dan dat zij in faillissement zouden zijn geweest.²⁰⁹

5.2.2.3 Scenario II: waarde gelijk aan of hoger dan liquidatiewaarde, maar lager dan reorganisatiewaarde
Het tweede scenario ziet op de situatie waarin de niet-deelnemende schuldeisers aan het *elevation*-mechanisme – ondanks de verhoging in rang van deelnemende schuldeisers – een uitkering ontvangen die gelijk is aan, of hoger ligt dan, de waarde waarop deze schuldeisers op grond van de liquidatiewaarde recht zouden hebben. Deze waarde ligt echter wel lager dan de waarde waarop zij op grond van verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR aanspraak zouden maken. In dit scenario lopen de uitkomsten onder de WHOA en het Restructuring Plan wel degelijk uiteen. In het Restructuring Plan zou dit akkoord voor homologatie in aanmerking komen, aangezien de schuldeiser een uitkering ontvangt die ten minste gelijk is aan de waarde waarop zij op basis van de liquidatiewaarde recht heeft. Hiermee wordt voldaan aan zowel de *horizontal comparator*-test – als onderdeel van de *fairness*-test – als aan de *no worse off*-test.

Dit verschilt van de uitkomst van een dergelijk scenario onder de WHOA met een expliciete APR. Hoewel niet-deelnemende schuldeisers niet slechter af zijn dan in een faillissementsscenario – en dus voldaan is aan de *best interest*-test – resulteert de aangeboden waarde wél in een inbreuk op de APR. De niet-deelnemende schuldeisers krijgen namelijk een lagere waarde aangeboden onder het akkoord, dan waarop zij op grond van de wettelijke en contractuele rangorde gerechtigd zijn bij de verdeling van de reorganisatiewaarde.

In beginsel zou de homologatie van een dergelijk akkoord geweigerd moeten worden, tenzij er sprake is van een afwijkmogelijkheid van de APR.²¹⁰ In dit scenario is de ruimte voor afwijking van APR beperkt, maar niet afwezig. De redelijke grond zal relatief eenvoudig gevonden kunnen worden, indien de nieuwe financiering noodzakelijk is om de reorganisatiewaarde te realiseren en het verkrijgen van deze nieuwe financiering buiten de bestaande financiers niet haalbaar blijkt te zijn.²¹¹ Of aan de tweede voorwaarde is voldaan – namelijk dat de belangen van de schuldeisers ten nadele van wie van de rangorde wordt afgeweken, niet worden geschaad – is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Als algemeen uitgangspunt geldt dat een schuldeiser ten nadele van wie van de rangorde wordt afgeweken, een uitkering dient te ontvangen die in waarde gelijk is aan hetgeen waarop zij zonder rangordewijziging recht zou hebben gehad.²¹²

Mijns inziens kan echter worden betoogd dat de situatie waarin geen rangordewijziging heeft plaatsgevonden, opgevat wordt als de situatie waarin in het geheel geen sprake is van een *elevation*-mechanisme. Om die reden kan een niet-deelnemende schuldeiser een waarde worden aangeboden waarop zij – bij het uitblijven van het *elevation*-mechanisme en daarmee ook van de aanvullende financiering – bij de verdeling van de ‘oude’ reorganisatiewaarde conform de APR recht zou hebben gehad. Deze waarde is lager dan de waarde waar zij strikt genomen aanspraak op zou maken bij de verdeling van de ‘nieuwe’ reorganisatiewaarde conform de APR, inclusief de aanvullende financiering. In dat geval kan de stijging in reorganisatiewaarde door de aanvullende financiering vanuit het *elevation*-mechanisme volledig worden aangewend ter compensatie van de deelnemende schuldeisers voor zowel hun nieuwe als bestaande vordering, aangezien niet-deelnemende schuldeiser niet worden benadeeld.²¹³ Er kan

²⁰⁹ Strikt genomen moet eerst een beroep gedaan worden op de *best interest*-test voordat de rechter toekomt aan deze aanvullende afwijzingsgrond. Wanneer alle schuldeisers instemmen met het akkoord, blijft de toetsing aan de *best interest*-test achterwege.

²¹⁰ Zie par. 2.4.2 voor een uitgebreide bespreking van de APR. Op grond van artikel 384 lid 3 sub b Fw is het mogelijk om van de APR af te wijken i) indien hiervoor een redelijke grond bestaat en ii) de schuldeisers, waarvan ten nadele van de rangorde wordt afgeweken, niet in hun belangen worden geschaad.

²¹¹ Polak/Pannevis 2022/29.5.4.3; Bouts 2021/4.4.2; F.M.J. Verstijlen, annotatie bij HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *NJ* 2024/322, par. 11.

²¹² Fliek betoogt dat deze tweede voorwaarde in feite een gelijk uitgangspunt betreft als de hoofdregel en daarmee weinig lijkt toe te voegen ten opzichte van de werking van de hoofdregel van de APR. Zie hierover: Fliek, *FIP* 2025/90, nr. 6.4.

²¹³ Ter illustratie: een niet-deelnemende schuldeiser aan het *elevation*-mechanisme heeft een vordering van EUR 20 miljoen. De liquidatiewaarde bedraagt EUR 100 miljoen en de reorganisatiewaarde zonder aanvullende financiering EUR 200 miljoen, wat resulteert in een uitkering conform de APR van EUR 10 miljoen (50%) voor de niet-deelnemende schuldeiser. Door de – met het *elevation*-mechanisme verkregen – aanvullende financiering van EUR 50 miljoen stijgt de reorganisatiewaarde door waardecreatie naar EUR 300 miljoen. Hierdoor zou de uitkering voor de schuldeiser conform de APR oplopen tot EUR 15 miljoen (75%). Naar mijn mening is het verdedigbaar om als akkoord aanbieder de niet-deelnemende schuldeiser alsnog slechts EUR 10 miljoen aan te bieden en de EUR 100 miljoen stijging in reorganisatiewaarde volledig aan te wenden ter compensatie van de deelnemende schuldeisers aan het *elevation*-mechanisme. De niet-

worden betoogd dat hiermee een vorm van *gifting* plaatsvindt, aangezien de stijging in reorganisatiewaarde – behoudens de extra waarde door de aanvullende financiering – (mede) toe zou moeten komen aan hoger of gelijk gerangschikte schuldeisers.²¹⁴ Deze *gifting* lijkt echter gerechtvaardigd, aangezien niet-deelnemende schuldeisers de waarde krijgen aangeboden onder het akkoord waarop zij zonder rangordewijziging recht zou hebben gehad bij de ‘oude’ reorganisatiewaarde.²¹⁵ Op die wijze kan beargumenteerd worden dat de niet-deelnemende schuldeisers niet in hun belangen wordt geschaad.

Kortom, bij de WHOA moet – in tegenstelling tot het Restructuring Plan – ondanks dat voldaan is aan de *best interest*-test, getoetst worden of niet-deelnemende schuldeisers recht hebben op een hogere uitkering op grond van de APR. Er lijkt beperkte ruimte om af te wijken van deze verdeling van de reorganisatiewaarde – inclusief aanvullende financiering – conform te APR, indien betoogt kan worden dat de niet-deelnemende schuldeisers niet in hun belangen worden geschaad. Hierbij geldt als ondergrens dat de niet-deelnemende schuldeisers bij de verdeling van de reorganisatiewaarde ten minste de waarde aangeboden moet worden waarop zij – bij afwezigheid van het *elevation*-mechanisme – recht zou hebben gehad op grond van de APR.

5.2.2.4 Scenario III: waarde gelijk aan of hoger dan de reorganisatiewaarde

Het derde scenario betreft de situatie waarbij de niet-deelnemende schuldeisers aan het *elevation*-mechanisme een waarde aangeboden krijgen in het akkoord die gelijk is aan, of hoger ligt dan, de waarde waarop zij op grond van verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR aanspraak zouden maken. Een dergelijk akkoord met *elevation*-mechanisme zal de toetsen van de *best interest*-test en APR doorstaan. Een betoog van niet-deelnemende schuldeisers dat het bevoordelen van gelijk of lager gerangschikte schuldeisers die wél deelnemen aan het *elevation*-mechanisme in strijd is met de APR, zal niet slagen. De APR waarborgt namelijk niet dat de bestaande rangorde ongewijzigd blijft, maar waarborgt dat schuldeisers recht hebben op een waarde onder het akkoord die overeenkomt met hetgeen waarop zij krachtens de wettelijke en contractuele rangorde recht hebben.²¹⁶ Dat gelijk gerangschikte schuldeisers bevoordeeld worden vanwege hun deelname aan het *elevation*-mechanisme vormt geen inbreuk op de APR, aangezien het niet ten koste gaat van de niet-deelnemende schuldeisers. Zij ontvangen immers gewoon de waarde waarop zij op grond van de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR recht hebben.

5.2.3 Overige afwijzingsgronden

Artikel 384 lid 2 sub i Fw betreft een restbevoegdheid voor de Nederlandse rechter om homologatie af te wijzen op grond van overige redenen die zich tegen homologatie verzetten. Uit het arrest van de rechtbank Midden-Nederland lijkt te volgen dat de rechter ook op grond van deze restbevoegdheid toetst of er niet te veel inbreuk wordt gemaakt op de APR, zelfs bij het uitblijven van een expliciet beroep de APR als aanvullende afwijzingsgrond.²¹⁷ Om die reden lijkt er in deze restbevoegdheid voldoende mogelijkheden te liggen voor de rechter om homologatie van een akkoord met een *elevation*-mechanisme – ondanks het eventuele doorstaan van de aanvullende afwijzingsgronden – te weigeren als hiermee te veel inbreuk wordt gemaakt op fundamentele beginselen van de WHOA.²¹⁸

Laat ik vooropstellen dat het *elevation*-mechanisme een nuttige en bruikbare alternatieve mogelijkheid biedt om aanvullende financiering aan te trekken, wanneer dit elders op de markt onmogelijk is. Het is daarbij begrijpelijk en aanvaardbaar dat het niet-deelnemen aan het *elevation*-mechanisme commerciële gevolgen heeft voor een schuldeiser, aangezien dit ‘straffende’ element onderdeel uitmaakt van de prikkel om nieuwe financiering te verschaffen. Echter, acht ik het van essentieel belang dat de rechter te allen tijde toetst of het vrijwillige karakter

deelnemende schuldeisers worden immers niet in hun belangen geschaad, aangezien zij de waarde ontvangen waarop zij zonder rangordewijziging – en zonder aanvullende financiering – recht zouden hebben.

²¹⁴ De extra reorganisatiewaarde door de aanvullende financiering valt strikt genomen buiten het akkoord. Zie: par. 5.2.1. Er vindt *gifting* plaats wat betreft de extra waardecreatie die door de aanvullende financiering wordt gerealiseerd bovenop het bedrag van de aanvullende financiering.

²¹⁵ Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 838.

²¹⁶ Fliek, *FIP* 2025/90, nr. 3.5.

²¹⁷ Rb. Midden-Nederland 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, r.o. 4.8.

²¹⁸ Met de algemene afwijzingsgronden – en daarmee ook met deze restbevoegdheid – toetst de rechter immers of het besluitvormingsproces zuiver is geweest. Zie: *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 68.

van het opnemen van nieuwe financiële verplichtingen voldoende is gewaarborgd, ook al is voldaan aan de aanvullende afwijzingsgronden. Dat een *elevation*-mechanisme als eerlijk beschouwd moet worden, op grond van het enkele argument dat alle schuldeisers de mogelijkheid hebben gehad om deel te nemen, acht ik dan ook te krap en bovendien bijzonder risicovol.²¹⁹ Dit ondermijnt het vrijwillige karakter van het aangaan van financiële verplichtingen, zeker wanneer geen rekening wordt gehouden met overige omstandigheden. De meeromvattende minimumvereisten, zoals volgt uit de Adler-zaak, acht ik vele malen nuttiger en kunnen mede als uitgangspunt dienen voor de beoordeling van het *elevation*-mechanisme binnen de restbevoegdheid van de Nederlandse rechter.²²⁰ Mede aan de hand van deze minimumvereisten moet daadkrachtig worden opgetreden tegen misbruik van het *elevation*-mechanisme – ondanks het eventuele voldoen aan de wettelijke vereisten – zoals mogelijke samenspanningen om specifieke schuldeisers te bevoordelen door deelname aan het *elevation*-mechanisme.²²¹ Het is immers de schuldeisersbescherming die hoog in het vaandel staat onder de WHOA en gewaarborgd dient te worden. Hiervan getuigt onder andere de afzwakkende werking van de APR op het ‘straffende’ element van het *elevation*-mechanisme, aangezien niet-deelnemende schuldeisers bij de verdeling van de reorganisatiewaarde minstens de waarde moet worden aangeboden waarop zij op grond van de APR recht hebben.

Kortom, mede gezien de vergaande gevolgen van de WHOA als herstructureringsmiddel, acht ik zeer belangrijk dat de rechter – desnoods op grond van zijn restbevoegdheid – de rechtszekerheid bewaakt door misbruik van het *elevation*-mechanisme tegen te gaan en het vrijwillige karakter van het aangaan van nieuwe financiële verplichtingen te waarborgen. Dat hiermee de commerciële prikkels van het *elevation*-mechanisme worden afgezwakt, is onvermijdbaar in het kader van de schuldeisersbescherming onder de WHOA.

5.3 Tweevoorstellen-akkoord

5.3.1 Relevante verschillen WHOA en Restructuring Plan

Het tweevoorstellen-akkoord vloeit voort uit een WHOA-akkoord in de McDermott-zaak. Een expliciet oordeel van een Nederlandse rechter over een dergelijk akkoord ontbreekt echter vooralsnog. Het staat de akkoordaanbieder in beginsel vrij om het akkoord in te richten met twee verschillende voorstellen – afhankelijk van de instemming van schuldeisers – mits de aangeboden waarden aan bepaalde eisen voldoen.²²² Allereerst is belangrijk om te benadrukken dat de WHOA – in tegenstelling tot het Restructuring Plan – geen vereiste van *give and take* kent.²²³ Met deze wetenschap zou betoogd kunnen worden dat onder de WHOA een lager voorstel gedaan zou kunnen worden dan bij het Restructuring Plan op het moment dat de schuldeiser niet instemt met het akkoord. Onder de WHOA rust op de akkoordaanbieder immers geen verplichting om een bepaalde minimumwaarde toe te kennen – ook niet tot het verstrekken van een *modest amount* zoals in het Restructuring Plan – in ruil voor het wijzigen of ontnemen van de rechten van een schuldeiser. Hierdoor is het mogelijk dat schuldeisers onder een WHOA-akkoord hun volledige rechten verliezen zonder dat daar enige vorm van compensatie tegenover staat, mits de homologatievoorwaarden gerespecteerd worden.²²⁴

Echter, hier dient een belangrijke nuance in aangebracht te worden aan de hand van de eerder geschetste geschillen tussen de WHOA en het Restructuring Plan.²²⁵ Zoals gesteld, neemt het Restructuring Plan de aanspraak op de liquidatiewaarde als uitgangspunt bij de rangorde voor verdeling van de reorganisatiewaarde, terwijl de WHOA zich met een expliciete APR baseert op de aanspraak op de reorganisatiewaarde zelf.²²⁶ Bezwaren van *out of the*

²¹⁹ *Re ED&F Holdings Ltd* [2022] EWHC 687 (Ch), r.o. [62].

²²⁰ Er is geen voldoende rechtvaardiging voor het *elevation*-mechanisme indien niet alle schuldeisers de reële mogelijkheid geboden is om op een gelijke, niet-dwingende wijze te participeren in de aanvullende financiering, de verhoging in rang disproportioneel is ten opzichte van het geboden voordeel door de nieuwe financiering of de nieuwe financiering tegen een niet-marktconforme prijs is verstrekt. Zie: *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [169]. Overigens acht ik het ook aannemelijk dat de rechter deze minimumvereisten meeweegt bij het beoordelen van de ‘redelijke grond’ bij een afwijking van de APR.

²²¹ Dit betreft een vergelijkbaar gevaar van samenspanning als waar Bartstra e.a. op wijzen in het kader van *gifting*. Zie: Bartstra, Weijss & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 99.

²²² Mennens 2020/7.3.1; *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 12 (MvT).

²²³ Mennens 2020/7.3.5.

²²⁴ Mennens 2020/7.3.5. Dit was het geval bij het WHOA-akkoord dat aanvankelijk aan Reficar werd aangeboden door McDermott. Zie: Rb. Amsterdam 21 maart 2024, ECLI:NL:RBAMS:2024:1608, r.o. 2.1.

²²⁵ Zie: par. 5.2.2.1.

²²⁶ Zie voor het uitgangspunt in het Restructuring Plan: *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [242]; Pilkington & Stoner 2022, p. 28. Zie voor het uitgangspunt in de WHOA: artikel 384 lid 4 sub b Fw; *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3 (MvT), p. 5.

money-klassen tegen deze verdeling doen er niet toe onder het Restructuring Plan, aangezien de *in the money*-klassen naar eigen inzicht mogen beschikken over de reorganisatiewaarde.²²⁷ Daarmee is het toegestaan onder het Restructuring Plan om een vordering van bepaalde *out of the money*-schuldeisers – zoals Reficar in de McDermott-zaak – nagenoeg geheel af te schrijven, terwijl andere *out of the money*-schuldeisers onaangetast blijven.²²⁸ Met name de APR als aanvullende afwijzingsgrond zorgt voor andere uitkomsten onder de WHOA voor de aangeboden waarden onder het tweevorstellen-akkoord.

5.3.2 Gevolgen APR voor waarde bij niet-instemming

Het is onder de WHOA mogelijk dat een schuldeiser in faillissement geen recht heeft op enige uitkering, maar op grond van de APR wel. Om die reden moet – anders dan onder het Restructuring Plan – zowel bij *in the money*- als *out of the money*-schuldeisers worden beoordeeld of deze op basis van de wettelijke en contractuele rangorde recht hebben op enig deel van de reorganisatiewaarde. Daarbij kunnen *out of the money*-schuldeisers niet simpelweg over een kam worden geschoren, waarbij selectief wordt bepaald door de *in the money*-schuldeisers wie een deel van de reorganisatiewaarde ontvangt.²²⁹ De verdeling van de reorganisatiewaarde dient immers conform de wettelijke en contractuele rangorde te gebeuren, waarbij de APR bepaalt welke schuldeisers recht hebben op een deel van de reorganisatiewaarde en wat de waarde van dit deel dient te zijn. De aangeboden waarde bij niet-instemming met een tweevorstellen-akkoord dient dus ten minste de waarde te zijn waarop de schuldeiser bij de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR recht heeft. Is dit niet het geval, dan staat een beroep op de APR als aanvullende afwijzingsgrond open.

Dit voorzag – naar alle waarschijnlijkheid – de benoemde herstructureringsdeskundige in de McDermott-zaak, welke daarna het reeds bekende '10.9% en 19.9%'-voorstel aanbood aan Reficar in een WHOA-akkoord. Deze percentages verraden dat de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de wettelijke en contractuele rangorde zou resulteren in een uitkering op de vordering van Reficar. Het lijkt daarmee alsof de Nederlandse APR Reficar gered heeft, aangezien deze op grond van de wettelijke en contractuele rangorde recht had op een uitkering van minstens USD 490 miljoen op haar vordering.²³⁰ Kortom, de minimale waarde die aangeboden moet worden bij een tweevorstellen-akkoord bij niet-instemming moet minstens gelijk zijn aan de waarde waarop de schuldeiser op grond van de wettelijke en contractuele rangorde recht heeft.

5.3.3 Gevolgen APR voor waarde bij instemming

Gezien het uitgangspunt dat de niet-instemmende schuldeiser minstens de waarde aangeboden moet worden waarop zij conform de wettelijke en contractuele rangorde recht heeft, rijst de vraag uit welke bron de meerwaarde wordt geput indien de schuldeiser instemt met het akkoord. Het instemmen met het akkoord verhoogt immers niet direct de reorganisatiewaarde van waaruit de instemmende schuldeiser gecompenseerd kan worden.²³¹ Er zal dus een vorm van *gifting* plaats moeten vinden, waarbij het van belang is dat de gelijk gerangschikte en overgeslagen klassen niet in hun belangen worden geschaad. Men zal een gelijke waarde moeten worden aangeboden onder het akkoord – ook indien de schuldeiser instemt met het akkoord en een hogere waarde ontvangt – als waarop zij op grond van de APR recht hebben.²³²

Concluderend kan gesteld worden, dat zowel de laagste waarde als de hoogste waarde, direct dan wel indirect, begrensd worden de APR. Een tweevorstellen-akkoord is daarmee mogelijk onder de WHOA, mits de voorgestelde waarde bij niet-instemming minstens gelijk is aan de waarde waarop de schuldeiser bij de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR recht heeft. Daarnaast mag de voorgestelde waarde bij instemming

²²⁷ Zie: *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [116], onder verwijzing naar: *Re Virgin Active Holdings Ltd* [2021] EWHC 1246 (Ch), r.o. [263], [267].

²²⁸ Zie hierover: S.A.J. van Rossum, annotatie bij Rb. Amsterdam 21 maart 2024, ECLI:NL:2024:RBAMS:1608, *JOR* 2024/177, par. 5.

²²⁹ Zie wel ter nuantering de discussie over *gifting*: par. 2.4.2.

²³⁰ Zie voor een gelijke conclusie: S.A.J. van Rossum, annotatie bij Rb. Amsterdam 21 maart 2024, ECLI:NL:2024:RBAMS:1608, *JOR* 2024/177, par. 6; Orbán, *TvI* 2024/24, p. 202, onder verwijzing naar: *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [117]. Overigens volgt de geschatte USD 490 miljoen uit een herleiding van de – in *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [13] – genoemde USD 900 miljoen, die betrekking heeft op een belang van 19.9%, naar een proportioneel belang van 10.9%.

²³¹ Zoals dit bij het verschaffen van aanvullende financiering – bij het *elevation*-mechanisme – wel het geval is.

²³² Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 838.

niet ten koste gaan van de waarde waarop de gelijk gerangschikte of overgeslagen klassen bij de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR recht hebben.

5.3.4 Overige afwijzingsgronden

Ook bij het tweevoorstellen-akkoord kunnen redenen zijn voor de rechter om op grond van zijn restbevoegdheid het akkoord niet te homologeren.²³³ Wederom wil ik vooropstellen dat het gebruik van het tweevoorstellen-akkoord nuttig kan zijn in de herstructureringspraktijk om onwelwillende schuldeisers – zoals Reficar – van instemming te overtuigen en langdurige onderhandelingen of geschillen te voorkomen. Waar deze schuldeisers worden beschermd door de aanvullende afwijzingsgronden, verdienen zij eveneens bescherming tegen oneigenlijk gebruik van het tweevoorstellen-akkoord via de restbevoegdheid van de rechter.²³⁴ Zo dient de rechter wederom te onderzoeken of er geen sprake is van enige samenspanning tussen schuldeisers, zeker wanneer het gaat om een vorm van *gifting*.²³⁵ Hierbij kan gedacht worden aan een casus zoals McDermott, waarin het tweevoorstellen-akkoord slechts aan één of enkele schuldeisers wordt gedaan, van wie de vorderingen bij niet-instemming nagenoeg geheel worden afgeschreven, terwijl andere schuldeisers onaangetast blijven.²³⁶

Daarnaast kan de vrijwillige instemming van een schuldeiser met het akkoord excessief onder druk komen te staan, bijvoorbeeld door disproportionele verschillen tussen de aangeboden waarden bij instemming en niet-instemming met het akkoord. Om die reden acht ik het, ook in het geval van het tweevoorstellen-akkoord, noodzakelijk dat de vrijwillige instemming met het akkoord – desnoods door de restbevoegdheid van de rechter als het akkoord voldoet aan de aanvullende afwijzingsgronden – voldoende wordt gewaarborgd onder de WHOA.²³⁷ Dat hiermee de commerciële prikkels van het tweevoorstellen-akkoord afgezwakt worden, acht ik functioneel en noodzakelijk in het kader van de fundamentele schuldeisersbescherming onder de WHOA.

5.4 Tussenconclusie

De alternatieve mogelijkheden – te weten het *elevation*-mechanisme en het tweevoorstellen-akkoord – houden in beginsel beide stand onder de WHOA, zij het enigszins afgezwakt en met duidelijke beperkingen. Deze beperkingen vloeien met name voort uit het verschil in uitgangspunten tussen de WHOA en het Restructuring Plan bij de verdeling van de reorganisatiewaarde en de mate van bescherming van *out of the money*-schuldeisers. De WHOA gaat bij de verdeling van de reorganisatiewaarde uit van de aanspraak op de reorganisatiewaarde zelf, terwijl het Restructuring Plan de aanspraak op de liquidatiewaarde als uitgangspunt neemt. Daarnaast worden *out of the money*-schuldeisers beter beschermd onder de WHOA met de APR, dan onder het Restructuring Plan.

Het eerste element van het *elevation*-mechanisme – het aangaan van en de inpassing in de rangorde van nieuwe financiële verplichtingen – lijkt juridisch goed verdedigbaar onder de WHOA, mede in het licht van de IHC-zaak. Bij het tweede element – de verhoging in rang van bestaande vorderingen – dient echter uitdrukkelijk rekening te worden gehouden met de APR bij de verdeling van de reorganisatiewaarde. De APR bepaalt de minimale waarde die aangeboden moet worden aan niet-deelnemende schuldeisers. Op het moment dat de aangeboden waarde aan niet-deelnemende schuldeisers lager is dan de waarde waarop zij op grond van de liquidatiewaarde recht hebben, stuit het akkoord op de *best interest*-test. In dat geval hoeft niet aan toetsing van de APR toegekomen te worden. Wanneer het akkoord een waarde aanbiedt die weliswaar gelijk is aan de aanspraak van niet-deelnemende schuldeisers op de liquidatiewaarde, maar lager ligt dan de waarde waartoe zij gerechtigd zijn op grond van de wettelijke en contractuele rangorde bij de verdeling van de reorganisatiewaarde, doet een inbreuk op de APR zich wél voor. In beginsel dient de homologatie van een dergelijk akkoord geweigerd te worden op grond van een inbreuk op de APR. Er lijkt echter beperkte ruimte te bestaan om niet-deelnemende schuldeisers een lagere waarde aan te bieden, dan waarop zij strikt genomen op grond van de APR bij verdeling van de ‘nieuwe’

²³³ Artikel 384 lid 2 sub i Fw.

²³⁴ Zo dienen de algemene afwijzingsgronden – waar de restbevoegdheid onder valt – schuldeisers te beschermen tegen een onzuiver besluitvormingsproces. Zie: *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 68.

²³⁵ Zie voor het gevaar van samenspanning bij *gifting*. Zie: Bartstra, Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15, p. 99.

²³⁶ *Re CB&I UK Ltd* [2024] EWHC 398 (Ch), r.o. [58]-[59].

²³⁷ De rechter hoeft daarbij niet zo ver te gaan dat hij onderzoekt of een beter akkoord mogelijk is, zoals de *Court of Appeal* heeft overwogen in de Adler-zaak. Zie: *Re AGPS Bondco PLC* [2024] EWCA Civ 24, r.o. [180]-[181]. Deze invulling van de restbevoegdheid lijkt mij te vergaand en bovendien niet in overeenstemming met de bedoeling van de wetgever. De algemene afwijzingsgronden dienen immers ter waarborging van de zuiverheid van het besluitvormingsproces. Zie: *Kamerstukken II* 2018/19, 35249, nr. 3, p. 68.

reorganisatiewaarde – inclusief de aanvullende financiering – recht hebben. Als ondergrens geldt in dat geval de waarde waarop zij – bij afwezigheid van het *elevation*-mechanisme en de aanvullende financiering – recht zouden hebben gehad bij de verdeling van de ‘oude’ reorganisatiewaarde, op grond van de APR. Wanneer niet-deelnemende schuldeisers aan het *elevation*-mechanisme ten minste een waarde wordt aangeboden waarop zij bij de verdeling van de reorganisatiewaarde op grond van de wettelijke en contractuele rangorde recht hebben, zal het akkoord de toetsen van de *best interest*-test en APR doorstaan.

Ook het aanbieden van tweevoorstellen-akkoord lijkt in beginsel stand te houden onder de WHOA, aangezien het de akkoordaanbieder vrij staat op welke wijze hij het akkoord inricht. Als belangrijke, aanvullende voorwaarde geldt echter wederom de APR. De laagst aangeboden waarde bij niet-instemming dient ten minste gelijk te zijn aan de waarde waarop de schuldeiser conform de wettelijke en contractuele rangorde recht heeft. Daarnaast mag de aangeboden waarde bij instemming niet ten koste gaan van de waarde waarop de gelijk gerangschikte of overgeslagen klassen bij de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR recht hebben.

Los van de beperkende werking van de aanvullende afwijzingsgronden, is er voor de rechter een belangrijke taak weggelegd om met zijn restbevoegdheid oneigenlijk gebruik van het *elevation*-mechanisme en het tweevoorstellen-akkoord tegen te gaan. De rechter dient hierbij te waken voor mogelijke samenspanningen en het vrijwillige karakter van de instemming met het akkoord of nieuwe financiële verplichtingen te waarborgen. De commerciële prikkels van de alternatieve mogelijkheden zullen hierdoor afgezwakt worden onder de WHOA, maar dit lijkt noodzakelijk in het kader van de rechtszekerheid en schuldeisersbescherming.

Hoofdstuk 6: Conclusie

In dit onderzoek is onderzocht in hoeverre, en onder welke voorwaarden, de alternatieve mogelijkheden uit het Restructuring Plan om schuldeisers praktisch te dwingen tot instemming met een akkoord en het aangaan van nieuwe financiële verplichtingen – te weten het *elevation*-mechanisme en het tweevoorstellen-akkoord – mogelijk zijn onder de Nederlandse WHOA-procedure.

6.1 De WHOA-procedure

De WHOA biedt schuldenaren de mogelijkheid om buiten faillissement een dwangakkoord tot stand te brengen voor de herstructurering van schulden, mits voldaan is aan de wettelijke voorwaarden. Dit WHOA-akkoord kan materieel inhoudelijk een wijziging van bestaande vorderingsrechten van schuldeisers behelzen. Aangezien een rangordewijziging tevens als een verlaging van de positie van bepaalde schuldeisers gezien kan worden, valt het wijzigen van de contractuele en goederenrechtelijke rangorde onder het wijzigen van rechten. Het wijzigen of opleggen van toekomstige vorderingsrechten – zoals nieuwe financiële verplichtingen – kan niet afgedwongen worden van schuldeisers onder het akkoord en deze dienen vrijwillig aanvaard te worden door schuldeisers.

Voor de homologatie van het akkoord spelen twee aanvullende afwijzingsgronden een belangrijke rol: de *best interest test* en de APR. Met name de APR vormt – in het kader van de alternatieve mogelijkheden – een belangrijk uitgangspunt. De APR waarborgt dat de verdeling van de reorganisatiewaarde conform rang geschiedt, hetwelk inhoudt dat de schuldeisers onder het akkoord dat deel van de reorganisatiewaarde moeten ontvangen, waarop zij op grond van de wettelijke en contractuele rangorde recht hebben. Van deze hoofdregel mag worden afgeweken – bijvoorbeeld in het kader van *gifting* – indien daarvoor een redelijke grond bestaat en de desbetreffende tegenstemmende schuldeisers niet in hun belang worden geschaad. In het algemeen kan worden aangenomen dat er een redelijke grond bestaat, indien afwijking van de APR noodzakelijk is voor de realisatie van de reorganisatiewaarde. Daarnaast worden schuldeisers niet in hun belangen geschaad, indien de akkoordaanbieder waarborgt dat de benadeelde schuldeiser een gelijke waarde ontvangt als waarop deze volgens de APR recht zou hebben.

6.2 De alternatieve mogelijkheden onder het Restructuring Plan

Het Engelse Restructuring Plan biedt vennootschappen eveneens de mogelijkheid om een dwangakkoord tot stand te brengen, maar hanteert twee belangrijke afwijkende uitgangspunten ten opzichte van de WHOA. Allereerst kent het Restructuring Plan geen expliciete APR, maar een *horizontal comparator*-test als onderdeel van de *fairness*-test. Waar de WHOA bij verdeling van de reorganisatiewaarde uitgaat van de rangorde bij en aanspraak op de reorganisatiewaarde zelf, neemt het Restructuring Plan hiervoor het *relevant alternative* – oftewel de liquidatiewaarde – als uitgangspunt. Daarnaast hoeft bij de verdeling van de reorganisatiewaarde onder het Restructuring Plan geen of weinig gewicht toegekend te worden aan de belangen van *out of the money*-schuldeisers.

Deze twee afwijkende aspecten en de geboden flexibiliteit in het Restructuring Plan, levert alternatieve mogelijkheden op om schuldeisers praktisch te dwingen tot instemming met een akkoord of het aangaan van nieuwe financiële verplichtingen. Allereerst het *elevation*-mechanisme, waarbij een schuldeiser die nieuwe financiering verstrekt, niet alleen verhoging in rang wordt aangeboden bij terugbetaling van de nieuwe financiering, maar tevens voor bestaande vorderingen. De aanwezigheid van een *elevation*-mechanisme veroorzaakt een prikkel voor schuldeisers om nieuwe financiering te verstrekken, aangezien zij – bij het niet-deelnemen aan de nieuwe financiering – de deelnemende schuldeisers zowel met hun nieuwe als bestaande vordering boven zich in de rangorde moeten dulden. Een dergelijke afwijking van de rangorde in het *relevant alternative* door een *elevation*-mechanisme lijkt in beginsel gerechtvaardigd, maar dit is afhankelijk van de omstandigheden van het geval.

Verder volgt uit de Engelse jurisprudentie dat het een akkoordaanbieder is toegestaan om een tweevoorstellen-akkoord aan te bieden, waarbij de schuldeiser een hogere waarde ontvangt bij instemming met het akkoord en een lagere waarde wanneer hij instemming weigert. Deze twee afwijkende voorstellen kunnen voor schuldeisers een

sterke prikkel vormen om in te stemmen met het akkoord. Dit is toegestaan, zolang er aan de gebruikelijke homologatievoorwaarden is voldaan.

6.3 De alternatieve mogelijkheden onder de WHOA

De alternatieve mogelijkheden – te weten het *elevation*-mechanisme en het tweevoorstellen-akkoord – zijn in beginsel beide toegestaan onder de WHOA. Echter, de commerciële prikkels waarmee de alternatieve mogelijkheden praktisch tot instemming dwingen, worden onder de WHOA afgezwakt door de duidelijke beperkingen. Dit vloeit met name voort uit de afwijkingen tussen de WHOA en het Restructuring Plan in uitgangspunt bij de verdeling van de reorganisatiewaarde, de toepassing van een expliciete APR en de behandeling van *out of the money*-schuldeisers.

Het aangaan van en de inpassing in de rangorde van nieuwe financiële verplichtingen bij het *elevation*-mechanisme lijkt juridisch goed verdedigbaar onder de WHOA, mede in het licht van de IHC-zaak. Bij het verhogen van de rang van de bestaande vordering ten opzichte van de reorganisatiewaarde, dient de akkoordaanbieder echter uitdrukkelijk rekening te houden met de APR. De niet-deelnemende schuldeisers aan het *elevation*-mechanisme kunnen immers mogelijk in rang worden verlaagd ten aanzien van de reorganisatiewaarde. Indien een niet-deelnemende schuldeiser een lagere waarde ontvangt onder het akkoord dan waarop zij op grond van de liquidatiewaarde recht heeft, stuit het akkoord op de *best interest*-test, nog voordat toegekomen wordt aan de APR. Een mogelijke inbreuk op de APR speelt op wanneer de aan niet-deelnemende schuldeisers aangeboden waarde weliswaar gelijk is aan hun aanspraak op basis van de liquidatiewaarde, maar lager ligt dan de waarde waartoe zij gerechtigd zijn bij de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR. De homologatie van een dergelijk akkoord dient in beginsel geweigerd te worden, tenzij betoogd kan worden dat de niet-deelnemende schuldeisers niet in hun belangen worden geschaad. Dit lijkt het geval te zijn, indien de niet-deelnemende schuldeisers ten minste de waarde aangeboden wordt bij de verdeling van de reorganisatiewaarde waarop zij – bij afwezigheid van het *elevation*-mechanisme en de aanvullende financiering – recht zouden hebben gehad op grond van de APR. Op het moment dat niet-deelnemende schuldeisers een waarde ontvangen die overeenkomt met de waarde waarop zij recht hebben bij de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR, kan het akkoord in beginsel gehomologeerd worden.

Ook het aanbieden van een tweevoorstellen-akkoord lijkt juridisch goed verdedigbaar onder de WHOA. Wel dient rekening te worden gehouden met de APR voor zowel de waarde bij instemming als bij niet-instemming met het akkoord. Zo dient de waarde aangeboden bij niet-instemming ten minste gelijk te zijn aan de waarde waarop de schuldeiser bij de verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR recht heeft. Daarnaast mag de aangeboden waarde bij instemming geen afbreuk doen aan de waarde waarop gelijk gerangschikte of overgeslagen klassen bij verdeling van de reorganisatiewaarde conform de APR recht hebben.

Deze belangrijke beperkingen onder de WHOA getuigen van een lagere mate van flexibiliteit die de schuldeisersbescherming en rechtszekerheid ten goede komt. De WHOA is voorzichtiger met het toestaan van de harde commerciële prikkels van de alternatieve mogelijkheden. Hierin is tevens een rol weggelegd voor de rechter met haar restbevoegdheid. Het is namelijk belangrijk om schuldeisers te stimuleren tot deelname aan en instemming met een akkoord – en daarmee de belonende elementen uit de alternatieve mogelijkheden toe te staan – maar de straffende elementen mogen niet ten koste gaan van de fundamentele uitgangspunten van de WHOA. Zo dient het besluitvormingsproces zuiver te verlopen, waarbij iedere vorm van samenspanning die resulteert in oneigenlijk gebruik van de alternatieve mogelijkheden moet worden tegengegaan. Daarnaast dient de rechter erop toe te zien dat de alternatieve mogelijkheden de vrijwillige instemming met het akkoord of met nieuwe financiële verplichtingen niet ondermijnen. Op deze wijze kan een evenwicht worden gevonden tussen enerzijds het toelaten van alternatieve mogelijkheden om schuldeisers te prikkelen tot instemming met het akkoord of met nieuwe financiële verplichtingen, en anderzijds het waarborgen van de rechtszekerheid en schuldeisersbescherming onder de WHOA.

Bartstra, de Weijs & Jonkers, *TvI* 2020/15

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

Beni Driss, *FIP* 2019/87

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

Van den Berg, *TvI* 2022/22

S.W. van den Berg, 'Artikel 370 lid 1 Fw: wat zijn 'lopende verplichtingen' tijdens de WHOA- procedure?', *TvI* 2022/22, p. 146-153.

De Boeck & Van Hees, *FIP* 2023/8

M.J. de Boeck & J.J. van Hees, 'Essentiële overeenkomsten bij reorganisaties', *FIP* 2023/8, p. 28-37.

Van Boekel & Breeman, *TvI* 2023/37

K.H. van Boekel en M.S. Breeman, 'Kroniek WHOA: 2,5 jaar WHOA-uitspraken', *TvI* 2023/37, p. 307-346.

Van Boekel & Breeman, *TvI* 2024/37

K.H. van Boekel en M.S. Breeman, 'Kroniek WHOA: 2023-2024', *TvI* 2024/37, p. 316-343.

Bouts 2021

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

Fliet, *FIP* 2025/90

J.F. Fliet, 'Het (ontbrekende) toetsingskader voor een wijziging van de rangorde door middel van een WHOA-akkoord', *FIP* 2025/90.

Van Hooff & Nijkamp 2021

J.E.P.A. van Hooff & D.D. Nijkamp, 'Wijziging en beëindiging van overeenkomsten onder de WHOA', in: R. F. Feenstra e.a. (red.), *Wet Homologatie Onderhands Akkoord (Insolad Jaarboek 2021)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 245-266.

Ter Horst 2021

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

Kerstjens & Jansen 2023

G.A.G. Kerstjens & S. Jansen, 'Slechter af bij gedwongen doorfinanciering?', in: B.A. Schuijling, M. van Wingerden & P.M.P. Frenken, *Het bancaire belang. Opstellen aangeboden aan mr. H.J. Damkot (Onderneming en Recht nr. 141)*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, p. 351-366.

Kreuze & Den Hollander, *O&F* 2024/1

G. Kreuze & R. den Hollander, 'De positie van de junior crediteur in intercreditorstructuren', *O&F* 2024/1, p. 61-91.

Kroezen, *TvI* 2024/10

A.H. Kroezen, 'Cassatie in het belang der wet: zijn gedwongen financiering van werkkapitaal en wijziging van rangorde mogelijk in een WHOA-akkoord?', *TvI* 2024/10, p. 77-91.

Mennens 2020

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

Moulen Janssen, *Ondernemingsrecht* 2019/147

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

Mouthaan & Leeuwenburgh 2021

M. Mouthaan & R.M. Leeuwenburgh, 'Homologatie en de gevolgen van het akkoord', in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Mouthaan & Schippers, *HERO* 2024/W-011

M. Mouthaan & L.W.H. Schippers, 'Triage aan de WHOA-poort: lopende verplichtingen concludent sleutelbegrip?', *HERO* 2024/W-011.

O'Dea 2022

G. O'Dea, *Restructuring Plans, Creditor Schemes, and other Restructuring Tools*, Oxford: Oxford University Press 2022.

Orbán, *TvI* 2024/27

G.Á.C. Orbán, 'Overigens ben ik van mening dat het 'lopende verplichtingen'-criterium in de WHOA afgeschaft moet worden!', *TvI* 2024/27, p. 221-229.

Orbán, *TvI* 2024/24

G.Á.C. Orbán, 'The Adler Appeal: de verdeling van reorganisatiesurplus in Engelse restructuring plans', *TvI* 2024/24, p. 196-203.

Pilkington & Stoner 2022

C. Pilkington & W. Stoner, *Pilkington on Creditor Schemes of Arrangement and Restructuring Plans*, Londen: Sweet Maxwell 2022.

Polak/Pannevis 2022

N.B. Pannevis, *Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2022, hoofdstuk 29.

Reumers 2021

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

Van Rossum, *HERO* 2024/W-006

S.A.J. van Rossum, 'The Adler has landed: food for thought voor de Nederlandse WHOA-praktijk', *HERO* 2024/W-006.

Schelhaas & Swinnen 2021

H.N. Schelhaas & K.K.E.C.T. Swinnen, 'Pacta sunt servanda en de WHOA – Over de beëindiging en wijziging van contracten', in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), *De WHOA van wet naar recht (Recht & Praktijk, nr. InsR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Salah, *MvV* 2021/4

O. Salah, 'De homologatie van een akkoord onder de WHOA', *MvV* 2021/4, p. 148-157.

Salah, *HERO* 2025/B-010

O. Salah, 'McDermott's parallel restructuring proceedings: UK Restructuring Plan meets the Dutch WHOA', *HERO* 2025/B-010.

Snijders, *FIP* 2021/172

J.L. Snijders, 'Fixatiebeginsel en de WHOA', *FIP* 2021/172, p. 21-26.

Tollenaar 2016

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

Tollenaar, TvI 2020/23

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

Wessels & Salah XI 2024

B. Wessels & O. Salah, *Insolventierecht: Buiten faillissement en surseance van betaling*, Deventer: Wolters Kluwer 2024.

Nederland

Rechtbank

Rb. Amsterdam 5 augustus 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6519, *JOR* 2022/102, m.nt. R. van den Sigtenhorst.

Rb. Midden-Nederland 31 maart 2022, ECLI:NL:RBMNE:2022:1329, *JOR* 2022/240, m.nt. R. van den Sigtenhorst (*Aspectenverzoek Kunstverhuurbedrijf*).

Rb. Midden-Nederland 7 maart 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:135, *JOR* 2023/191, m.nt. C.M. Harmsen.

Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, *NJ* 2023/184, m.nt. F.M.J. Verstijlen, *JOR* 2023/193, m.nt. F.A. van de Wakker.

Rb. Amsterdam 21 maart 2024, ECLI:NL:RBAMS:2024:1608, *JOR* 2024/176, m.nt. S.A.J. van Rossum.

Hoge Raad

HR 19 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY6108, *JOR* 2013/224, m.nt. G.A.J. Boekraad (*Koot Beheer/Tideman q.q.*).

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

HR 24 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:485, *JOR* 2017/209, m.nt. A.M. Mennens (*Mondia/V&D*).

HR 23 maart 2018, ECLI:NL:HR:2018:424, *JOR* 2018/254 m.nt. mr. N.S.G.J. Vermunt, prof. mr. N.E.D. Faber (*Credit Suisse/Jongepier II q.q.*).

Conclusie P-G G. Snijders 26 maart 2024, ECLI:NL:PHR:2024:346.

HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, *NJ* 2024/322, m.nt. F.M.J. Verstijlen, *JOR* 2025/21, m.nt. prof. mr. A.J. Tekstra.

Verenigd Koninkrijk

Re Tea Corporation Ltd [1904] 1 (Ch).

Re NFU Development Trust Ltd [1973] 1 All E.R.

Re Savoy Hotel Ltd [1981] (Ch).

Re B&S Distributors Pty Ltd [1986] 5 NSWLR 492.

Re T&N Ltd (no.4) [2006] EWHC 1447 (Ch).

Re Prudential Assurance Co Ltd v PRG Powerhouse Ltd [2007] EWHC 1002 (Ch).

Re Lehman Brothers International (Europe) (No 2) [2009] EWCA Civ 1161.

Re APCOA Parking Holdings GmbH [2014] EWHC 3849 (Ch).

Re Global Garden Products Italy SpA [2016] EWHC 1884 (Ch).

Re Noble Group Limited [2018] EWHC 2911 (Ch).

Re Cash Loans Limited [2019] EWHC 2795 (Ch).

Re PizzaExpress Financing Plc [2020] EWHC 2873 (Ch).

Re Premier Oil plc [2020] CSOH 39.

Re Virgin Atlantic Airways Ltd [2020] EWHC 2191 (Ch).

Re DeepOcean I UK Ltd [2021] EWHC 138 (Ch).

Re Gategroup Guarantee Ltd [2021] EWHC 304 (Ch).

Re Hurricane Energy Plc [2021] EWHC 1759 (Ch).

Re Smile Telecoms Holdings Ltd [2021] EWHC 933 (Ch).

Re Virgin Active Holdings Ltd [2021] EWHC 1246 (Ch).

Re ED&F Holdings Ltd [2022] EWHC 687 (Ch).

Re Lamo Holding BV [2023] EWHC 1558 (Ch).

Re AGPS Bondco PLC [2024] EWCA Civ 24.

Re CB&I UK LTD [2024] EWHC 398 (Ch).

Parlementaire stukken

Nederland

Kamerstukken II 2012/13, 29911, nr. 74.

Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3 (MvT).

Europa

Richtlijn (EU) 2019/1023.