



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM

Noodfinanciering bij herstructurerings:

**Een rechtsvergelijkend onderzoek naar *DIP Financing*
onder Chapter 11 in de Verenigde Staten en
noodfinanciering onder de WHOA in Nederland**

Masterscriptie Rechtsgeleerdheid

Naam: Richard Pols

Email: richard.pols@student.uva.nl

Mastertrack: Commerciële rechtspraktijk

Begeleider: mr. Bas van Weert

Inleverdatum: 26 juni 2025

Abstract

Deze scriptie richt zich op de vraag in hoeverre de juridische kaders, praktische toepassing en positie van belanghebbenden verschillen tussen het aantrekken van noodfinanciering onder de WHOA in Nederland en DIP-financiering onder Chapter 11 in de Verenigde Staten. Het doel is om een rechtsvergelijking te maken tussen beide regimes door eerst te analyseren welke mogelijkheden beide regimes bieden voor het aantrekken van noodfinanciering, welke waarborgen gelden voor zittende schuldeisers en in hoeverre noodfinanciers een voorkeurspositie kunnen verkrijgen, en vervolgens de bevindingen met elkaar te vergelijken. De onderzoeksmethode bestaat daarom uit een combinatie van een juridisch-dogmatische en rechtsvergelijkende benadering.

In dit onderzoek is toegelicht dat de WHOA twee vormen van noodfinanciering kent, interimfinanciering en uitvoeringsfinanciering, waarvoor verschillende juridische kaders gelden om noodfinanciering aan te trekken en benodigde paulianabescherming te verkrijgen. In de praktijk blijkt rechterlijke goedkeuring voor interimfinanciering zeldzaam. Daarmee biedt de WHOA op dit punt geen effectieve stimulans voor het aantrekken van interimfinanciering. Uitvoeringsfinanciering wordt daarentegen wel regelmatig goedgekeurd. Verder volgt uit de analyse dat de WHOA meer ruimte biedt dan voorheen werd aangenomen voor het geven van een voorrangspositie aan de noodfinancier ten opzichte van zittende schuldeisers. Uit het IHC-arrest blijkt dat zowel contractuele als goederenrechtelijke rangwijziging mogelijk is. De vestiging van een eersterangs zekerheidsrecht is daarmee mogelijk, mits gesecureerde schuldeisers volledig worden gecompenseerd en aan de overige wettelijke voorwaarden is voldaan.

Vervolgens toont dit onderzoek aan dat Chapter 11 ruime mogelijkheden biedt voor het aantrekken van DIP-financiering, inclusief het vestigen van zekerheden met voorrang boven bestaande rechten via zogeheten *priming liens*. Hoewel het Amerikaanse stelsel gepaard gaat met goede wettelijke waarborgen voor gesecureerde schuldeisers, blijkt in de praktijk dat met name ongesecureerde schuldeisers relatief zwak worden beschermd. Noodfinanciers, vaak zittende gesecureerde schuldeisers, kunnen vergaande controle over de onderneming en het herstructureringstraject bewerkstelligen en een onevenredig gunstige positie afdwingen, ten koste van de overige schuldeisers.

De rechtsvergelijking toont dat Chapter 11 ruimere mogelijkheden biedt voor het aantrekken van noodfinanciering en het verlenen van voorrangsposities aan de noodfinancier én gepaard gaat met betere wettelijke waarborgen ter bescherming van gesecureerde schuldeisers dan de WHOA. Tegelijkertijd blijkt dat noodfinanciers in de VS in de praktijk een sterkere machtspositie en meer mogelijkheden hebben om zich in een onevenredig gunstige positie te brengen ten opzichte van de overige schuldeisers dan onder de WHOA. Vergeleken met Chapter 11 biedt de WHOA weliswaar minder ruimte voor het aantrekken van noodfinanciering, maar blijken de belangen van overige schuldeisers wel beter beschermd te zijn in het herstructureringsproces.

Geconcludeerd kan worden dat Chapter 11 een doeltreffender regime is voor het aantrekken van noodfinanciering dan de WHOA, maar dat het in de praktijk meer buitensporigheid toelaat ten gunste van de noodfinancier en ten koste van de overige schuldeisers. De WHOA biedt ten aanzien van noodfinanciering dus minder slagkracht dan Chapter 11, maar deze terughoudendheid is juist haar kracht: zij laat aanzienlijk minder ruimte voor de excessen die in de Amerikaanse praktijk zichtbaar zijn.

Inhoudsopgave

Abstract	2
1 Inleiding	6
1.1 Introductie	6
1.2 Probleemstelling	7
1.3 Onderzoeksvraag en deelvragen	10
1.4 Wetenschappelijke en maatschappelijke relevantie.....	10
1.5 Onderzoeksmethode.....	11
1.6 Structuur.....	12
2 Noodfinanciering onder de WHOA in Nederland	13
2.1 Inleiding	13
2.2 De actio Pauliana en twee typen noodfinanciering.....	13
2.3 Interimfinanciering	15
2.3.1 Wettelijk kader: artikel 42a Fw.....	15
2.3.2 Jurisprudentieanalyse: interimfinanciering in de praktijk.....	16
2.4 Nieuwe of uitvoeringsfinanciering	18
2.4.1 Wettelijk kader: artikel 384 lid 2 Fw	18
2.4.2 Jurisprudentieanalyse: uitvoeringsfinanciering in de praktijk	19
2.5 Tussenconclusie	21
3 Contractuele en goederenrechtelijke rangwijziging onder de WHOA	23
3.1 Introductie	23
3.2 Geen wettelijke voorrangspositie noodfinancier	23
3.3 IHC-arrest: Wijziging rangorde bij uitvoeringsfinanciering mogelijk onder de WHOA?.....	24
3.4 Overige voorwaarden rangordewijziging	26
3.5 Tussenconclusie	28
4 Noodfinanciering onder Chapter 11 in de VS	30
4.1 Inleiding	30
4.2 DIP-financiering onder Chapter 11	31
4.2.1 Pre-petition en post-petition rechtshandelingen.....	31
4.2.2 Ongesecureerde DIP-financiering.....	32
4.2.3 Gesecureerde of preferente DIP-financiering	33
4.2.4 DIP-financiering met <i>priming lien</i>	33
4.3 DIP-financiering in de praktijk	34
4.3.1 Doorgesloten schuldeiserscontrole.....	35
4.3.2 Roll-ups and cross-collateralization.....	36
4.3.3 Buitensporige rentes tegenover weinig risico	37

4.3.4	Gevolgen	37
4.4	Tussenconclusie	38
5	De vergelijking: noodfinanciering onder de WHOA versus Chapter 11	40
5.1	Introductie	40
5.2	Ruimere mogelijkheden voor noodfinanciering onder Chapter 11	40
5.3	Betere wettelijke waarborgen voor schuldeisers onder Chapter 11	42
5.4	Grotere machtspositie DIP-financier onder Chapter 11	43
5.5	Tussenconclusie	46
6	Conclusie	47
Bronnen		49
Literatuur		49
Jurisprudentie Nederland		56
Jurisprudentie VS		57
Richtlijnen en kamerstukken		58

1 Inleiding

1.1 Introductie

Ondernemingen met een levensvatbaar bedrijfsmodel, maar een te hoge schuldenlast, kunnen via een herstructurering proberen hun schulden terug te brengen om toekomstig faillissement te voorkomen. Zo'n herstructurering kan worden geïnitieerd door de onderneming zelf, wanneer deze verkeert in een toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat de onderneming niet met het betalen van haar schulden zal kunnen voortgaan.¹ Omdat de onderneming tijdens dit proces zelf de regie houdt, wordt deze ook wel aangeduid als *Debtor-in-Possession* (DIP). In situaties waarin de schuldenlast de waarde van de onderneming overstijgt, kunnen niet alle schuldeisers volledig worden voldaan. In dat geval 'breekt de waarde van de onderneming in de schuld'.

Het mooie van een herstructurering is dat faillissement in zo'n situatie kan worden voorkomen door met schuldeisers een akkoord te sluiten, waarbij zij een korting op hun schulden accepteren in ruil voor het verkrijgen van een deel van de ondernemingswaarde. Aandeelhouders hebben in deze situatie geen recht meer op waarde, omdat zij pas aanspraak maken op een uitkering nadat alle schulden zijn voldaan; zij zijn *out of the money*.² Daarom is de verdeling van de ondernemingswaarde onder rechthebbenden bij een herstructurering in feite (gedeeltelijk) een waardeoverdracht van de aandeelhouders naar de schuldeisers. Als het lukt om een onderneming zo te redden, is dit dus niet primair ten gunste van de aandeelhouders van de onderneming, zoals intuïtief kan worden gedacht, maar eerder een manier voor schuldeisers om een zo goed mogelijke opbrengst te realiseren uit een investering die anders minder zou opleveren. Het is namelijk de bedoeling dat door faillissement te voorkomen, het proces van waardecreatie door de onderneming kan worden voortgezet, waardoor de onderneming meer waarde oplevert dan de losse activa bij liquidatie zouden opleveren.

Binnen de WHOA ligt dan ook grote nadruk op het vereiste dat schuldeisers beter af moeten zijn dan bij faillissement, maar een groot probleem hierbij is dat de zogenaamde

¹ Art. 370 Fw.

² Behoudens de uitzonderingen van essentiële aandeelhouders, *gifting*, inbreng van nieuwe waarde, zie Beni Driss 2019, par. 1.

reorganisatiewaarde die verdeeld wordt onder de schuldeisers bij een herstructurering alleen bestaat op papier. De reorganisatiewaarde wordt namelijk berekend door het bedrijf te waarderen gebaseerd op verwachte toekomstige inkomsten, niet enkel op de activa die het bedrijf op dat moment werkelijk te verdelen heeft.³ Op papier kan de berekende reorganisatiewaarde wel een mooi bedrag zijn om te verdelen, maar een onderneming met een te hoge schuldenlast schiet vaak juist ernstig tekort in de benodigde liquide middelen om überhaupt te kunnen blijven draaien.

Daarom bestaat bij ondernemingen in een herstructureringstraject een grote behoefte aan noodfinanciering, te onderscheiden in twee varianten. In eerste instantie is interim- of tussentijdse noodfinanciering nodig om tijdens het herstructureringsproces de operationele verplichtingen te kunnen blijven voldoen en om de kosten van de voorbereiding van het akkoord te dekken.⁴ In tweede instantie is nieuwe of uitvoeringsfinanciering nodig om het akkoord te kunnen uitvoeren en de onderneming daadwerkelijk voort te zetten.⁵ Beide vormen van noodfinanciering spelen een cruciale rol, zonder welke een herstructurering vaak helemaal niet mogelijk is.⁶

1.2 Probleemstelling

Hier zit een probleem. Het verstrekken van noodfinanciering is niet zomaar aantrekkelijk, omdat de kans vaak substantieel is dat de onderneming alsnog failliet gaat en de noodfinancier zijn geld niet terugziet. Het is voor de potentiële noodfinancier daarom alleen logisch om noodfinanciering te verschaffen als daar een toereikende zekerheid tegenover staat, maar de meeste bezittingen van de schuldenaar zijn in dit stadium al in zekerheid gegeven om eerdere financiering op te halen. Daarom bestaat de behoefte om de noodfinancier een bepaalde voorrangspositie te geven, bijvoorbeeld door het toekennen van een goederenrechtelijke zekerheid die voorgaat op de bestaande zekerheden.

In de Verenigde Staten is onder de Chapter 11 expliciet geregeld dat een schuldenaar die noodfinanciering, ofwel *DIP Financing*, wil aantrekken een eersterangs

³ Kruger 2023.

⁴ Geregeld in art. 42a Fw.

⁵ Pool 2023, par. 17.3.3.

⁶ Ovw. 66 Richtlijn (EU) 2019/1023; Kamerstukken II 2021/22, 36 040, nr. 3 (MvT), p. 8.

zekerheidsrecht (*priming lien*) kan laten vestigen op zijn vermogensbestanddelen, die in rang zelfs kan voorgaan op bestaande zekerheidsrechten. Hierdoor kunnen noodfinanciers een betere positie verkrijgen dan zittende schuldeisers, wat het verstrekken van noodfinanciering aantrekkelijker maakt. Tegelijkertijd kan dit zorgen voor spanning met de rechten en belangen van de zittende schuldeisers, als de noodfinancier buitenproportionele voordelen of voorrang naar zich toe probeert te trekken. DIP-financiering met een *priming lien* is daarom onderworpen aan bepaalde strenge vereisten, zoals adequate bescherming van achtergestelde zekerheidsgerechtigden en de verplichting om aan te tonen dat deze financiering de enige uitweg is.⁷

De EU heeft in art. 17 lid 4 van de herstructureringsrichtlijn de keuze overgelaten aan de lidstaten of zij in hun nationale wetgeving de mogelijkheid van een superieur gerangschikte positie voor noodfinanciers willen invoeren.⁸ De Nederlandse wetgever heeft dit overwogen, maar heeft uiteindelijk gekozen om geen gebruik te maken van deze mogelijkheid tot het verlenen van voorrang in de finale versie van de WHOA. Hierdoor bestaat de kans dat de drempel om noodfinanciers aan te trekken onder de WHOA groter is dan onder Chapter 11, omdat verstrekking van noodfinanciering door de wetgever niet aantrekkelijk genoeg is gemaakt voor noodfinanciers.

In de praktijk zijn er echter verschillende manieren gebleken om de noodfinancier toch een voorrangspositie te geven, bijvoorbeeld door bij uitvoeringsfinanciering af te wijken van de *absolute priority rule*, die vereist dat een schuldeiser van een lagere rang pas iets mag ontvangen als hogere rangen volledig zijn voldaan. Rechters toetsen bij homologatie van het akkoord de gemaakte afspraken, inclusief de noodfinanciering, aan dit vereiste. De *absolute priority rule* is echter helemaal niet absoluut, aangezien afwijkingen mogelijk zijn als een redelijke grond bestaat en de betrokken schuldeisers of aandeelhouders door de afwijking niet in hun belang worden geschaad.⁹

Met name na de uitspraak van de rechtbank Rotterdam over het homologatieakkoord van IHC, hield de vraag of in een herstructureringsakkoord naast de contractuele

⁷ Zie paragraaf 4.2.4.

⁸ Art. 17 lid 4 Richtlijn (EU) 2019/1023.

⁹ Art. 384 lid 4 sub b Fw; HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, r.o. 3.3.

rangorde, ook van de goederenrechtelijke rangorde mocht worden afgeweken, de gemoederen onder juristen bezig.¹⁰ In het recente arrest over de herstructurering van IHC, heeft de Hoge Raad geoordeeld dat hoewel terugbetaling met voorrang van noodfinanciers niet kan, in sommige gevallen wel via een WHOA-akkoord kan worden afgeweken van de wettelijke en zelfs goederenrechtelijke rangorde, bijvoorbeeld door een nieuwe financier zekerheden te verschaffen in combinatie met een verlaging van de rang van bestaande zekerheden.¹¹ Dit heeft gezorgd voor reacties uiteenlopend van bezorgdheid over de positie van zittende schuldeisers tot opluchting voor de ruimte die dit geeft om noodfinanciering aan te trekken.¹²

Ten aanzien van interimfinanciering heeft de rechtbank Rotterdam in 2021 al geoordeeld dat deze financiering apart van de overige schulden mag worden behandeld. Zo kon financiering met beschermde status worden verstrekt aan een glastuinbouwbedrijf, ondanks het voorzienbare risico dat de zittende schuldeisers al niet volledig terugbetaald zouden kunnen worden. Dit werd toegestaan, omdat de teelt anders niet kon worden opgezet en de onderneming zeker niet zou kunnen voortbestaan, wat helemaal nadelig zou zijn voor de overige schuldeisers.¹³ In een dergelijke situatie kunnen onbezwaarde activa in zekerheid worden gegeven aan de noodfinancier, waarmee wordt toegelaten dat ingeval van faillissement minder uitwinbare activa overblijven voor de overige schuldeisers, ondanks het duidelijke risico daarop.

Uit het omvangrijke evaluatierapport van de WHOA gepubliceerd in 2023, blijkt dat aantrekking van noodfinanciering een uitdaging blijft, ondanks de mogelijkheden in de praktijk om af te wijken van de rangorde. Van de experts die deelnamen aan de enquête over het functioneren en mogelijke verbeteringen aan de WHOA, is maar liefst 66% van mening dat het wel mogelijk zou moeten zijn om vorderingen van nieuwe financiers voorrang te geven boven die van bestaande financiers om zo nieuwe financiers over de streep te trekken.¹⁴

¹⁰ Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:1902.

¹¹ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, r.o. 3.11.

¹² Vriesendorp, Pool & Koster 2024, p. 237.

¹³ Rb. Rotterdam 3 maart 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, r.o. 2.4.

¹⁴ Verstijlen e.a. 2023.

De schijnbaar ruimere mogelijkheden van afwijking van de rangorde in Nederland en de strenge vereisten voor verstrekking van eersterangs zekerheidsrechten in de VS, roepen de vraag op of de mogelijkheden voor verschaffing van noodfinanciering aan bedrijven in Nederland wel wezenlijk verschillen met het systeem van *DIP Financing* met eersterangs zekerheidsrechten in de VS, of dat de verschillen door de toegestane afwijkingen in de praktijk juist meevallen en wellicht helemaal niet leiden tot zulke uiteenlopende uitkomsten.

1.3 Onderzoeksvraag en deelvragen

Mijn centrale onderzoeksvraag luidt daarom als volgt:

In hoeverre verschillen de juridische kaders, de praktische toepassing en de positie van belanghebbenden tussen de verstrekking van noodfinanciering onder de WHOA in Nederland en DIP Financing onder Chapter 11 in de Verenigde Staten?

Deze onderzoeksvraag wordt beantwoord aan de hand van de volgende deelvragen:

1. *Welke mogelijkheden biedt de WHOA voor het aantrekken van noodfinanciering en hoe worden deze in de praktijk toegepast?*
2. *In hoeverre kan onder de WHOA een voorrangspositie worden bewerkstelligd voor de noodfinancier ten opzichte van de zittende schuldeisers door een wijziging van de contractuele of goederenrechtelijke rechten van de zittende schuldeisers?*
3. *Welke mogelijkheden biedt Chapter 11 voor het aantrekken van DIP Financing en het bewerkstelligen van een voorrangspositie voor de noodfinancier?*
4. *Hoe verhoudt de regeling voor aantrekking van noodfinanciering onder Chapter 11 zich wettelijk en praktisch tot de WHOA?*

1.4 Wetenschappelijke en maatschappelijke relevantie

Dit onderzoek vult een belangrijke lacune in de literatuur, aangezien nog nauwelijks rechtsvergelijkend onderzoek is verricht naar de verschillen tussen de mogelijkheden voor noodfinanciering onder de Nederlandse WHOA en het Amerikaanse *DIP Financing*-mechanisme. Door middel van een systematische juridische én praktische

vergelijking draagt dit onderzoek bij aan een beter begrip van de grenzen en mogelijkheden van noodfinanciering onder de WHOA en Chapter 11.

Een andere toevoeging betreft de vergelijking van de mate van bescherming van rechten van belanghebbenden bij noodfinancieringen. Hiermee wordt een wetenschappelijke bijdrage geleverd aan de discussie over de rol en bescherming van verschillende belanghebbenden in herstructureringsprocedures. Juristen kunnen deze inzichten gebruiken in discussies over de evaluatie van de WHOA en mogelijke herziening. Daarnaast vormt het recente IHC-arrest een nieuwe ontwikkeling in de Nederlandse herstructureringspraktijk die meer aandacht verdient. Dit arrest heeft namelijk vooral aandacht gekregen vanwege de vraag of het opleggen van een verplichting tot doorfinanciering mogelijk is onder gewijzigde omstandigheden, terwijl het aspect van rangwijziging onderbelicht is gebleven.

Noodfinanciering is essentieel voor het slagen van herstructureringen en raakt direct aan de belangen van schuldeisers, aandeelhouders en financiers. Dit onderzoek brengt in kaart hoe hun rechten onder de WHOA en Chapter 11 ten aanzien van noodfinanciering worden gewaarborgd of juist beperkt, en geeft daarmee inzicht in de onderliggende machtsverhoudingen en mogelijke juridische keuzes. Deze inzichten zijn niet alleen van wetenschappelijke waarde, maar ook van praktisch belang voor advocaten, insolventiespecialisten en rechters, omdat ze strategische beslissingen bij herstructureringen kunnen ondersteunen. De opkomst van *parallel restructuring proceedings* in Nederland en de VS, waarbij een herstructurering tegelijk in beide jurisdicties wordt gerealiseerd, onderstreept deze relevantie des te meer.¹⁵ Daarnaast biedt de analyse handvatten voor beleidsmakers bij evaluatie van de WHOA, met name waar het gaat om de effectiviteit en balans in belangen van betrokkenen.

1.5 Onderzoeksmethode

In dit onderzoek hanteer ik eerst een juridisch-dogmatische onderzoeksmethode voor hoofdstuk 2, 3 en 4. Daarbij beschrijf en analyseer ik het Nederlandse recht door wetsartikelen, parlementaire geschiedenis, jurisprudentie, handboeken, en juridische

¹⁵ Zie bijvoorbeeld de herstructurering van Diebold Nixdorf in Salah, Gluck & Malakotipour 2024.

tijdschriftartikelen te raadplegen. Deze worden voornamelijk geraadpleegd via juridische databanken als Legal Intelligence, Kluwer Navigator en Rechtspraak.nl. Vervolgens analyseer ik het Amerikaanse recht, waarbij ik ook Engelstalige bronnen raadpleeg, beschikbaar via Westlaw, Google Scholar en het digitale zoekportaal van de universiteitsbibliotheek. Vervolgens hanteer ik een rechtsvergelijkende onderzoeksmethode in hoofdstuk 5, waarbij ik de bevindingen uit het Nederlandse en Amerikaanse recht tegenover elkaar plaats. Door gebruik van deze gecombineerde methodiek ontstaat een helder en onderbouwd beeld van de juridische grondslagen en praktische toepassing van noodfinanciering in beide rechtsstelsels, waarmee ik alle deelvragen en ten slotte de hoofdvraag kan beantwoorden.

1.6 Structuur

De opzet van mijn onderzoek is als volgt. In hoofdstuk 2 worden de mogelijkheden om noodfinanciering aan te trekken onder de WHOA besproken. In hoofdstuk 3 wordt de reikwijdte van contractuele en goederenrechtelijke rangwijzigingen onder de WHOA behandeld. In hoofdstuk 4 wordt de regeling van DIP-financiering onder Chapter 11 geanalyseerd. Vervolgens geeft hoofdstuk 5 een rechtsvergelijkende analyse tussen beide regimes. Hoofdstuk 6 sluit af met de conclusie en beantwoording van de hoofdvraag.

2 Noodfinanciering onder de WHOA in Nederland

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de eerste deelvraag van het onderzoek beantwoord, namelijk welke mogelijkheden de WHOA biedt voor het aantrekken van noodfinanciering en hoe deze in de praktijk worden toegepast door WHOA-rechters en de Hoge Raad. Hoewel geen hoger beroep openstaat tegen een WHOA-uitspraak, kan de procureur-generaal wel cassatie in het belang der wet instellen. Hierdoor kan ook de wetsinterpretatie door de Hoge Raad worden geanalyseerd. Om deze deelvraag te kunnen beantwoorden, wordt eerst de noodzaak voor bescherming van noodfinanciering en bijbehorende zekerheden tegen de actio Pauliana uitgelegd, gevolgd door het onderscheid tussen interim- en uitvoeringsfinanciering. Daarna wordt voor beide typen financiering afzonderlijk geanalyseerd op welke manier en onder welke voorwaarden deze kunnen worden aangetrokken.

2.2 De actio Pauliana en twee typen noodfinanciering

Zoals uiteengezet in hoofdstuk 1, is het voor ondernemingen in een WHOA-traject essentieel om bij gebrek aan liquiditeit noodfinanciering te verkrijgen, zodat zij in eerste instantie operationeel kunnen blijven om het akkoordtraject te doorlopen en in tweede instantie om het akkoord uit te voeren. Tegelijkertijd is allerm minst zeker dat de herstructurering succesvol zal zijn, waardoor de kans bestaat dat de onderneming op een later moment alsnog failliet gaat.

Zonder specifieke bescherming, zouden noodfinanciers het risico lopen dat de curator in een later faillissement de gevestigde zekerheden vernietigt op grond van de faillissementspauliana. Art. 42 Faillissementswet (Fw) geeft de curator namelijk de bevoegdheid om onverplichte rechtshandelingen die leiden tot benadeling van schuldeisers te vernietigen, indien de schuldenaar en de wederpartij wetenschap hadden van die benadeling ten tijde van de rechtshandeling.¹⁶ In het arrest Van Dooren q.q./ABN Amro III heeft de Hoge Raad geoordeeld dat sprake is van wetenschap van

¹⁶ Verstijlen 2020, par. 2.

benadeling als tijdens de handeling het faillissement en een tekort daarin met een redelijke mate van waarschijnlijkheid waren te voorzien.¹⁷

Het is natuurlijk inherent aan de poging om de onderneming te herstructureren dat een mogelijk faillissement te verwachten is. Als faillissement volgt, zou een curator gemakkelijk kunnen stellen dat de schuldenaar en noodfinancier het faillissement en tekort met redelijke mate van waarschijnlijkheid konden voorzien en de andere schuldeisers hebben benadeeld door toch noodfinanciering aan te trekken en bijvoorbeeld zekerheden te vestigen die niet langer voor verdeling onder de zittende schuldeisers beschikbaar zijn. Hierdoor bestaat een reëel risico voor de noodfinancier dat de vestiging van zekerheden vernietigd wordt, zelfs wanneer de financiering essentieel was voor het voortbestaan van de onderneming gedurende het WHOA-traject.¹⁸

Deze onzekerheid zou het verkrijgen van financiering belemmeren in een fase waarin liquiditeit met spoed nodig is. Daarom is met de paulianabescherming in art. 42a Fw een regeling uitgewerkt die rechtshandelingen ter verkrijging van interimfinanciering vrijwaart van mogelijke vernietiging door de curator bij een later faillissement.¹⁹ Juridisch gezien moet volgens de Europese Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie (voorts: de Herstructureringsrichtlijn) en de Nederlandse uitwerking in de WHOA, een onderscheid worden gemaakt tussen twee typen noodfinanciering.²⁰ Ten eerste wordt interim- of tussentijdse financiering onderscheiden, verschaft tijdens het onderhandelingstraject en gericht op het in stand houden van de operationele bedrijfsvoering voorafgaand aan homologatie van het akkoord, of op de voorbereiding van het akkoord. Ten tweede wordt nieuwe of uitvoeringsfinanciering onderscheiden, dat deel uitmaakt van het herstructureringsakkoord en noodzakelijk is om het akkoord en het voortbestaan van de onderneming mogelijk te maken. Dit onderscheid is van belang, omdat slechts interimfinanciering in aanmerking komt voor bescherming op

¹⁷ HR 22 december 2009, *JOR* 2011/19, r.o. 3.7.

¹⁸ Van der Drift & Durlinger 2020, par. 1.

¹⁹ T&C Insolventierecht, art. 42a Fw.

²⁰ Art. 17 en 18 Richtlijn (EU) 2019/1023.

grond van art. 42a Fw.²¹ Uitvoeringsfinanciering wordt beschermd via homologatie van het akkoord waarin het is opgenomen.²²

2.3 Interimfinanciering

2.3.1 Wettelijk kader: artikel 42a Fw

Art. 42a Fw bepaalt dat de schuldenaar de rechter kan verzoeken om een machtiging voor het aantrekken van interimfinanciering of andere noodzakelijke rechtshandelingen. De rechter verleent die machtiging alleen als aan drie cumulatieve voorwaarden is voldaan.²³ Ten eerste moet vooraf een startverklaring zijn gedeponneerd conform art. 370 lid 3 Fw of een herstructureringsdeskundige zijn benoemd conform art. 371 Fw. De paulianabescherming van art. 42a Fw ziet namelijk uitsluitend op rechtshandelingen die worden verricht na de formele start van het WHOA-traject, waardoor een machtiging absoluut niet met terugwerkende kracht wordt verleend aan transacties die materieel eerder zijn uitgevoerd.²⁴ Ten tweede moet voldaan zijn aan het noodzakelijkheids criterium, waarbij de rechtshandeling noodzakelijk moet zijn om (i) de onderneming tijdens de voorbereiding van het akkoord voort te zetten of (ii) het akkoord voor te bereiden, in stemming te brengen of te homologeren.²⁵ Ten derde moet voldaan zijn aan het belangencriterium, dat vereist dat (i) de belangen van de gezamenlijke schuldeisers door de rechtshandeling worden gediend, (ii) zonder dat individuele schuldeisers wezenlijk in hun belangen worden geschaad.²⁶

Na machtiging is de rechtshandeling, indien uitgevoerd conform het verzoek, niet vernietigbaar op grond van art. 42 Fw. Ook kunnen noodfinanciers op grond van de financiering niet civiel- of strafrechtelijk aansprakelijk worden gesteld.²⁷ De wetgever beoogt met deze bescherming een belangrijke drempel voor aantrekking van noodfinanciering weg te nemen.²⁸

²¹ Rb. Oost-Brabant 25 oktober 2023, ECLI:NL:RBOBR:2023:6057, *JOR* 2024/5, m.nt. Van den Sigtenhorst, r.o. 3.7.

²² Zie paragraaf 2.4.1.

²³ *T&C Insolventierecht*, art. 42a Fw.

²⁴ Rb. Rotterdam 3 maart 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, *JOR* 2021/190, r.o. 3.5.

²⁵ Art. 42a lid 1 sub a Fw.

²⁶ Art. 42a lid 1 sub b Fw.

²⁷ Wessels & Salah 2024, 11846; Kamerstukken II 2021/22, 36 040, nr. 3, p. 30 (MvT).

²⁸ Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3, (MvT), p. 26.

2.3.2 Jurisprudentieanalyse: interimfinanciering in de praktijk

2.3.2.1 *Weinig verzoeken paulianabescherming interimfinanciering*

Ondanks deze wettelijke paulianabescherming blijkt uit de praktijk dat gebruik van art. 42a Fw tot nu toe beperkt blijft. Van de honderden gepubliceerde WHOA-uitspraken bevatten slechts een paar een machtigingsverzoek op grond van art. 42a Fw, die bijna allemaal worden afgewezen. Als belangrijke oorzaak wordt gewezen op de strenge interpretatie van art. 42a Fw door rechters.²⁹ De onderstaande paragrafen gaan in op de vereisten die hierbij de grootste rol spelen, namelijk de strenge toetsing van het noodzakelijkheids criterium en het belangencriterium.

2.3.2.2 *Noodzakelijkheids criterium*

Rechtbanken leggen art. 42a Fw in de praktijk opmerkelijk streng uit. Dit blijkt uit de hoge eisen die rechters stellen aan het noodzakelijkheids criterium en het belangencriterium, waarbij zij vergaande onderbouwing van het machtigingsverzoek verwachten. Zo blijkt bijvoorbeeld dat hoewel in art. 42a Fw niet staat dat de financiering *onmiddellijk* noodzakelijk moet zijn, het gebrek aan urgentie toch een reden blijkt om machtigingsverzoeken af te wijzen. Het urgentie-element komt duidelijk naar voren in de eerdergenoemde glastuinbouwuitspraak. Zonder de interimfinanciering zouden de gewassen op zeer korte termijn verloren gaan, wat het einde van de bedrijfsvoering zou betekenen en daarmee ook het akkoordtraject zinloos zou maken. Daarom was voldaan aan het noodzakelijkheids criterium.³⁰ Daartegenover staat de ADO Den Haag-uitspraak, waarbij pas maanden na aanvraag van de machtiging gebruik zou worden gemaakt van de kredietfaciliteit. Omdat de rechtshandeling niet op korte termijn vereist was, vond de rechtbank dat niet voldaan was aan het noodzakelijkheids criterium.³¹

Opvallender is een uitspraak van de rechtbank Rotterdam waarin een machtiging werd gevraagd voor verschillende rechtshandelingen, maar waarvan geen enkele werd goedgekeurd. Een van de verzoeken betrof het vestigen van een eerste pandrecht op alle aan de schuldenaar toebehorende huidige en toekomstige goederen, tot zekerheid

²⁹ Van den Sigtenhorst 2023, par. 4.

³⁰ Rb. Rotterdam 3 maart 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, *JOR* 2021/190, r.o. 3.3.

³¹ Rb. Den Haag 3 september 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, *JOR* 2021/306, r.o. 4.7-4.15; Zie noot Kroezen 2021 voor een uitgebreidere analyse en kritiek op het vereiste van *onmiddellijke* noodzakelijkheid.

voor de nakoming van alle nieuwe verplichtingen ontstaan na de *cut-off date*. Hiervoor werd geen machtiging verleend, omdat de rechter onvoldoende concreet vond ten behoeve van welke verplichtingen de zekerheden zouden dienen, om te kunnen beoordelen of deze 'uitsluitend' noodzakelijk waren voor de voorbereiding van het akkoord. Met dit vereiste van 'uitsluitende' noodzakelijkheid lijkt nog een aanvullende dimensie aan het noodzakelijkheids criterium te worden toegevoegd.³²

2.3.2.3 Belangencriterium

Het belangencriterium houdt in dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers met een rechtshandeling zijn gediend, terwijl daardoor geen individuele schuldeiser wezenlijk in zijn belang wordt geschaad. In de jurisprudentie lijken deze twee onderdelen gezamenlijk te worden vastgesteld, waarbij geen sprake mag zijn van benadeling van de gezamenlijke schuldeisers.³³ Hierbij is in de regel al voldaan als de opbrengst voor schuldeisers bij het *going concern* blijven van de onderneming hoger wordt ingeschat dan bij liquidatie.³⁴ Deze vergelijking met het slechtste scenario, faillissement, biedt veel ruimte aan de schuldenaar en de noodfinancier om ten behoeve van de interimfinanciering een toereikende zekerheid te vestigen, mits voldoende onverpande activa beschikbaar zijn. De rechtbank Noord-Nederland accordeerde bijvoorbeeld de vestiging van een hypotheek tot zekerheid van de noodfinanciering. Schuldeisers werden niet in hun belangen geschaad, aangezien er geen sprake was van het verstrekken van aanvullende zekerheden voor al bestaande schulden en de herstructureringsdeskundige erop zou toezien dat de gelden zouden worden gebruikt ter voorbereiding op het akkoord.³⁵

Hiermee lijkt de drempel laag om interimfinanciering aan te trekken en ten behoeve daarvan zekerheden te vestigen. Rechters willen echter met volledige zekerheid vaststellen of de belangen van de gezamenlijke schuldeisers wel gediend zijn en geen individuele schuldenaar in zijn belang wordt geschaad. Daarom wordt het machtigingsverzoek streng getoetst. Zo is ook voor het belangencriterium vereist dat de schuldenaar in hoge mate duidelijk maakt onder welke voorwaarden de

³² Rb. Rotterdam 21 maart 2022, *JOR* 2023/266, r.o. 3.4-3.5; Zie uitgebreider Van den Sigtenhorst 2023.

³³ Van der Drift, 2024, par. 3.3; Rb. Den Haag 25 mei 2021, *JOR* 2021/225, r.o. 4.18.

³⁴ *T&C Insolventierecht*, commentaar op art. 384 Fw, par. 3; Rb. Noord-Nederland 26 maart 2021, ECLI:NL:RBNNE:2021:1100, r.o. 2.12.

³⁵ Rb. Noord-Nederland 26 maart 2021, ECLI:NL:RBNNE:2021:1100, r.o. 2.13.

voorgenomen rechtshandeling zal plaatsvinden en om welke waarde het gaat, anders volgt afwijzing van het machtigingsverzoek.³⁶ Naast de financieringsvoorwaarden, moeten ook de zekerheden duidelijk worden gespecificeerd en afgebakend om afwijzing te voorkomen.³⁷

De strenge benadering van art. 42a Fw heeft in de rechtspraak geleid tot stevige kritiek in de literatuur, omdat experts vinden dat rechtbanken onnodig hoge eisen aan de precisie en afbakening van de rechtshandelingen waarvoor bescherming wordt gevraagd, die helemaal niet realistisch zijn. Zo betoogt Van den Sigtenhorst dat het in de herstructureringspraktijk vaak onmogelijk is om op het moment van het machtigingsverzoek al exact te specificeren welke verplichtingen zullen ontstaan, wanneer deze worden aangegaan en welke zekerheden daarvoor vereist zijn. Hij pleit voor een meer pragmatische benadering, bijvoorbeeld door machtiging te verlenen onder beperkingen in tijd, bedrag of type rechtshandeling. Zo kan, ondanks het ontbreken van volledige specificatie, toch vooruitgang worden geboekt in het herstructureringstraject, terwijl de belangen van schuldeisers gewaarborgd blijven.³⁸

2.4 Nieuwe of uitvoeringsfinanciering

2.4.1 Wettelijk kader: artikel 384 lid 2 Fw

Nieuwe of uitvoeringsfinanciering vindt paulianabescherming via homologatie van het akkoord. Dit is niet wettelijk vastgelegd, maar blijkt uit de toelichting van de Minister.³⁹ Ook vindt dit bevestiging in een uitspraak van de rechtbank Oost-Brabant.⁴⁰ De financiering geniet alleen paulianabescherming als die is gespecificeerd in het akkoord en door de rechter is goedgekeurd. Als door instemming van alle partijen homologatie van het akkoord niet hoeft, kan de schuldenaar apart paulianabescherming verzoeken via een aspectenverzoek.⁴¹ Aangezien paulianabescherming niet automatisch intreedt als het akkoord wordt gesloten, is sprake van een lacune in de bescherming van de noodfinancier. Deze kan de noodfinancier wel dichten, door als voorwaarde bij de

³⁶ Zie Rb. Den Haag 3 september 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, r.o. 4.12.

³⁷ Rb. Zeeland-West-Brabant 20 december 2022, ECLI:NL:RBZWB:2022:8633, r.o. 3.7.

³⁸ Van den Sigtenhorst 2023, par. 9-13.

³⁹ Van den Sigtenhorst 2023, par. 9-13; Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3 (MvT), p. 34.

⁴⁰ Rb. Oost-Brabant 25 oktober 2023, ECLI:NL:RBOBR:2023:6057, *JOR* 2024/5, r.o. 3.7.

⁴¹ Rb. Rotterdam 13 maart 2023, *JOR* 2023/194, r.o. 6.26; Kamerstukken II 2021/22, 36040, nr. 3 (MvT), p. 29 en 95; Mennens 2023, par. 8.

financiering een goedgekeurd aspectenverzoek op te nemen, om zo paulianabescherming af te dwingen.

Bij homologatie toetst de rechter ambtshalve aan de algemene afwijzingsvoorwaarden van art. 384 lid 2 onder f Fw. Homologatie wordt geweigerd als nieuwe financiering in het akkoord is opgenomen, terwijl (i) redelijkerwijs aannemelijk is dat deze niet noodzakelijk is voor de uitvoering van het akkoord, of (ii) de belangen van de gezamenlijke schuldeisers daardoor wezenlijk worden geschaad. Homologatie wordt ook geweigerd als het akkoord naast financiering een andersoortige transactie bevat, terwijl redelijkerwijs aannemelijk is dat deze niet *onmiddellijk* noodzakelijk is voor de uitvoering van het akkoord, of (ii) de belangen van de gezamenlijke schuldeisers daardoor wezenlijk worden geschaad. Voor uitvoeringsfinanciering geldt dus ook een noodzakelijkheids- en belangencriterium en voor andersoortige transacties een strenger vereiste van *onmiddellijke* noodzakelijkheid.

2.4.2 Jurisprudentieanalyse: uitvoeringsfinanciering in de praktijk

In tegenstelling tot paulianabescherming voor interimfinanciering, wordt de paulianabescherming voor uitvoeringsfinanciering veel vaker bewerkstelligd. Toch is weinig relevante jurisprudentie te vinden die toont hoe rechters het noodzakelijkheidscriterium en belangencriterium inkleuren, wellicht omdat het als onderdeel van het gehele akkoord wordt goedgekeurd. Hierdoor lijkt het erop dat de criteria voor uitvoeringsfinanciering niet zo streng worden toegepast in de praktijk.

2.4.2.1 Noodzakelijkheidscriterium

Wellicht ligt deze minder strenge toetsing aan het feit dat uitvoeringsfinanciering als onderdeel van het finale akkoord al snel een essentieel puzzelstuk is in de onderhandelde herstructurering van de schulden, zonder welke het hele akkoord geen doorgang kan vinden. Aangezien enkel vereist is dat de financiering nodig is om de herstructurering te kunnen laten slagen, is daarom gemakkelijk te beargumenteren dat aan het noodzakelijkheidscriterium is voldaan.⁴² Ook bestaat er een substantiële flexibiliteit in de toepassing van de noodfinanciering. Uit de toelichting blijkt namelijk dat ook is voldaan aan het noodzakelijkheidscriterium als er een totaalpakket aan

⁴² *T&C Insolventierecht*, commentaar op art. 384 Fw.

financiering wordt verstrekt, waarbij een gedeelte van de financiering wordt gebruikt voor de uitkering aan de schuldeisers die in het akkoord is voorzien, een deel voor een noodzakelijke investering en een deel om in het kader van de voortzetting van de onderneming aan de dagelijkse financiële verplichtingen te voldoen.⁴³

De relatief coulante beoordeling van het noodzakelijkheids criterium blijkt ook uit een uitspraak van de rechtbank Rotterdam. Uit de toelichting volgt dat wegens het additionele vereiste van *onmiddellijke* noodzakelijkheid voor andersoortige transacties, een directer verband vereist is tussen de transactie en de uitvoering van het akkoord dan bij enkel uitvoeringsfinanciering.⁴⁴ De rechtbank Rotterdam toonde echter voor andersoortige transacties die worden aangegaan ter verwerving van nieuwe liquiditeit een net zo laagdrempelige aanname van noodzakelijkheid als bij uitvoeringsfinanciering.⁴⁵ Ze oordeelde namelijk dat voor een verkooptransactie die in het akkoord is opgenomen, waarvan de opbrengst wordt gebruikt om uitvoering van het akkoord te financieren, geen zwaarder toetsingscriterium geldt dan bij een rechtstreekse nieuwe financiering door een externe financier. De rechtbank overwoog wel dat de opbrengst niet anders mag worden gebruikt dan het voorgenomen doel, omdat de transactie dan geen paulianabescherming geniet.⁴⁶

2.4.2.2 *Belangencriterium*

Ook de toetsing van het belangcriterium lijkt niet heel diepgaand. Vooropgesteld moet worden dat het belangencriterium een andere toets is dan de actio pauliana-toets van art. 42 Fw. Er dient daarom geen voorschot te worden genomen op aspecten van de actio pauliana-toets, zoals benadeling van de schuldeisers, wetenschap daarvan en vaststelling van een peilmoment.⁴⁷ Het gaat er enkel om dat de nieuwe financiering of andersoortige transactie niet als gevolg heeft dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers wezenlijk op onbillijke wijze worden geschaad.⁴⁸ Dit is een open norm, die de rechtbank nader kan invullen in het specifieke geval.⁴⁹ Vooralsnog lijken

⁴³ Kamerstukken II 2021/22, 36040, nr. 3, p. 29 en 95.

⁴⁴ Rb. Rotterdam 3 maart 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, r.o. 4.29.

⁴⁵ *GS Faillissementswet*, art. 384 Fw, aant. 3.6.

⁴⁶ Rb. Rotterdam 3 maart 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, r.o. 4.30.

⁴⁷ *T&C Insolventierecht*, commentaar op art. 384 Fw; Rb. Rotterdam 3 maart 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768, r.o. 4.28.

⁴⁸ Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3 (MvT), p. 64 en 65.

⁴⁹ Wessels & Salah 2024, 11844.

rechters makkelijk het belangencriterium aan te nemen en is weinig verdere inkleuring van deze norm te vinden in de jurisprudentie. Zo overwoog de rechtbank Noord-Nederland simpelweg dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers niet worden geschaad door de uitvoeringsfinanciering, omdat de schuldeisers beter af zijn dan in geval van faillissement en dat het akkoord niet tot stand heeft kunnen komen zonder deze financiering.⁵⁰ De rechtbank Rotterdam overwoog ook dat relevant kan zijn wat de zekerhedenpositie van een schuldeiser voor en na de financiering of transactie is en of de verkoopopbrengst van een bepaalde transactie voldoende hoog is. In de IHC-zaak zorgde de transactie voor voldoende levensvatbaarheid door verbeterde liquiditeit. Een deel van de zekerheden van de gesecureerde schuldeisers vervielen door de verkoop van een deel van de onderneming, maar tegelijkertijd werden hun overige zekerheden zelfs uitgebreid.⁵¹ Bovendien kan een groot draagvlak onder de verschillende klassen schuldeisers erop wijzen dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers niet worden geschaad.⁵²

2.5 Tussenconclusie

De WHOA biedt twee verschillende juridische kaders voor het aantrekken van noodfinanciering met paulianabescherming, enerzijds interimfinanciering via een rechterlijke machtiging en anderzijds uitvoeringsfinanciering via homologatie van het akkoord. Voor interimfinanciering kan een rechterlijke machtiging worden verkregen, waarmee zekerheidsvestiging bij een eventueel opvolgend faillissement niet kan worden vernietigd. De paulianabescherming voor interimfinanciering lijkt in de praktijk echter niet de beoogde stimulans en rechtszekerheid te bieden waar het voor bedoeld is. Rechters leggen art. 42a Fw namelijk heel streng uit en stellen hoge eisen aan de onderbouwing van het machtigingsverzoek. De interimfinanciering moet niet alleen noodzakelijk zijn, maar onmiddellijk noodzakelijk. Ook moet bij de vestiging van zekerheden heel concreet zijn welke activa het betreft en ten behoeve van welke verplichtingen deze worden gevestigd, zodat vastgesteld kan worden dat het uitsluitend noodzakelijk is voor de voortzetting van de onderneming of voorbereiding van het akkoord. Door de vergelijking met een faillissementsscenario, zou het *going concern*

⁵⁰ Rb. Noord-Nederland 14 april 2022, ECLI:NL:RBNNE:2022:1205, r.o. 3.7.

⁵¹ Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, r.o. 4.31.

⁵² Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152, r.o. 4.17.

blijven van de onderneming dankzij de interimfinanciering niet makkelijk leiden tot benadeling van de gezamenlijke schuldeisers. Dit geeft veel ruimte aan de schuldenaar en de noodfinancier om in ruil voor de interimfinanciering een toereikende zekerheid te vestigen. Dit is echter makkelijk gezegd dan gedaan. Rechters vereisen namelijk een hoge mate van duidelijkheid over de voorwaarden en de waarde van de financiering, zodat zij kunnen beoordelen of de belangen van de gezamenlijke schuldeisers wel zijn gediend.

Hoewel deze hoge eisen onterechte paulianabescherming voorkomen en daarmee de belangen van zittende schuldeisers beschermen, toont de geringe goedkeuring van machtigingsverzoeken dat de regeling aan betrokkenen amper de geruststelling van een werkelijke paulianabescherming kan geven. Onder de WHOA is dus geen sprake van effectieve stimulering van cruciale noodfinanciering ter voortzetting van de onderneming of voorbereiding van het akkoord, voorafgaand aan homologatie van het akkoord.

Voor uitvoeringsfinanciering zijn rechters echter minder streng en wordt wel regelmatig goedkeuring gegeven om deze financiering aan te trekken. Hiervoor geldt eveneens een noodzakelijkheids- en belangencriterium, maar daar is gemakkelijker aan voldaan. Daarmee lijken de wettelijke vereisten geen obstakel te zijn voor aantrekking van uitvoeringsfinanciering met paulianabescherming en homologatie van het akkoord.

3 Contractuele en goederenrechtelijke rangwijziging onder de WHOA

3.1 Introductie

Uit het vorige hoofdstuk blijkt dat het zowel voor interimfinanciering als uitvoeringsfinanciering mogelijk is om ten behoeve van de noodfinancier nieuwe zekerheden te vestigen. Dit is van belang om verstrekking van noodfinanciering aantrekkelijk genoeg te maken, gegeven het risico van investeren in een onderneming met een verhoogde kans van toekomstig faillissement. De vraag is wel hoe ver kan worden gegaan in het toekennen van voordelen aan de noodfinancier, en of ten behoeve daarvan kan worden gesneden in de contractuele rechten en zekerheden van zittende schuldeisers. Hoe meer voordelen de noodfinancier ter dekking van de financiering krijgt toegekend, hoe minder overblijft ter verdeling onder de zittende schuldeisers bij een opvolgend faillissement.⁵³ Daarom wordt in dit hoofdstuk de tweede deelvraag beantwoord, namelijk in hoeverre een voorrangspositie kan worden bewerkstelligd voor de noodfinancier ten opzichte van de zittende schuldeisers door een wijziging van de contractuele of goederenrechtelijke positie van de zittende schuldeisers.

3.2 Geen wettelijke voorrangspositie noodfinancier

De Herstructureringsrichtlijn geeft in art. 17 lid 4 de lidstaten de mogelijkheid om te kiezen of verstrekkers van zowel nieuwe als tussentijdse financiering bij een later faillissement het recht hebben om met voorrang terugbetaald te worden. Deze voorrangspositie zou gelden ten opzichte van andere schuldeisers, ook als deze gecureerde vorderingen hebben. De Nederlandse wetgever heeft echter expliciet gekozen om van deze mogelijkheid geen gebruik te maken in de WHOA.⁵⁴ Daarmee ontbreekt in het Nederlandse systeem ook een wettelijke grondslag voor het vestigen van een superieur gerangschikt zekerheidsrecht ten behoeve van een noodfinancier, zoals dat wel mogelijk is met een *priming lien* in de VS.⁵⁵

⁵³ Fliek 2025, par. 3.4.

⁵⁴ Kamerstukken II 2021/22, 36040, nr. 3 (MvT), p. 24.

⁵⁵ Zie paragraaf 4.2.4.

Op het eerste gezicht lijkt dit een grote beperking van de effectiviteit van noodfinanciering in WHOA-procedures. Voor interimfinanciering resteert hierdoor inderdaad alleen de mogelijkheid om zekerheden te vestigen op onverpande activa. De meeste activa zullen ondertussen al verpand zijn tegen de tijd dat een onderneming een te hoge schuldenlast heeft, maar er bestaat geen grondslag om voor interimfinanciering de contractuele rechten of zekerheden van schuldeisers te wijzigen. Het is dus niet mogelijk om een voorkeurspositie bewerkstelligen ten opzichte van de gezamenlijke schuldeisers.

Toch valt ten aanzien van uitvoeringsfinanciering te betogen dat de WHOA meer ruimte biedt voor het geven van een voorrangspositie aan de noodfinancier dan voorheen werd aangenomen, en het zelfs mogelijk maakt om een eersterangs zekerheidsrecht te vestigen. Deze mogelijkheid blijkt uit het baanbrekende IHC-arrest van de Hoge Raad,⁵⁶ en vindt zijn grondslag in het feit dat rechten van schuldeisers in hun algemeenheid kunnen worden gewijzigd bij homologatie van het WHOA-akkoord.⁵⁷

3.3 IHC-arrest: Wijziging rangorde bij uitvoeringsfinanciering mogelijk onder de WHOA?

De herstructurering van Royal IHC betrof een financieringsstructuur waarbij een *Senior Facilities Agreement* (SFA) en een *Intercreditor Agreement* (IA) waren gesloten met negen financiers, aangevuld met derivaten- en *ancillary facility agreements*. Onderdeel van het herstructureringsakkoord was onder meer de verkoop van dochtervennootschap IQIP aan investeerder HAL. De opbrengst daarvan werd gebruikt voor vervroegde aflossing van schulden.⁵⁸ Rabobank en Lloyds Bank stemden niet in, en omdat Rabobank een afwijzingsverzoek indiende, werd homologatie verzocht bij de rechtbank.

Twee kwesties speelden in de IHC-zaak een belangrijke rol; ten eerste de vraag of financiers onder de WHOA verplicht kunnen worden om onder gewijzigde

⁵⁶ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533.

⁵⁷ Art. 370 Fw.

⁵⁸ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, r.o. 2.2.

voorwaarden door te financieren en ten tweede of contractuele dan wel goederenrechtelijke rangwisseling onder de WHOA mogelijk is. Veruit de meeste aandacht in de literatuur is uitgegaan naar de eerste vraag, aangezien de rechtbank oordeelde dat verplichte doorfinanciering mogelijk is.⁵⁹ Dit zorgde voor een felle reactie onder juristen, waarna de advocaat-generaal cassatie instelde in het belang der wet.⁶⁰ De Hoge Raad heeft vervolgens de rechter teruggefloten in haar oordeel dat verplichte doorfinanciering toch niet mogelijk is. Verdere analyse van deze eerste vraag gaat de reikwijdte van dit onderzoek te buiten. In het kader van dit onderzoek naar de ruimte om noodfinanciering aan te trekken, is het antwoord op de tweede vraag echter cruciaal.

Voorafgaand aan dit arrest werd namelijk aangenomen dat onder de WHOA de rangorde tussen schuldeisers slechts contractueel kon worden aangepast, bijvoorbeeld via een *intercreditor agreement*. De goederenrechtelijke rangorde, en daarmee de formele positie van zekerheden, werd als onaantastbaar beschouwd. Dit blijkt uit een uitspraak van de rechtbank Rotterdam, waarin werd geoordeeld dat het niet mogelijk is om via een WHOA-akkoord een wijziging van pandrechten (rangwisseling) te bewerkstelligen en af te dwingen, omdat de Nederlandse wetgever de voorrangsmogelijkheid voor noodfinanciers uit art. 14 Herstructureringsrichtlijn niet heeft overgenomen.⁶¹

De beoogde wijzigingen in de financieringsstructuur in IHC omvatten onder andere een verlaging van de grootste kredietfaciliteit en de creatie van een aantal nieuwe kredietfaciliteiten. Dat ging samen met een herziening van de contractuele rangorde, ofwel waterval, in de *intercreditors agreement*. Onderdeel van het akkoord was dat HAL aan de geseceerde schuldeisers als aanvullende zekerheid een garantie afgeeft tot terugbetaling van een gedeelte van de kredietfaciliteiten van IHC als die daar niet toe in staat is, een zogenaamde *top-up guarantee*.⁶² Als IHC zijn schulden niet langer zou kunnen voldoen, stond HAL hiervoor garant. HAL heeft zich daartoe verbonden, zonder daarvoor een vergoeding te ontvangen. In ruil daarvoor werd HAL nieuw

⁵⁹ Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800.

⁶⁰ Conclusie A-G Snijders 12 april 2024, ECLI:NL:PHR:2024:346.

⁶¹ Rb. Rotterdam 15 december 2022, ECLI:NL:RBROT:2022:11016, r.o. 5.6-5.7.

⁶² Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, r.o. 2.2.

opgenomen in de waterval met preferente rechten onder de schuldeisers, ingeval van gedeeltelijke voldoening van de schulden door IHC en bij uitwinning van zekerheden.

De Rabobank stelde dat een wijziging van de rangorde tussen de schuldeisers niet kan worden afgedwongen via de WHOA. De rechtbank ging hier niet in mee, omdat de aanpassingen van de rangorde in de IA contractueel van aard waren en daarom toegestaan volgens art. 370 lid 1 Fw. Wijzigingen van de contractuele rangorde was hierbij toegestaan en in deze zaak was ook enkel daarvan sprake, maar de rechtbank benoemde daarnaast expliciet dat wijzigingen van de goederenrechtelijke rangorde niet-afdwingbaar zijn onder de WHOA.⁶³

De Hoge Raad maakt in haar arrest echter duidelijk dat deze beperkte benadering, die tot nu toe door de rechters werd gehanteerd, niet klopt. De Hoge Raad overweegt dat ook een wijziging van de goederenrechtelijke rangorde mogelijk is via een akkoord, mits voldaan wordt aan de voorwaarden van de WHOA. De Hoge Raad oordeelt namelijk dat een dergelijke wijziging ook valt onder een wijziging van rechten van schuldeisers als bedoeld in art. 370 lid 1 Fw, en dat de wettelijke voorrangsmogelijkheid die niet is ingevoerd, moet worden onderscheiden van een verlaging van de positie in de rangorde via het akkoord.⁶⁴ Het is daardoor dus mogelijk om *"een nieuwe financier een zakelijk zekerheidsrecht te verschaffen in combinatie met het verlagen van de rang van de zakelijke zekerheidsrechten van bestaande schuldeisers"*.⁶⁵

3.4 Overige voorwaarden rangordewijziging

De IHC-uitspraak heeft tot gevolg dat naast de wijziging van de contractuele rangorde, nu ook een goederenrechtelijke rangwijziging onder bepaalde omstandigheden kan worden opgelegd aan een gecureerde schuldeiser die niet akkoord is, waarmee het toch mogelijk wordt een eersterangs zekerheidsrecht te vestigen ten behoeve van de noodfinancier.

⁶³ Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, r.o. 4.35.

⁶⁴ In lijn met het betoog van Kroezen 2024 en Conclusie A-G Snijders 12 april 2024, ECLI:NL:PHR:2024:346, par. 4.39.

⁶⁵ HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533, 3.11.

Cruciaal zijn daarbij het zogenaamde *no creditor worse off*-beginsel en de *absolute priority rule*. Het *no creditor worse off*-beginsel is het vereiste uit art. 384 lid 3 Fw dat schuldeisers onder het akkoord niet slechter af mogen zijn dan in een faillissementsscenario. Deze toets fungeert als minimumgarantie die iedere stemgerechtigde schuldeiser kan invoeren bij de rechter ter afwijzing van het akkoord. Hieraan is al vrij snel voldaan, aangezien de rechter homologatie pas weigert bij een *aanmerkelijk* slechtere positie dan in faillissement.⁶⁶ Spannender wordt het met de *absolute priority rule* (APR) uit art. 384 lid 4 onder b Fw, die vereist dat een schuldeiser van een lagere rang pas iets mag ontvangen als hogere rangen volledig zijn voldaan, tenzij sprake is van een redelijke grond voor afwijking én de belangen van de betrokken schuldeiser daardoor niet wezenlijk worden geschaad.⁶⁷ Een contractuele of goederenrechtelijke rangwijziging zorgt voor een dergelijke strijd met de APR, waardoor het akkoord bij toetsing moet voldoen aan de uitzonderingsgronden.⁶⁸

De doorslaggevende beperking van de APR is echter dat deze weigeringsgrond alleen kan worden ingeroepen door een stemgerechtigde schuldeiser of aandeelhouder die niet met het akkoord heeft ingestemd en die is ingedeeld in een klasse die evenmin met het akkoord heeft ingestemd (of die ten onrechte niet tot de stemming is toegelaten, terwijl hij in zo'n klasse had moeten worden ingedeeld).⁶⁹ Dit heeft tot gevolg dat als de noodzakelijke meerderheid van de stemklasse van de gesecureerde schuldeiser overtuigd is van de noodzaak van de rangwijziging, hierdoor de rangwijziging dus toch kan worden opgelegd zonder rechterlijke toetsing aan de APR. De enige voorwaarde is dan dat de schuldeiser niet slechter af mag zijn dan bij faillissement. Hierdoor is wel nodig om de schuldeiser in verdeling van de reorganisatiewaarde ten minste een waarde toe te kennen ter hoogte van de zekerheid, die anders had kunnen worden uitgewonnen in faillissement.⁷⁰ Hoewel de zekerheid dus tegen de wil van de schuldeiser kan worden "afgepakt", gaat de voorheen gesecureerde schuldeiser door de compensatie materieel niet achteruit.

⁶⁶ Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3 (MvT), p. 69; *GS Faillissementswet*, art. 384 Fw, aant. 4.1.

⁶⁷ Door de afwijkingsmogelijkheden is de APR in werkelijkheid niet absoluut. Zie uitgebreider Bartstra, De Weijss & Jonkers 2020.

⁶⁸ Kroezen 2024; Vgl. ook Fliek 2025, die betoogt dat een rangwijziging niet zomaar in strijd met de APR hoeft te zijn.

⁶⁹ Art. 384 lid 4 aanhef en onder b Fw.

⁷⁰ Vriesendorp, Pool, & Koster, 2024, par. 3.2.

Zelfs indien geen klassenmeerderheid kan worden behaald en de uitzonderingsgronden van de APR hierdoor getoetst zullen worden, is vestiging van een eersterangs zekerheidsrecht voor de noodfinancier mogelijk, weliswaar met een hoger totaal prijskaartje. Uit de jurisprudentie blijkt dat sprake kan zijn van een redelijke grond als afwijking noodzakelijk is om de financiering van het akkoord rond te krijgen, of om de onderneming draaiende te houden. Dit zal ingeval van toetsing beargumenteerd moeten worden voor het specifieke geval.⁷¹ De tweede voorwaarde voor afwijking van de APR is dat de schuldeiser in wiens nadeel wordt afgeweken, niet onredelijk in zijn belangen wordt geschaad. Hiervoor moet de betreffende schuldeiser in het akkoord op een bepaalde manier worden gecompenseerd, in die zin dat de schuldeiser door afwijking van de rangorde er in zijn totaliteit niet op achteruitgaat en dus minstens zoveel ontvangt als het geval zou zijn geweest zonder de afwijking.⁷² Naar verwachting is afwijking daarom alleen mogelijk bij objectief goede vooruitzichten voor het slagen van de herstructurering, waarbij de schuldeisers naar verwachting in ieder geval niet minder ontvangen dan bij een akkoord waarbij de bestaande rangorde wel in acht wordt genomen.⁷³ Dit vergt een hogere totale compensatie dan met een klassenmeerderheid, omdat de *benchmark* niet faillissement is, maar een koek uit de taart van de reorganisatiewaarde volgens de oorspronkelijke rangorde. Kortom, als de toekomst van de onderneming er gunstig genoeg uit ziet, is het dus mogelijk om de noodfinancier in ruil voor de liquiditeit adequate zekerheden te geven, ook als deze al verpand waren.

3.5 Tussenconclusie

Bij interimfinanciering kan de noodfinancier uitsluitend zekerheden verkrijgen op niet eerder bezwaarde vermogensbestanddelen. Hoewel niet kan worden gesproken van een gunstigere positie ten opzichte van de zittende schuldeisers, kunnen zo wel activa worden onttrokken aan de verhaalsmogelijkheden van de gezamenlijke schuldeisers ingeval van een later faillissement. De noodfinancier kan echter geen voorrangspositie verkrijgen ten opzichte van de zittende schuldeisers, omdat een wijziging van de contractuele of goederenrechtelijke rangorde niet is toegestaan.

⁷¹ Kroezen 2024, par. 3.3; Rb. Midden-Nederland 12 april 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:1773, r.o. 5.45.

⁷² Vriesendorp, Pool, & Koster, 2024, par. 3.2.

⁷³ Conclusie A-G Snijders 12 april 2024, ECLI:NL:PHR:2024:346, par. 4.24.

Hoewel de WHOA geen expliciet instrument bevat om noodfinanciers voorrang te geven op bestaande zekerheidsrechten, laat het IHC-arrest zien dat bij uitvoeringsfinanciering wél ruimte bestaat om een voorrangspositie te bewerkstelligen voor een nieuwe financier, doordat zowel een contractuele als goederenrechtelijke rangwijziging afdwingbaar is. De WHOA is daarmee flexibeler dan voorheen werd gedacht. Deze ruimte is echter niet onbegrensd en vereist toetsing aan de wettelijke waarborgen van de WHOA, namelijk het *no creditors worse off*-beginsel en de *absolute priority rule*. Indien de klasse van de schuldeiser wiens zekerheidsrecht wordt aangetast in meerderheid voor het akkoord heeft gestemd, zal de APR niet getoetst worden en moet de gesecureerde schuldeiser enkel gecompenseerd worden met de waarde die hij anders zou ontvangen bij uitwinning van de zekerheid in faillissement. Materieel is dus geen sprake van benadeling. Als de klasse tegenstemt en wel wordt getoetst aan de APR, wordt het akkoord enkel gehomologeerd als de schuldeiser zodanig gecompenseerd wordt dat hij alsnog het deel van de reorganisatiewaarde krijgt waar hij oorspronkelijk recht op had. Hoewel de rangwisseling tegen diens wil kan worden opgelegd, gaat het materieel dus ook niet ten koste van de gesecureerde schuldeiser.

4 Noodfinanciering onder Chapter 11 in de VS

4.1 Inleiding

Het herstructureringsregime dat is opgezet met de WHOA is gebaseerd op diens Amerikaanse equivalent, geregeld in Chapter 11 van de United States Bankruptcy Code (U.S.C.) (voorts: Chapter 11). De herstructureringsregeling van Chapter 11 is al in 1978 ingevoerd om de reorganisatie van ondernemingen met een te hoge schuldenlast te bevorderen, door met een herstructureringsakkoord alle betrokken partijen te binden, ook als enkelen tegen zijn, via een zogeheten *cross class cram down*. De bedoeling is net zoals bij de WHOA om zo het faillissement van levensvatbare ondernemingen te voorkomen, waardoor een hogere *going concern*-waarde kan worden gerealiseerd in plaats van een lagere waarde door losse uitwinning van zekerheden. Hierdoor behoren de schuldeisers beter af te zijn.⁷⁴

De Chapter 11 procedure geldt als het meest toonaangevende herstructureringsregime ter wereld en staat bekend als debiteursvriendelijk, vanwege de vergaande rechten die de schuldenaar tijdens de herstructurering heeft. Zo geldt onder Chapter 11 geen formeel ingangsvereiste, zoals de (pre-)insolventietoets, en gaat bij aanvang meteen een relatief lange afkoelingsperiode gelden waarin schuldeisers geen activa kunnen uitwinnen.⁷⁵ Ook zijn er verschillende mogelijkheden voor het aantrekken van noodfinanciering, *DIP Financing* genaamd, waartegen zelfs een superieur gerangschikt zekerheidsrecht kan worden gevestigd, een *priming lien*, die voorgaat op eerder afgegeven zekerheden.

Hoewel op het eerste gezicht lijkt dat schuldeisers hierdoor minder te zeggen hebben, wijst de praktijk ironisch genoeg echter uit dat als reactie op deze debiteurvriendelijkheid, gesecureerde schuldeisers een onevenredig gunstige positie weten te bewerkstelligen door zowel vóór als tijdens het Chapter 11 traject noodfinanciering te verstrekken met extreem gunstige voorwaarden.⁷⁶ Dit heeft tot veel

⁷⁴ De Boeck 2024, par. 3.1; Bradley & Rosenzweig 1992, p. 1043.

⁷⁵ Van den Berg, 2022.

⁷⁶ Ayotte & Morrison 2009, p. 515–518 en 545–550.

kritiek geleid in de VS, omdat de overige, ongesecureerde schuldeisers hier de dupe van zijn.⁷⁷

Teneinde de noodfinancieringsmogelijkheden in de VS te kunnen begrijpen en vergelijken met Nederland, wordt in dit hoofdstuk de derde deelvraag beantwoord, namelijk welke mogelijkheden Chapter 11 biedt voor het aantrekken van *DIP Financing* en het bewerkstelligen van een voorrangspositie voor de noodfinancier. Om deze deelvraag te beantwoorden, wordt eerst onderzocht welke typen noodfinanciering kunnen worden aangetrokken, welke vereisten gelden, en welke voorrangsposities voor noodfinanciers kunnen worden gecreëerd. Vervolgens wordt onderzocht hoe dit heeft uitgedrukt in de praktijk.

4.2 DIP-financiering onder Chapter 11

4.2.1 Pre-petition en post-petition rechtshandelingen

Om succesvol te herstructureren, moet de schuldenaar gedurende het hele Chapter 11 traject aan alle nieuwe, zogeheten *post-petition* verplichtingen kunnen blijven voldoen, die ontstaan na aanvang van het herstructureringsproces. Indien de bedrijfsactiviteiten van de schuldenaar onvoldoende liquiditeit genereren, kan deze volgens de regeling van §364 USC op verschillende wijzen DIP-financiering aantrekken.⁷⁸ Een groot verschil in de benadering van noodfinanciering met de WHOA, is dat DIP-financieringen die zijn aangegaan conform §364 USC na aanvang van een Chapter 11-procedure, niet kunnen worden vernietigd door de Amerikaanse curator bij een opvolgend faillissement.⁷⁹ De Amerikaanse tegenhanger van de faillissementspauliana geldt namelijk alleen voor transacties die zijn verricht voor aanvang van de Chapter 11-procedure, *pre-petition* rechtshandelingen, maar niet voor transacties verricht tijdens de procedure, *post-petition* rechtshandelingen. Hierdoor ligt de focus in de VS niet op het verkrijgen van paulianabescherming, zoals onder de WHOA, maar op het voldoen aan de wettelijke vereisten voor elk type noodfinanciering en om, indien nodig, daarvoor eerst rechterlijke goedkeuring te verkrijgen.

⁷⁷ Tollenaar 2016, par. 6.16.8.

⁷⁸ Epstein e.a. 2010, p. 309.

⁷⁹ Van der Drift 2024, voetnoot 15; Verstijlen 2017, p. 117-118.

4.2.2 Ongesecureerde DIP-financiering

Onder §364 USC is het mogelijk om vier typen DIP-financieringen aan te trekken, waarbij elk van de vormen een toenemend aantal waarborgen kent voor de schuldeisers en steeds strengere voorwaarden waaraan de schuldenaar moet voldoen.⁸⁰ Ten eerste kan ongesecureerd krediet worden aangetrokken zonder rechterlijke goedkeuring, als dit *'in the ordinary course of business'* gebeurt.⁸¹ Volgens jurisprudentie is dit het geval als de transactie redelijk is, gezien vanuit zowel de overige schuldeisers (verticale dimensie) als de debiteuren opererend in dezelfde industrie (horizontale dimensie).⁸² Dit resulteert in een *administrative expense claim* die moet worden voldaan voor *pre-petition* vorderingen, vergelijkbaar met een boedelschuld.⁸³ Als de rechter achteraf oordeelt dat het krediet werd aangetrokken buiten de gewone bedrijfsvoering, is het gevolg voor de noodfinancier funest; die kan dan geen aanspraak meer maken in faillissement, niet als boedelschuldenaar, noch als concurrente schuldenaar.⁸⁴ In de praktijk wordt daarom al snel gekozen voor de andere vormen van noodfinancieringen, waarbij rechterlijke goedkeuring wordt verzocht, en is deze vorm praktisch beperkt tot reguliere handelskredieten.⁸⁵

Ten tweede kan ongesecureerd krediet worden aangetrokken buiten de gewone bedrijfsvoering, waarvoor wel rechterlijke goedkeuring is vereist.⁸⁶ De noodfinancier verkrijgt zo ook een *administrative expense claim*.⁸⁷ De rechter kan deze goedkeuring verlenen na *notice and hearing*, waarbij alle betrokkenen worden opgeroepen en de mogelijkheid krijgen om te worden gehoord. De zittende schuldeisers kunnen dan hun zienswijze geven en bijvoorbeeld argumenten inbrengen tegen de beoogde transactie. Goedkeuring volgt alleen als de rechter oordeelt dat de voorwaarden *fair and reasonable* zijn, dat de financiering in het belang van de boedel is, en dat deze geen onevenredige risico's of lasten oplegt aan betrokken partijen.⁸⁸

⁸⁰ Zie uitgebreider Adler et al., 2007, p. 475–520.

⁸¹ §364(a) U.S.C.

⁸² *In re Magic Circle Energy Corp.*, 64 B.R. 269 (Bankr.W.D.Okla.1986); *In re Poff Construction, Inc.*, 141 B.R. 104 (W.D. Va. 1991), p. 3; *In re Lodge America, Inc.*, 259 B.R. 728, 732 (D. Kan. 2001), par. III(C)(1); *In re Upland Partners*, 208 Fed. Appx. 533 (9th Cir. 2006).

⁸³ §503(b)(1) U.S.C.

⁸⁴ Van Zanten, 2012, par. 7.8.2; *In re Cascade Oil Company, Inc.*, 51 B.R. 877, 883 (Bankr. D. Kan. 1985).

⁸⁵ Vris & London 2007.

⁸⁶ §364(b) U.S.C.

⁸⁷ §503(b)(1) U.S.C.

⁸⁸ Frentz, 2022, p. 29.

4.2.3 Gesecureerde of preferente DIP-financiering

Ten derde kan de schuldenaar de rechtbank verzoeken om goedkeuring voor een noodfinanciering met een voorkeurspositie, als het onmogelijk is gebleken om de eerste twee vormen van DIP-financiering aan te trekken, vanwege de behandeling als normale boedelschuld. Zo kan een DIP-financiering worden aangetrokken die (i) een "*super priority*" preferente boedelschuld wordt, of (ii) een gesecureerd krediet wordt, waarbij voorheen onbezwaarde activa als zekerheid kunnen worden gegeven, of (iii) een gesecureerd krediet wordt, waarbij een zekerheid wordt gevestigd op reeds verpande activa, maar met lagere rang dan de oorspronkelijke zekerheidsgerechtigde.⁸⁹ Een combinatie van deze voorkeursposities voor noodfinanciers komt ook voor.⁹⁰ De schuldenaar moet aantonen dat hij alles heeft gedaan wat redelijkerwijs verwacht kan worden om een regulier boedelkrediet aan te trekken.⁹¹ Uit jurisprudentie volgt dat niet nodig is dat alle in theorie mogelijke financiers moeten zijn benaderd,⁹² maar wel dat meer nodig is dan enkel de benadering van één alternatieve financier.⁹³ Ook in dit geval oordeelt de rechter na *notice and hearing*, waarbij de financieringsvoorwaarden bovendien moeten voldoen aan de *fair and reasonable*-test.

4.2.4 DIP-financiering met *priming lien*

Ten slotte bestaat de mogelijkheid om DIP-financiering aan te trekken waarbij nieuwe zekerheden worden afgegeven op reeds bezwaarde activa, die gelijk of hoger in rang worden geplaatst dan bestaande zekerheidsrechten, zogenaamde *priming liens*.⁹⁴ Deze variant vereist eveneens *notice and hearing*, aantoonbare onmogelijkheid om andere typen financiering aan te trekken en wederom *fair and reasonable* financieringsvoorwaarden. Hier komt bij dat de bestaande gesecureerde schuldeisers *adequate protection* moeten genieten.⁹⁵ Dit houdt in dat de positie van de zittende, gesecureerde schuldeiser niet mag verslechteren. Hiertoe kunnen verschillende soorten compenserende maatregelen worden genomen, zoals periodieke betalingen of

⁸⁹ §364(c) U.S.C.

⁹⁰ *In re Sobiech*, 125 B.R. 110, 115 (Bankr. S.D. N.Y. 1991), *aff'd* 131 B.R. 917 (S.D. N.Y. 1991).

⁹¹ *In re Ames Dept. Stores inc.*, 115 B.R. 34, 37 (Bankr. S.D. N.Y. 1990).

⁹² *In re Snowshoe Co.*, 789 F.2d. 1085, 1088–89 (4th Cir. 1986).

⁹³ *In re Plabell Rubber Prods., Inc.*, 137 B.R. 897, 899 (Bankr. N.D. Ohio 1992).

⁹⁴ §364(d) U.S.C.

⁹⁵ §364(d)(1) U.S.C.

vervangende zekerheden.⁹⁶ Uit jurisprudentie volgt dat *priming* met name wordt goedgekeurd als het onderpand zodanige substantiële overwaarde heeft (*equity cushion*), dat de zittende, gesecureerde schuldeiser voortaan zelfs met een tweederangszekerheidsrecht volledige dekking overhoudt.⁹⁷ Goedkeuring komt ook voor als de DIP-financiering naar verwachting ervoor zorgt dat de waarde van de zekerheden zodanig stijgt, dat de positie van de oude schuldeiser alsnog niet verslechtert.

In de praktijk blijkt het heel moeilijk voor de schuldenaar om *adequate protection* van de oude gesecureerde schuldeiser aan te tonen.⁹⁸ Vanwege de mogelijkheid van de gesecureerde schuldeiser om hiertegen te protesteren, kan de voorgenomen *priming* zorgen voor uitvoerige rechtszaken die tijd en geld kosten, zonder grote kans op goedkeuring.⁹⁹ Daarom is bij *priming* in de meeste gevallen sprake van een financier met een dubbele pet, waarbij de zittende, gesecureerde schuldeiser degene is die optreedt als noodfinancier of waarbij de nieuwe noodfinancier de schuld overneemt van de zittende, gesecureerde schuldeiser en vervolgens in feite aan zichzelf toestemming geeft om de nieuwe vordering een voorrangpositie te geven vergeleken met de oude vordering.¹⁰⁰ Dit is een goed businessmodel gebleken voor durfinvesteerders, die gesecureerde vorderingen voorafgaand of aan het begin van de Chapter 11 procedure met een korting opkopen en vervolgens DIP-financiering verstrekken met gunstige voorwaarden.¹⁰¹

4.3 DIP-financiering in de praktijk

Hoewel de eisen uit §364 voor DIP-financiering streng zijn en goede waarborgen zouden moeten bieden ter bescherming van de belangen van de schuldeisers, kan betoogd worden dat in de herstructureringspraktijk van de VS sprake is van een werkelijke *wildwest*-situatie ten voordele van de DIP-financier. De DIP-financier blijkt in de praktijk namelijk meestal een zittende gesecureerde schuldeiser te zijn of een

⁹⁶ Zie uitgebreider Hoogenboezem, 2019.

⁹⁷ Gurrea-Martínez 2023, par. 3.3.4.2.

⁹⁸ Vris & London 2007, par. 2.4.

⁹⁹ Cooper e.a. 2024; *In re Chicken Soup for the Soul Entertainment, Inc.*, No. 24-11442 (TMH) (Bankr. D. Del. 2024).

¹⁰⁰ Van der Drift & Durlinger 2020, par. 4.2, met verwijzing naar de *Restructuring Data Reports* van Friedman e.a. 2016, 2017, 2018, 2019.

¹⁰¹ Van der Drift & Durlinger 2020, par. 4.2.

partij die deze vordering heeft overgenomen. Deze DIP-financier kan dan namelijk door de vergaande contractsvrijheid en sterke onderhandelingspositie in de praktijk voor zichzelf een hele gunstige positie bewerkstelligen met onevenredig veel voordeel, ten koste van de positie van de overige schuldeisers.¹⁰²

4.3.1 Doorgeschoten schuldeiserscontrole

Ten eerste wijst de praktijk uit dat gesecureerde schuldeisers een aanzienlijke controle weten te verkrijgen over de schuldenaar en het Chapter 11 proces door DIP-financiering te verstrekken met zeer ingrijpende voorwaarden.¹⁰³ Deze voorwaarden kunnen bijvoorbeeld inhouden dat goedkeuring vereist is van de betreffende DIP-financier voor het besteden van de verstrekte fondsen, het aanbieden van een akkoord of zelfs de samenstelling van het bestuur van de schuldenaar.¹⁰⁴ De DIP-financier kan ook een financiering verstrekken vanuit een zogeheten een *loan-to-own* strategie, waarbij het doel is om eigenaar te worden van de onderneming of van diens activa.¹⁰⁵ Dit kan in het herstructureringsakkoord via een *debt-to-equity swap*, waarbij vorderingen van de schuldeiser worden omgezet in een aandelenbelang. Ook voorafgaand aan het akkoord kan dit al worden bedongen als voorwaarde bij de DIP-financiering, zonder instemming van de overige schuldeisers.¹⁰⁶ Veelvoorkomend is ook de sturing naar een snelle, *going concern* liquidatie van een gedeelte of de gehele onderneming, een §363-sale, waarbij het helemaal niet toekomt aan een herstructureringsakkoord en de overige schuldeisers ook geen inspraak hebben. De gesecureerde schuldeiser kan dan een *credit bid* doen, waarbij hij het bedrag van zijn gesecureerde vordering kan aanwenden als bieding bij een veiling van de activa van de schuldenaar.¹⁰⁷ Op deze wijze wordt voorkomen dat de uitwinning van de zekerheden te weinig oplevert en de vordering ondergewaardeerd wordt.¹⁰⁸ Hiermee garandeert de gesecureerde schuldeiser, tevens DIP-financier, voor zichzelf een optimale opbrengst, terwijl de opbrengst voor de overige schuldeisers door deze verkoop wellicht helemaal niet optimaal is. Het feit dat deze *363-sale* in de VS zelfs vaker voorkomt dan een finaal akkoord illustreert de mate waarin gesecureerde schuldeisers als DIP-financiers in herstructureringstrajecten de

¹⁰² Tollenaar 2016, par. 6.16.8.

¹⁰³ Baird & Rasmussen 2006, p. 1236-1241.

¹⁰⁴ Zie uitgebreider Tollenaar, 2016, par. 6.16.8.

¹⁰⁵ Zie uitgebreider De Weijs & Baltjes, 2018, sectie II(B).

¹⁰⁶ Cooper, e.a. 2024.

¹⁰⁷ §363(k) U.B.C.

¹⁰⁸ Kaplan & Chung 2020, p. 121.

inspraak en belangen van overige, ongesecureerde schuldeisers in de praktijk aan de kant kunnen schuiven.¹⁰⁹ De kritiek op deze vergaande controle van de DIP-financier is dat hij zijn sterke individuele onderhandelingspositie kan gebruiken om zijn eigen belangen boven die van de andere schuldeisers te stellen, waarmee de DIP-financier zijn eigen opbrengst maximeert, terwijl niet wordt getracht de totale opbrengst voor de gezamenlijke schuldeisers te maximeren. Dit kan dus zorgen voor een suboptimale opbrengst voor de overige schuldeisers. Deze vergaande controle van de DIP-financier ondermijnt daarmee de positie van de overige schuldeisers.

4.3.2 Roll-ups and cross-collateralization

Ten tweede kunnen de mechanismen van *roll-ups* en *cross-collateralizations* de positie van de gesecureerde schuldeiser als DIP-financier verbeteren ten koste van overige schuldeisers. *Roll-up* bepalingen verplichten de schuldenaar om de DIP-financiering deels aan te wenden ter aflossing van de *pre-petition* vordering van de financier.¹¹⁰ Deze vordering wordt daarmee omgezet in *post-petition* vordering, die als gesecureerde vordering met *superpriority administrative status* wordt behandeld. Hierdoor is de voorkeursbehandeling niet beperkt tot verstrekte essentiële liquiditeit om te overleven, maar wordt de oude schuld voorgetrokken ten opzichte van alle andere *pre-petition* schulden. Bij *cross-collateralization* vestigt de schuldenaar een zekerheidsrecht ten behoeve van de DIP-financier, waarbij deze niet is beperkt tot dekking van de nieuwe financiering, maar ook wordt aangewend ter dekking van de reeds bestaande *pre-petition* vorderingen van de kredietverstrekker. Hiermee wordt een ondergedekte oude vordering opeens weer volledig gedekt met nieuwe zekerheden. In beide gevallen krijgen de oudere vorderingen van de DIP-financier in feite een voorrangpositie tegenover die van de overige schuldeisers. Dit is oneerlijk, omdat het toekennen aan deze voorrang niet strookt met het doel van een voorrangverlening aan een noodfinancier. De ratio achter het geven van een voorrangpositie ligt juist in de bescherming van essentiële, nieuwe noodfinanciering, zodat gestimuleerd wordt dat nieuwe liquiditeit wordt verstrekt om het bedrijf te kunnen redden, in het belang van alle schuldeisers. Het zou dan niet mogelijk moeten zijn om via één op één onderhandelingen met de schuldenaar, de oude schuld van een gesecureerde schuldeiser

¹⁰⁹ Tollenaar, 2016, par. 6.16.8.

¹¹⁰ Triantis 2017, p. 14.

voorrang te geven ten koste van de overige schuldeisers, omdat dit hun positie uitholt. Hoewel controversieel en in meerdere staten verboden, worden deze bepalingen nog herhaaldelijk goedgekeurd door rechters als de DIP-financiering nodig is om liquidatie te voorkomen bij aantoonbaar gebrek aan alternatieve financiering.¹¹¹

4.3.3 Buitensporige rentes tegenover weinig risico

Het doorgeschoten profijt van DIP-financiers blijkt ook uit de veel te hoge rentes als compensatie voor DIP-financieringen, afgezet tegen een minimaal risico dat DIP-financiers lopen. Empirisch financiële onderzoeken uit de VS tonen aan dat de kans dat een DIP-financiering niet terugbetaald wordt vrijwel nihil is.¹¹² Zo zijn tijdens de periode 1988-2008 maar twee DIP-leningen aan grote publieke bedrijven niet volledig terugbetaald.¹¹³ De rentes worden daarentegen erg hoog vastgesteld; wel vijf keer zoveel als investeringen met dezelfde risico's. Dit wordt gezien als compensatie voor het risico van het redden van een noodlijdende onderneming, maar door de aanzienlijke bescherming die DIP-financieringen genieten door volledige dekking met zekerheden, de status als preferente boedelschuld en goede garantie op terugbetaling, is helemaal geen sprake van een hoog risico op wanbetaling.¹¹⁴ Het verstrekken van DIP-financieringen is hierdoor zeer lucratief voor de DIP-financier,¹¹⁵ ten koste van de overige schuldeisers, die onevenredig veel waarde zien wegvloeien naar de DIP-financier.

4.3.4 Gevolgen

Volgens empirisch onderzoek blijken ondernemingen met deze verstrekkende mogelijkheden voor DIP-financiering onder Chapter 11 heel sterk uit herstructurering te komen.¹¹⁶ Toch hebben de bovengenoemde ontwikkelingen tot veel kritiek geleid in de VS, omdat de bescherming van ongesecureerde schuldeisers aan de kant lijkt te worden geschoven en een gesecureerde schuldeiser, door op te treden als noodfinancier, zich verrijkt ten koste van de overige schuldeisers.¹¹⁷ Volgens rechtseconomische

¹¹¹ De ABI-commissie raadt *bankruptcy courts* af om deze bepalingen toe te staan. Zie ABI Commission 2014, p. 75-79.

¹¹² Eckbo, Li & Wang, 2021, p. 29.

¹¹³ Moody's 2008.

¹¹⁴ Eckbo, Li & Wang, 2021, p. 17.

¹¹⁵ Kaplan & Chung 2020, p. 121.

¹¹⁶ Ayotte & Skeel 2006, p. 462-464.

¹¹⁷ Baird & Rasmussen 2006, p. 1236; Ayotte & Skeel 2006, p. 462-464.

analyses zorgt dit ook voor het bijkomende nadeel van overinvestering, waarbij meer geld wordt geïnvesteerd in een bedrijf dan het op de markt waard zou zijn. Hierdoor kunnen ondernemingen overleven, terwijl ze eigenlijk niet toekomstbestendig zijn, of tegen een relatief te hoge inbreng van kapitaal, wat heel inefficiënt is.¹¹⁸ Door de combinatie van financiering en zeggenschapsverwerving ontstaat een verschuiving in machtsverhoudingen zonder tussenkomst van een formeel reorganisatieplan. Hiermee verschuift DIP-financiering van een boedelgerichte noodvoorziening naar een instrument van controleovername. De Weijs en Bartjes wijzen op het morele probleem dat hierbij ontstaat, namelijk dat de aandeelhouders en het management in deze dynamiek in feite gokken met andermans geld.¹¹⁹ Aangezien zij ingeval van faillissement waarschijnlijk *out of the money* zijn en toch niets zullen ontvangen, hebben zij niks te verliezen door alle verstrekkende voorwaarden van de DIP-financier te accepteren. Degenen die nog wat te verliezen hebben zijn de overige schuldeisers, maar die worden buitenspel gezet. Als de onderneming op termijn overleeft, hebben de aandeelhouders wel profijt, maar als dat mislukt, draaien de overige schuldeisers, en niet de aandeelhouders, daarvoor op.

4.4 Tussenconclusie

Chapter 11 biedt dus ruime mogelijkheden voor het aantrekken van noodfinanciering, waarbij verschillende vormen een toenemend aantal waarborgen voor de schuldeisers hebben en steeds strengere voorwaarden waaraan de schuldenaar moet voldoen. Deze waarborgen zorgen dat de zittende, gesecureerde schuldeiser niet slechter af is dan oorspronkelijk het geval was. Zelfs bij vestiging van een eersterangs zekerheidsrecht door *priming*, worden door volledige compensatie diens belangen materieel niet geschaad. Ongesecureerde schuldeisers genieten echter slechtere bescherming. Hoewel de wettelijke waarborgen en eisen streng zijn, wijst de praktijk namelijk uit dat de DIP-financier, met name als dat een gesecureerde schuldeiser is, voor zichzelf een onevenredig gunstige positie kan bewerkstelligen ten koste van ongesecureerde schuldeisers. Hierbij zorgt de noodfinancier door praktijken als *roll-ups*, *cross-collateralizations*, hoge rentes en vergaande controle over de onderneming en het herstructureringstraject ervoor dat zijn oudere vorderingen worden veiliggesteld,

¹¹⁸ De Boeck 2024, p. 27-29.

¹¹⁹ De Weijs & Bartjes, p. 227.

additionele zekerheden worden gevestigd en hij daarmee een onevenredige voorrangspositie bewerkstelligt ten opzichte van de overige schuldeisers, waardoor hun positie wordt uitgehold.

5 De vergelijking: noodfinanciering onder de WHOA versus Chapter 11

5.1 Introductie

In dit hoofdstuk wordt de vierde deelvraag beantwoord, namelijk hoe de regeling voor aantrekking van noodfinanciering onder Chapter 11 zich wettelijk en praktisch verhoudt tot de WHOA. Om dit te kunnen beantwoorden, worden de belangrijkste bevindingen uit de vorige hoofdstukken ten aanzien van noodfinanciering onder Chapter 11 vergeleken met de WHOA. De verschillende uitgangspunten van beide regelingen, een efficiënte, grotendeels buitengerechtelijke procedure onder de WHOA tegenover een uitvoerig, door de rechter gecontroleerd traject onder Chapter 11, blijken grote invloed te hebben op de juridische vormgeving en toepassing van noodfinanciering.

5.2 Ruimere mogelijkheden voor noodfinanciering onder Chapter 11

Een belangrijk verschil met de WHOA is dat DIP-financiering onder §364 USC bij een opvolgend faillissement niet kan worden vernietigd, waardoor het in de VS niet draait om paulianabescherming, maar om naleving van wettelijke vereisten en, waar nodig, rechterlijke goedkeuring.¹²⁰ Hierbij blijken onder Chapter 11 aanzienlijk ruimere mogelijkheden te bestaan voor het aantrekken van noodfinanciering en het toekennen van een voorrangspositie aan de financier.

Ten eerste komt dat door het onderscheid onder de WHOA tussen interim- en uitvoeringsfinanciering, waarbij noodfinanciers voor interimfinanciering geen voorrangspositie kunnen krijgen. Zekerheden kunnen enkel worden gevestigd op onverpande activa, die bij herstructurerings vaak schaars zijn, en recht terugbetaling met voorrang ontbreekt. Onder Chapter 11 kan de noodfinancier voor sluiting van een akkoord wél aanspraak maken op terugbetaling met voorrang op *pre-petition* schulden wegens zijn *administrative expense claim* of zelfs daar voorrang op krijgen met een

¹²⁰ Zie paragraaf 4.2.1.

superprioriteitsclaim. Bovendien kan voor interimfinanciering een *priming lien* worden gevestigd met voorrang op bestaande zekerheden.

Ten tweede zijn WHOA-rechters zodanig streng bij de beoordeling van machtigingsverzoeken voor interimfinanciering dat toekenning amper voorkomt. In de VS is de rechterlijke beoordeling gericht op redelijkheid van de financiering op het moment van het verzoek, in Nederland op redelijkheid bij een mogelijk opvolgend faillissement.¹²¹ In de literatuur wordt algemeen erkend dat dit heel lastig is en dat deze beoordeling veel van de rechter vraagt.¹²² De starheid in goedkeuring van interimfinanciering volgt mede uit het ontbreken van graduele toetsing bij ingrijpendere financiering. In de VS bestaat die wel: noodfinanciering in de *ordinary course of business* behoeft geen rechterlijke goedkeuring, terwijl ingrijpendere financieringsvormen met toenemende vereisten worden getoetst. De Nederlandse rechter stelt echter voor iedere vorm van interimfinanciering hoge eisen aan de onderbouwing van het machtigingsverzoek en de specificatie van de financieringsvoorwaarden.¹²³ Hierdoor worden amper machtigingen verleend en is in Nederland dus geen sprake van effectieve stimulering van tussentijdse noodfinanciering, terwijl rechterlijke goedkeuring in de VS aan de lopende band wordt gegeven.¹²⁴

Daarentegen zijn de mogelijkheden om uitvoeringsfinanciering aan te trekken onder de WHOA sinds het IHC-arrest dichterbij Chapter 11 komen te liggen. In beide regimes blijkt het mogelijk om te snijden in de contractuele en goederenrechtelijke rechten van zittende schuldeisers ten behoeve van de noodfinancier, waardoor in beide systemen vestiging van een eersterangs zekerheidsrecht op eerder verpande activa mogelijk is. Dit moet ook onder beide regimes gepaard gaan met volledige compensatie van de oorspronkelijke zekerheidsgerechtigde.¹²⁵

¹²¹ Frentz, 2022, par. 2.2.

¹²² Verstijlen 2020.

¹²³ Zie paragraaf 2.3.2.

¹²⁴ Zie paragraaf 4.3.

¹²⁵ Zie Vriesendorp Pool en Koster, 2024, p. 237, die stellen dat de mogelijkheid voor de schuldenaar om een akkoord aan de schuldeisers op te leggen wordt opgerekt, terwijl onzeker is of de zittende zekerheidsgerechtigde achteruit zal gaan aangezien niet gegarandeerd is dat de waarde kan worden gerealiseerd.

Niettemin blijven de mogelijkheden om noodfinanciering aan te trekken onder Chapter 11 aanzienlijk ruimer, omdat toekenning van een voorrangspositie aan noodfinanciers en inperking van contractuele of goederenrechtelijke rechten van zittende schuldeisers, zoals *priming*, namelijk al kunnen worden bewerkstelligd voorafgaand aan het akkoord, terwijl dit onder de WHOA pas een mogelijkheid is als onderdeel van een overeengekomen akkoord. De Amerikaanse rechter kan daardoor vergaande DIP-financieringstransacties goedkeuren, zonder dat consensus nodig is onder schuldeisers en bovendien vanaf een veel eerder stadium. Onder de WHOA is dat alleen mogelijk na overtuiging van een grote groep schuldeisers, als onderdeel van het akkoord, waardoor dit alleen uitzonderlijk zou kunnen plaatsvinden. Hoewel het IHC-arrest door de toegestane goederenrechtelijke rangwijziging de mogelijkheden voor uitvoeringsfinanciering heeft opgerekt, blijft Chapter 11 dus toch een ruimer kader bieden voor aantrekking van noodfinanciering en het geven van een voorrangspositie aan de noodfinancier.

5.3 Betere wettelijke waarborgen voor schuldeisers onder Chapter 11

Waar de mogelijkheden voor noodfinanciering onder Chapter 11 ruimer zijn, kan bovendien worden betoogd dat dit ook gepaard gaat met betere wettelijke en processuele waarborgen ter bescherming van de belangen van schuldeisers dan onder de WHOA.

Ten eerste vormt de verplichte rechterlijke toetsing voor noodfinanciering onder Chapter 11 een betere wettelijke waarborg ter bescherming van de belangen van zittende schuldeisers. Een groot verschil in het wettelijk systeem is dat het enige nut van de rechterlijke machtiging onder de WHOA het verkrijgen van paulianabescherming is, maar dat rechterlijke goedkeuring helemaal niet verplicht is. Onder Chapter 11 is het wettelijk verplicht om voor financiering buiten de '*ordinary course of business*' rechterlijke goedkeuring te verkrijgen. Aangezien dit praktisch is beperkt tot handelskredieten, is toetsing aan de wettelijke voorwaarden eigenlijk altijd nodig. Onder de WHOA kan noodfinanciering echter worden verstrekt zonder toeziend oog van de rechter als waarborg voor een eerlijke, noodzakelijke transactie. Hierdoor kan theoretisch gezien ook noodfinanciering worden verstrekt onder exorbitante voorwaarden, zoals hele hoge rentes of andersoortige bepalingen die, zoals in de VS,

de noodfinancier grote voordelen of zeggenschap geven. Zolang de herstructurerende onderneming niet failliet gaat, zal er geen curator zijn die deze noodfinanciering kan vernietigen en blijft zo'n noodfinanciering met potentieel allerlei vergaande afspraken geldig.

Ten tweede vormt de verplichte *notice and hearing* onder Chapter 11 een krachtige processuele waarborg voor schuldeisers die onder de WHOA ontbreekt voor interimfinanciering. De rechtbank roept in de VS alle schuldeisers op bij de behandeling van het DIP-financieringsverzoek. Zo kunnen zij hun bezwaren tegen een voorgenomen noodfinancieringstransactie kenbaar maken en kunnen hun belangen beter worden beschermd. In Nederland ontbreekt bij een machtigingsverzoek voor interimfinanciering echter het recht voor schuldeisers om verweer te voeren of een zienswijze te geven.¹²⁶ Alleen bij nieuwe financiering is dit mogelijk tijdens de homologatiezitting, maar bij interimfinanciering beoordeelt de rechter op basis van eenzijdige argumentatie van de schuldenaar of de noodfinanciering noodzakelijk is en in het belang van de gezamenlijke schuldeisers. Zonder het recht op tegenspraak, wordt de rechter in zijn besluitvorming alleen beïnvloed door de argumenten die pleiten voor de toekenning van de financiering en kunnen zittende schuldeisers geen tegenargumenten inbrengen.

5.4 Grotere machtspositie DIP-financier onder Chapter 11

Ondanks de uitgebreidere wettelijke en processuele waarborgen onder Chapter 11, toont de praktijk dat noodfinanciers in de VS een veel grotere machtspositie hebben en een gunstiger resultaat van de herstructurering kunnen bewerkstelligen dan onder de WHOA. Hierdoor kan de positie van de overige schuldeisers in de VS sterker worden uitgehold dan in Nederland.

Ten eerste kan de noodfinancier onder Chapter 11 een grotere controle verkrijgen over de schuldenaar en het herstructureringstraject dan onder de WHOA, omdat de ingrijpende bepalingen die bij noodfinancieringen onder Chapter 11 voorkomen,¹²⁷ in Nederland niet door de rechterlijke toets van art. 42a Fw komen. Aangezien rechters het belangencriterium streng toetsen en specifiek de financieringsvoorwaarden willen

¹²⁶ Frentz, 2022, par. 2.3.

¹²⁷ Zie paragraaf 4.3.1.

weten om te kunnen beoordelen of de financiering in het belang van de gezamenlijke schuldeisers is, maken de bepalingen die noodfinanciers machtsposities geven ten nadele van de overige schuldeisers weinig kans op goedkeuring.

Ten tweede kunnen noodfinanciers onder de WHOA geen gebruik maken van *roll-ups* en *cross-collateralizations*. Beide praktijken zijn ingeval van faillissement paulianeus, omdat ze zorgen voor directe benadeling van de overige schuldeisers en het wetenschapsvereiste opgaat.¹²⁸ De noodfinancier kan geen paulianabescherming verkrijgen van de rechter, omdat deze praktijken niet in het belang zijn van de gezamenlijke schuldeisers en dus zorgen voor een schending van het belangen criterium van zowel interimfinanciering als uitvoeringsfinanciering. Hierdoor kunnen noodfinanciers in Nederland niet via deze praktijken ten koste van de overige schuldeisers onevenredig veel waarde naar zich toetrekken.

Daarentegen bestaat onder de WHOA wel het risico dat noodfinanciers, net als in de VS, via excessieve rentes onevenredig veel waarde naar zich toetrekken. Rechter zien hoge rentes namelijk als risicocompensatie, aangezien bekend is dat de schuldenaar zich in een benarde financiële positie bevindt. Het is voor rechters vervolgens lastig om te bepalen of rentes wel proportioneel zijn en dit speelt in de geanalyseerde rechtspraak geen rol. Wegens het gebrek aan een mogelijkheid tot tegenspraak van de andere schuldeisers, is opportunistisch handelen bij interimfinanciering des te meer denkbaar.

Ik vermoed echter dat het gevaar dat rentes in Nederland excessief hoog worden vastgesteld in verhouding tot het risico, kleiner is dan in de VS. De empirische onderzoeken in de VS hebben namelijk uitgewezen dat het risico op wanbetaling van DIP-financieringen nihil is, maar dat risico kan in Nederland wellicht veel hoger liggen. Vermoedelijk bestaat in Nederland een hoger risico op wanbetaling, allereerst omdat noodfinanciers geen voorrangrecht op terugbetaling hebben. Bovendien bestaat voor de DIP-financier met een *priming lien* nog de waarborg dat ingeval de compensatie onvoldoende blijkt, de noodfinancier een *super priority administrative expense claim* heeft, die zelfs voorgaat op andere *administrative expenses*.¹²⁹ In het Nederlandse insolventierecht bestaan dergelijke preferenties echter niet. Kortom, hoewel het risico op onevenredige rentes niet kan worden uitgesloten, zijn hogere rentes in Nederland

¹²⁸ Paragraaf 2.2 en 4.3.2.

¹²⁹ § 364(c)(1); *In re Carpet Center Leasing Co., Inc.*, 991 F.2d 682 (11th Cir. 1993), par. 10.

vermoedelijk eerder redelijk dan in de VS. Empirisch financieel onderzoek, zoals uitgevoerd in de VS, zal nog moeten uitwijzen of dat het geval is.¹³⁰

Ten slotte zorgt het gebrek aan de mogelijkheid voor een eersterangs zekerheidsrecht bij interimfinanciering en doorwerking van zekerheidsvestiging tijdens de afkoelingsperiode onder de WHOA voor een zwakkere, afhankelijkere positie van de noodfinancier tegenover de zittende schuldeisers dan onder Chapter 11. Verstijlen betoogde bij invoering van de WHOA al dat de zittende schuldeiser zonder wettelijke voorrangsregeling een *hold out*-positie heeft tegenover de nieuwe noodfinancier.¹³¹ Dit komt kortgezegd doordat de WHOA, in tegenstelling tot Chapter 11, geen obstakel vormt tegen de uitbreiding van activa onder bestaande zekerheden tijdens de afkoelingsperiode. Als de noodfinancier de volledige vordering en zekerheid van de zittende schuldeiser wil overnemen, en deze volledig gedekt is door zekerheden, is er geen afhankelijkheidsprobleem. Bij onderdekking is het echter niet logisch dat de noodfinancier de vordering overneemt tegen volledige betaling. De noodfinancier en de zittende schuldeiser moeten er dan ofwel samen uit komen tegen welk bedrag de vordering wordt overgedragen, of de zittende schuldeiser behoudt zijn positie, uit noodzaak of uit strategische overweging. Als de noodfinancier besluit toch interimfinanciering te verstrekken, kan de zittende schuldeiser gewoon blijven doorgaan met eventueel eerder opgezette verzamelpandakten en het scharen van nieuw ontstane goederen en vorderingen van de onderneming onder oude zekerheidsrechten. De WHOA houdt de uitbreiding van bestaande zekerheidsrechten op deze manier niet tegen, zoals Chapter 11 wel doet, en biedt ook geen mogelijkheid voor een eersterangs zekerheidsrecht.

Als het bedrijf kan voortbestaan door de noodfinanciering, kan de zittende schuldeiser zo profiteren van nieuwe opbrengsten, zonder extra risico te nemen, terwijl dit eigenlijk alleen mogelijk wordt gemaakt door de noodfinancier. Aangezien de zittende schuldeiser niets bijdraagt en wel kan meeliften, is dit niet redelijk of efficiënt. De noodfinancier kan de oude vordering namelijk wel overnemen, maar door deze afhankelijkheidspositie kan de zittende schuldeiser afdwingen dat de noodfinancier meer betaalt voor de vordering dan deze inherent waard is. Dit kan tot gevolg hebben

¹³⁰ Zoals Eckbo, Li & Wang 2021.

¹³¹ Zie uitgebreider Verstijlen, 2020.

dat de noodfinancier afziet van het verstrekken van de lening. Deze *hold out*-positie belemmert dus de instroom van nieuwe financiering, wat de kans vergroot dat de herstructurering mislukt.¹³² Onder Chapter 11 bestaat deze afhankelijkheidspositie van de noodfinancier niet, omdat *post-petition* verkregen activa niet onder *pre-petition* gevestigde zekerheden mogen vallen, vergelijkbaar met de Nederlandse situatie na aanvraag van faillissement of surseance van betaling.¹³³ Hieruit kan geconcludeerd worden dat de noodfinancier onder de WHOA een kleinere machtspositie heeft dan onder Chapter 11.

5.5 Tussenconclusie

Uit de vergelijkende analyse kan geconcludeerd worden dat Chapter 11 meer mogelijkheden biedt voor het aantrekken van noodfinanciering en het toekennen van een voorrangspositie aan de noodfinancier dan de WHOA. Tegelijkertijd gaat dit gepaard met meer wettelijke waarborgen ter bescherming van zittende schuldeisers. De praktijk in de Verenigde Staten laat echter zien dat de ruime mogelijkheden voor DIP-financiering en grote contractuele vrijheid structureel leiden tot een sterkere machtspositie voor de noodfinancier onder Chapter 11 dan onder de WHOA. Hiermee kan de noodfinancier in de VS voor zichzelf een onevenredig gunstige positie bewerkstelligen ten koste van de overige schuldeisers, op manieren die in Nederland niet mogelijk zijn.

¹³² Verstijlen 2020.

¹³³ Hoogenboezem 2019, par. 5

6 Conclusie

In deze scriptie heb ik onderzocht in hoeverre de juridische kaders, de praktische toepassing en de positie van belanghebbenden verschillen tussen het aantrekken van noodfinanciering onder de WHOA in Nederland en DIP-financiering onder Chapter 11 in de Verenigde Staten.

Allereerst is in hoofdstuk 2 geanalyseerd welke mogelijkheden onder de WHOA bestaan voor het aantrekken van noodfinanciering, waarbij is toegelicht dat paulianabescherming nodig is en dat verschillende juridische kaders gelden voor interimfinanciering en uitvoeringsfinanciering. Rechters leggen art. 42a Fw zodanig streng uit dat in Nederland geen sprake is van een effectieve stimulans van interimfinanciering. Rechterlijke goedkeuring voor uitvoeringsfinanciering blijkt daarentegen gemakkelijker te verkrijgen.

Vervolgens is in hoofdstuk 3 onderzocht in hoeverre onder de WHOA een voorrangspositie kan worden verleend aan de noodfinancier ten opzichte van de zittende schuldeisers, waarbij is betoogd dat de WHOA hiervoor meer ruimte biedt dan voorheen werd aangenomen. Hoewel een wettelijke grondslag voor een voorrangspositie voor noodfinanciers ontbreekt en bewerkstelling hiervan bij interimfinanciering daardoor niet mogelijk is, blijkt uit het IHC-arrest namelijk dat zowel contractuele als goederenrechtelijke rangwijziging mogelijk zijn onder de WHOA. De vestiging van een eersterangs zekerheidsrecht is daarmee mogelijk, mits geseceurde schuldeisers volledig worden gecompenseerd en materieel niet slechter af zijn.

In hoofdstuk 4 is onderzocht welke mogelijkheden Chapter 11 biedt voor het aantrekken van *DIP-Financing* en het bewerkstelligen van een voorrangspositie voor de noodfinancier. Hieruit blijkt dat het systeem van Chapter 11 ruime mogelijkheden biedt voor het aantrekken van noodfinanciering, waarbij steeds sterkere wettelijke waarborgen bestaan ter bescherming van zittende schuldeisers. Zo worden geseceurde schuldeisers bij het vestigen van een *priming lien* volledig gecompenseerd, waardoor zij materieel ook niet slechter af zijn. In de praktijk blijkt echter dat deze wettelijke waarborgen onvoldoende bescherming bieden aan

ongesecureerde schuldeisers. Noodfinanciers, met name wanneer dit bestaande gesecureerde schuldeisers zijn, kunnen door middel van *roll-ups*, *cross-collateralization*, hoge rentepercentages en vergaande controle over de onderneming en het herstructureringstraject een onevenredig gunstige positie afdwingen, waardoor de positie van overige schuldeisers wordt uitgehold.

In hoofdstuk 5 is op basis van de voorgaande analyses een vergelijking gemaakt tussen de WHOA en Chapter 11 ten aanzien van noodfinanciering. Daarbij is geconcludeerd dat Chapter 11 ruimere mogelijkheden biedt voor het aantrekken van noodfinanciering en het verlenen van voorrangsposities aan de noodfinancier dan de WHOA én gepaard gaat met betere wettelijke waarborgen ter bescherming van gesecureerde schuldeisers. Tegelijkertijd blijkt dat noodfinanciers in de VS een sterkere machtspositie en meer mogelijkheden hebben om zich in een onevenredig gunstige positie te brengen dan onder de WHOA. Vergeleken daarmee biedt de WHOA weliswaar minder ruimte voor noodfinanciering, maar blijken de belangen van overige schuldeisers beter beschermd in het herstructureringsproces.

Op basis van dit onderzoek kan worden geconcludeerd dat Chapter 11 een doeltreffender regime is voor het aantrekken van noodfinanciering dan de WHOA, maar dat het in de praktijk meer buitensporigheid toelaat ten gunste van de noodfinancier en ten koste van de overige schuldeisers. De ruimere mogelijkheden om financiering aan te trekken en een voorkeurspositie te creëren voor de noodfinancier zorgen ervoor dat noodfinancieringen in de VS een effectiever instrument zijn in de bevordering van herstructureringen. Tegelijkertijd past het bij de keuze voor een sneller en efficiënter WHOA-proces met beperkte rechterlijke betrokkenheid dat noodfinanciering minder verregaande gevolgen mag hebben. Voor een diepgaand onderzoek en belangenafweging, met bijvoorbeeld hoor en wederhoor van andere schuldeisers bij interimfinanciering, ontbreken door de kleinere rol van de rechter simpelweg de tijd en capaciteit. De WHOA biedt dus minder slagkracht met noodfinancieringen, maar de keerzijde daarvan is ook haar kracht: juist door die terughoudendheid is er aanzienlijk minder ruimte voor de excessen die in de Amerikaanse praktijk zichtbaar zijn.

Bronnen

Literatuur

ABI Commission 2014

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

Ayotte & Morrison 2009

K.M. Ayotte & E.R. Morrison, 'Creditor Control and Conflict in Chapter 11', *Journal of Legal Analysis* 2009, vol. 1, nr. 2, p. 511–551.

Ayotte & Skeel 2006

K. Ayotte & D.A. Skeel, 'An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice', *University of Chicago Law Review* 2006, vol. 73, p. 461–482.

Baird & Rasmussen 2006

D.G. Baird & R.K. Rasmussen, 'Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance', *University of Pennsylvania Law Review* 2006, vol. 154, p. 1236–1241.

Beni Driss 2019

H. Beni Driss, 'Toelaatbaarheid en wenselijkheid van gifting onder de Absolute Priority Rule in de WHOA', *FIP* 2019/2, p. 51–58.

Bartstra, De Weijs & Jonkers 2020

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

Bradley & Rosenzweig 1992

M. Bradley & M. Rosenzweig, 'The Untenable Case for Chapter 11', *The Yale Law Journal* 1992, 101(5), p. 1043–1044.

Cooper, Schweitzer, Hailey & Minott 2024

R.J. Cooper, L.M. Schweitzer, K.A. Hailey & R.C. Minott, 'Recent Developments in DIP Financing for International and Domestic Debtors', *Global Restructuring Review*, 15 november 2024. Beschikbaar via:
<https://globalrestructuringreview.com/review/restructuring-review-of-the-americas/2025/article/recent-developments-in-dip-financing-international-and-domestic-debtors>

De Boeck 2024

M.J. de Boeck, 'Filtering failure onder de WHOA?', *TvI* 2024/3, p. 21–35.

De Bruijn 2024

K. de Bruijn, annotatie bij Rb. Zeeland-West-Brabant 17 maart 2023, ECLI:NL:RBZWB:2023:6538, *JOR* 2024/16, p. 149–155.

De Weijs & Baltjes 2018

R. de Weijs & M. Baltjes, 'Opening the Door for the Opportunistic Use of Interim Financing: A Critical Assessment of the EU Draft Directive on Preventive Restructuring Frameworks', *International Insolvency Review* 2018, 27(2), p. 223–254. Beschikbaar via: <https://doi.org/10.1002/iir.1305>

Eckbo, Li & Wang 2021

B.E. Eckbo, K. Li & W. Wang, 'Do Lenders Extract Rents When Financing Bankrupt Firms?', *ECGI Working Paper Series in Finance* No. 794/2021, oktober 2021.

Beschikbaar via: <https://ecgi.global/working-paper/do-lenders-extract-rents-when-financing-bankrupt-firms>

Epstein e.a. 2010

D.G. Epstein, S.L. Nickles & J.J. Bowers, *Bankruptcy. Materials and Cases*, 3e druk, St. Paul, MN: Thomson Reuters 2010, p. 309.

Fliek 2025

J.F. Fliek, 'Het (ontbrekende) toetsingskader voor een wijziging van de rangorde door middel van een WHOA-akkoord', *FIP* 2025/3.

Frentz 2022

A.C. Frentz, 'Taking bankruptcy governance seriously: Over de rol van de rechter in de WHOA in vergelijking met de Amerikaanse Chapter 11-procedure', *FIP* 2022, p. 28–35.

GS Faillissementswet, art. 384 Fw, aant. 3.6

GS *Faillissementswet*, art. 384 Fw, aant. 3.6 'Nieuwe financiering of transactie (onder "f")', Deventer: Wolters Kluwer (online, actuele versie).

Gurrea-Martínez 2023

A. Gurrea-Martínez, 'Debtor-in-Possession Financing in Reorganisation Procedures: Regulatory Models and Proposals for Reform', *European Business Organization Law Review* 2023, 24(3), p. 555–582.

Handler, Steinberg & Jowers 2021

M.R. Handler, A.J. Steinberg & W.A. Jowers, 'Pitfalls of Unequal Participation Rights in Syndicated DIP Financing', *American Bankruptcy Institute Journal* 2021, vol. 40, nr. 4, p. 24–87.

Hoogenboezem 2019

K. Hoogenboezem, 'Adequate protection in de WHOA', *FIP* 2019.

Kaplan & Chung 2020

G.L. Kaplan & J.S.H. Chung, 'An Overview of Debtor-in-Possession Financing', in: *Lending & Secured Finance 2020*, hoofdstuk 10, *Global Legal Group*, 2020, p. 121.

Beschikbaar via:

<https://www.friedfrank.com/uploads/siteFiles/Publications/An%20Overview%20of%20Debtor%20Possession%20Financing.pdf>

Kruger 2023

Kruger, 'WHOA en waarderingsmethoden', *Kruger.eu* 2023. Beschikbaar via:

<https://www.kruger.eu/artikelen/whoa-en-waarderingsmethoden>

Kroezen 2021

A.H. Kroezen, annotatie bij Rb. Den Haag 3 september 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, *JOR* 2021/306, p. 3535–3540.

Kroezen 2024

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.

Mennens 2023

A.M. Mennens, annotatie bij Rb. Rotterdam 15 juli 2022, *JOR* 2023/18.

Moody's 2008

Moody's Investors Service, 'Moody's Comments on Debtor-In-Possession Lending', in: *Moody's Global Corporate Finance*, oktober 2008.

Pool 2023

J. Pool, 'Noodfinanciering en de WHOA', in: M.P.P. van Buuren & H. Koster (red.), *Bedrijfsovername*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. 17.3.3.

Salah, Gluck & Malakotipour 2024

O. Salah, K.W. Gluck & M. Malakotipour, 'The cross-border restructuring of Diebold Nixdorf: US Chapter 11 meets Dutch WHOA meets US Chapter 15', *Norton Rose Fulbright – Global Publication*, Q2 2024. Beschikbaar via:
<https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/e50286d9/the-cross-border-restructuring-of-diebold-nixdorf>

Salah, Lozeman & De Wit 2023

O. Salah, J.N. Lozeman & J. de Wit, 'Restructuring of Royal IHC: new developments under the Dutch WHOA', *Herstructurering & Recovery Online* 2023, p. 1–8.

Tollenaar 2016

N. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord: grondslagen en raamwerk*, proefschrift Rijksuniversiteit Groningen 2016.

Tuil 2024

M.L. Tuil, 'Het topje van de ijsberg. De effecten van de WHOA op het gedrag van professionele financiers', *MvV* 2024, afl. 3, p. 97-108.

Triantis 2017

G.G. Triantis, ‘Debtor-in-Possession Financing in Bankruptcy’, *Stanford Public Law Working Paper*, november 2017 (te verschijnen in: *Handbook on Corporate Bankruptcy Law*, Edward Elgar), beschikbaar via SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=2977686>.

Van Boekel & Breeman 2023

K.H. van Boekel & M.S. Breeman, ‘Kroniek WHOA: 2,5 jaar WHOA-uitspraken’, *TvI* 2023/37.

Van den Berg 2022

S.W. van den Berg, ‘Artikel 370 lid 1 Fw: wat zijn “lopende verplichtingen” tijdens de WHOA-procedure?’, *TvI* 2022/22.

Van den Sigtenhorst 2023

R. van den Sigtenhorst, annotatie bij Rb. Rotterdam 21 maart 2022, ECLI:NL:RBROT:2022:12152, *JOR* 2023/266, p. 3464–3468.

Van den Sigtenhorst 2024

R. van den Sigtenhorst, annotatie bij Rb. Oost-Brabant 25 oktober 2023, ECLI:NL:RBOBR:2023:6057, *JOR* 2024/5, p. 1240–1242.

Van der Drift & Durlinger 2020

F. van der Drift & K.B.G. Durlinger, ‘De positie van de noodfinancier onder de WHOA – voldoende comfortabel?’, *TvI* 2020/43

Van der Drift 2024

F. van der Drift, ‘Consensuele en gedwongen WHOA-akkoordfinanciering’, *TvI* 2024/23, p. 185–195

Van Zanten 2012

T.T. van Zanten, ‘Amerikaans recht; DIP-financing’, in: *De overeenkomst in het insolventierecht* (R&P nr. InsR3), 2012, par. 7.8.2.

Verstijlen 2017

F.M.J. Verstijlen, ‘Flankerende voorzieningen in de Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement’, in: *Het dwangakkoord buiten faillissement. Beschouwingen over het Voorontwerp Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement* (Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht'), Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, p. 97–131.

Verstijlen 2020

F.M.J. Verstijlen, ‘Ondersteunende voorzieningen in de WHOA’, *TvI* 2020, nr. 4, p. 18–23.

Verstijlen, in: T&C Insolventierecht

F.M.J. Verstijlen, commentaar op art. 42a Fw, in: *Tekst & Commentaar Insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer.

Verstijlen e.a. 2023

F. Verstijlen, R.D. Vriesendorp, J. Adriaanse, M. Broekema, A. Karapetian, H. Koster, J. Pool & E.F. Verheul, *Evaluatie Wet homologatie onderhands akkoord*, Den

Haag: WODC 2023. Beschikbaar via:
<https://repository.wodc.nl/handle/20.500.12832/3338>

Vriesendorp, Pool & Koster 2024

R.D. Vriesendorp, J.M.W. Pool & H. Koster, ‘De relativiteit van de mogelijkheid tot wijziging van de rangorde via de WHOA en verplicht doorfinancieren’, *MvO* 2024, afl. 8–9, p. 232–238.

Vris & London 2007

S.M. Vris & D.S. London, ‘Financing Issues in Bankruptcy’, in: *Bankruptcy Basics 2007*, *Practising Law Institute (PLI)*, New York 2007. Beschikbaar via:
<https://media.velaw.com/wp-content/uploads/2020/01/28175709/Wallanderv5PLIBankrBasicsFinancingOutline2007.pdf>

Wessels & Salah 2024/11842

B. Wessels & O. Salah, *Wessels Insolventierecht* XI, Deventer: Wolters Kluwer, bijgewerkt tot 15 november 2023, nr. 11842.

Wessels & Salah 2024/11844

B. Wessels & O. Salah, *Wessels Insolventierecht* XI, Deventer: Wolters Kluwer, bijgewerkt tot 15 november 2023, nr. 11844.

Jurisprudentie Nederland

Hoge Raad

HR 22 december 2009, NJ 2010, 273 en JOR 2011/19.

HR 25 oktober 2024, ECLI:NL:HR:2024:1533.

Conclusie A-G Snijders 12 april 2024, ECLI:NL:PHR:2024:346.

Rechtbanken

Rb. Rotterdam 3 maart 2021, ECLI:NL:RBROT:2021:1768.
Rb. Noord-Nederland 26 maart 2021, ECLI:NL:RBNNE:2021:1100.
Rb. Den Haag 25 mei 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5316, *JOR* 2021/225.
Rb. Den Haag 3 september 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:9779, *JOR* 2021/306.
Rb. Noord-Nederland 14 april 2022, ECLI:NL:RBNNE:2022:1205
Rb. Zeeland-West-Brabant 20 december 2022, ECLI:NL:RBZWB:2022:8633
Rb. Rotterdam 15 juli 2022, *JOR* 2023/18, m.nt. Mennens.
Rb. Rotterdam 15 december 2022, ECLI:NL:RBROT:2022:11016.
Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800
Rb. Zeeland-West-Brabant 17 maart 2023, ECLI:NL:RBZWB:2023:6538, *JOR* 2024/16.
Rb. Midden-Nederland 12 april 2023, ECLI:NL:RBMNE:2023:1773.
Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152
Rb. Oost-Brabant 25 oktober 2023, ECLI:NL:RBOBR:2023:6057, *JOR* 2024/5, m.nt. Van den Sigtenhorst.

Jurisprudentie VS

In re Cascade Oil Company, Inc., 51 B.R. 877, 883 (Bankr. D. Kan. 1985).
In re Magic Circle Energy Corp., 64 B.R. 269 (Bankr. W.D. Okla. 1986).
In re Snowshoe Co., 789 F.2d. 1085, 1088–89 (4th Cir. 1986).
In re Ames Dept. Stores Inc., 115 B.R. 34, 37 (Bankr. S.D.N.Y. 1990).
In re Sobiech, 125 B.R. 110, 115 (Bankr. S.D.N.Y. 1991), *aff'd* 131 B.R. 917 (S.D.N.Y. 1991).
In re Poff Construction, Inc., 141 B.R. 104 (W.D. Va. 1991).
In re Plabell Rubber Prods., Inc., 137 B.R. 897, 899 (Bankr. N.D. Ohio 1992).
In re Carpet Center Leasing Co., Inc., 991 F.2d 682 (11th Cir. 1993).
In re Lodge America, Inc., 259 B.R. 728, 732 (D. Kan. 2001), *par.* III(C)(1).
In re Upland Partners, 208 Fed. Appx. 533 (9th Cir. 2006).
In re Chicken Soup for the Soul Entertainment, Inc., No. 24-11442 (TMH) (Bankr. D. Del. 2024).

Richtlijnen en kamerstukken

Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende herstructurering en insolventie en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132, PbEU 2019, L 172/18.

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

Kamerstukken II 2021/22, 36040, nr. 3 (MvT).