

SAMENVATTING

De Wet Homologatie Onderhands Akkoord ('WHOA') introduceert een regeling voor een dwangakkoord buiten surseance en faillissement in het Nederlandse recht. Met een dergelijk akkoord kan een onderneming in financiële moeilijkheden een herstructurering bewerkstelligen. Wanneer de rechter het akkoord homologeert, kunnen schuldeisers en vermogensverschaffers tegen hun wil gebonden worden aan dat akkoord. Het dwangakkoord leidt aldus tot inmenging in de eigendomsrechten van vermogensverschaffers en maakt inbreuk op het aloude 'pacta sunt servanda'-principe. Een pre-insolventieakkoordregeling vereist dan ook deugdelijke materiële en processuele waarborgen om de gerechtvaardigde belangen van de betrokken vermogensverschaffers te beschermen.

Dit proefschrift bevat een kritische beschouwing van de WHOA, mede tegen de achtergrond van het Amerikaanse, Engelse, Singaporese en Europese recht. In *hoofdstuk 1* worden drie onderzoeksvragen geformuleerd. In de eerste plaats wordt in kaart gebracht welke plaats het dwangakkoord buiten surseance en faillissement inneemt binnen het scala van reorganisatie-instrumenten. In de tweede plaats wordt onderzocht aan welke uitgangspunten een wettelijke regeling voor het pre-insolventieakkoord moet voldoen. Vervolgens wordt bezien in hoeverre de WHOA in overeenstemming met de geformuleerde uitgangspunten is en hoe de wettelijke regeling kan worden ingepast in het Nederlandse (insolventie)recht.

Achter de begrippen 'reorganisatie' en 'onderneming in financiële moeilijkheden' gaat een veelheid aan verschijningsvormen schuil. *Hoofdstuk 2* bespreekt onder meer het onderscheid tussen financiële en operationele reorganisatie, informele en formele reorganisatie en het verschil tussen reorganisatie binnen of buiten de rechtspersoon. Aan bod komen de beperkte mogelijkheden om tot reorganisatie te komen binnen Nederlandse formele procedures. De surseance van betaling, oorspronkelijk bedoeld als reorganisatieprocedure, blijkt slechts zelden met succes voor dit doel ingezet te kunnen worden. Wel wordt de (op liquidatie van het vermogen gerichte) faillissementsprocedure gebruikt om een doorstart te realiseren. Met een dergelijke transactie kunnen de waardevolle onderdelen van een onderneming going concern worden overgedragen aan een derde. Ingegeven door de beperkte mogelijkheden voor reorganisatie op grond van insolventiewetgeving, is in de Nederlandse rechtspraak een belangrijke rol weggelegd voor informele reorganisaties. Het belangrijkste

nadeel van informele reorganisaties is dat doorgaans consensus is vereist om de beoogde herstructurering uit te voeren. Zonder interventie van de rechter of van de wetgever is het niet mogelijk om tegenstribbelende of apathische vermogensverschaffers te dwingen mee te doen aan een redelijk reorganisatieplan.

In *hoofdstuk 3* komt de lange voorgeschiedenis van het pre-insolventieakkoord aan bod. Uit het rechtshistorisch overzicht blijkt dat al bijna twee eeuwen wordt gesproken over nut en noodzaak van een dwangakkoord ter voorkoming van een faillissement. Anno 2020 bestaan er diverse typen akkoorden in het Nederlandse recht, uiteenlopend van het onderhandse akkoord tot het faillissementsakkoord. Deze akkoordregelingen worden op hoofdlijnen besproken. Uit deze bespreking volgt dat het Nederlandse recht een leemte bevat voor noodlijdende vennootschappen die buiten surseance of faillissement hun schulden willen herstructureren. Buiten surseance en faillissement bestaat er immers geen toereikende oplossing voor het hold out-probleem, ook al leidt dit probleem tot waardevernietiging die voor rekening van het collectief komt. Op grond van het Payroll-arrest kan een rechter een crediteur slechts in zeer uitzonderlijke omstandigheden dwingen mee te werken aan een onderhands akkoord. Enkel wanneer de crediteur door zijn weigerachtige houding misbruik van bevoegdheid maakt, bestaat daarvoor ruimte. De rechtspraktijk is op zoek gegaan naar alternatieven om die leemte te vullen. Door middel van 'bankruptcy tourism', door gebruikmaking van het enquêterecht of via de uitwinning van pandrechten op aandelen kan – via een omweg – worden bewerkstelligd dat 'out of the money'-partijen een herstructurering opgelegd krijgen.

De uitgangspunten voor een wettelijke regeling van het dwangakkoord buiten surseance en faillissement komen in *hoofdstuk 4* aan bod. De geformuleerde uitgangspunten zijn in drie groepen onder te verdelen.

De eerste groep uitgangspunten heeft betrekking op de fundamentele vraag wanneer – in abstracto – een akkoord kan worden opgelegd. Het eerste uitgangspunt stelt voorop dat een akkoord meerwaarde moet realiseren voor de gezamenlijke vermogensverschaffers: zij moeten met het akkoord beter af zijn dan met alternatieve (verhaals)scenario's. Als minimumwaarborg geldt dat vermogensverschaffers niet slechter af mogen zijn dan in het meest waarschijnlijke alternatieve scenario, hetgeen in veel gevallen een vereffening in faillissement zal zijn (uitgangspunt 2). Deze 'best interests'-test blijkt een universele waarborg, die bovendien in verband gebracht kan worden met art. 1 EP EVRM. Een derde fundamenteel uitgangspunt is dat de waarde die met het akkoord gerealiseerd wordt conform de rangorde moet worden verdeeld. De homologatie van het

akkoord kan namelijk worden gezien als een 'day of reckoning'. Op basis van het akkoord nemen de vermogensverschaffers in wezen verhaal op de reorganisatiewaarde, zij het dat die waarde veelal niet in contanten maar in natura wordt uitgekeerd. Uit de notie dat de reorganisatiewaarde conform de rangorde moet worden verdeeld vloeit bovendien voort dat alle typen schuldeisers en aandeelhouders aan een akkoord gebonden moeten kunnen worden. Ten vierde dient het pre-insolventietraject tijdig beschikbaar te zijn voor noodlijdende ondernemingen. Van belang is echter dat de schuldenaar zich in een dusdanige staat bevindt dat een faillissement onafwendbaar lijkt. Zolang dat niet het geval is, bestaat er namelijk geen rechtvaardiging om de vermogensverschaffers het recht op de toekomstige verdien capaciteit van de schuldenaar te ontnemen. Een vijfde uitgangspunt is dat de inhoud van het akkoord verband moet houden met de beoogde herstructurering.

De tweede groep uitgangspunten heeft betrekking op de judiciële, autocratische en democratische aspecten van de pre-insolventieakkoordprocedure. Het zesde uitgangspunt is dat de schuldenaar gedurende het akkoordtraject beheers- en beschikkingsbevoegd dient te blijven. Als 'debtor in possession' behoudt hij de controle over de onderneming. De stemming over het akkoord dient op grond van het zevende uitgangspunt klassegewijs plaats te vinden. Door in klassen van gelijkgestemde vermogensverschaffers over het akkoord te stemmen, kan op fijnmazige en democratische wijze worden vastgesteld of er draagvlak voor het akkoord bestaat. Voor een goede governance-structuur van de pre-insolventieakkoordprocedure is toegang tot een gespecialiseerde rechter van niet te onderschatten belang (uitgangspunt 8).

De derde en laatste groep uitgangspunten is ingegeven door het streven naar een flexibele, praktische en efficiënte pre-insolventieakkoordprocedure die bovendien goed hanteerbaar is in de rechtspraktijk. De wettelijke regeling moet voorzieningen bevatten om de waarde van de onderneming gedurende het traject zoveel als mogelijk te behouden (uitgangspunt 9). Het tiende uitgangspunt is dat de procedure op zichzelf flexibel moet zijn. Hetzelfde dient te gelden voor de inhoud en reikwijdte van het akkoord. Een pre-insolventieakkoordprocedure dient tenslotte transactie zekerheid te bieden (uitgangspunt 11), snel te zijn (uitgangspunt 12) en tegelijk voldoende waarborgen tegen misbruik bevatten (uitgangspunt 13).

In *hoofdstuk 5* passeren diverse onderwerpen die verband houden met de aanvang van het pre-insolventieakkoordtraject de revue. De besproken aspecten illustreren hoe flexibel de Nederlandse pre-insolventieakkoordprocedure is.

Zo kan de aanbieder van het akkoord kiezen uit een besloten en een openbare akkoordprocedure, is voorzien in een maatwerkbepaling en kan de rechter bij het akkoordproces worden betrokken zodra de aanbieder van het akkoord dat nuttig acht. Zodoende kan de aanbieder van het akkoord de rechter om een tussentijds rechterlijk oordeel verzoeken over aspecten die van belang zijn voor de totstandkoming van het akkoord. Gedurende het proces blijft de schuldenaar beheers- en beschikkingsbevoegd. Om te voorkomen dat de 'DIP' misbruik maakt van deze vrijheid kan er evenwel een observator benoemd worden.

Een initiatiefrecht voor vermogensverschaffers stimuleert de totstandkoming van waardemaximaliserende akkoorden. De WHOA bevat een indirect initiatiefrecht voor vermogensverschaffers. Zij kunnen om de aanwijzing van een herstructureringsdeskundige verzoeken, die vervolgens een akkoord zal voorbereiden. Door de keuze om de WHOA in overeenstemming te brengen met de Herstructureringsrichtlijn wordt echter afbreuk gedaan aan de kracht die uitgaat van een effectief initiatiefrecht. Zo heeft de herstructureringsdeskundige in geval van mkb-schuldenaren altijd instemming van het bestuur nodig om een akkoord aan te bieden, hetgeen voor een nieuw hold-out probleem kan zorgen.

Ook bevat de WHOA een facultatieve afkoelingsperiode en een beperking aan een beroep op ipso facto clauses. Eveneens is voorzien in een bevoegdheid voor de schuldenaar om tijdens de afkoelingsperiode bezwaarde goederen of goederen van derden te gebruiken, verbruiken of vervreemden. Deze 'flankerende voorzieningen' houden nauw verband met het streven de going concernwaarde van de onderneming gedurende het pre-insolventieakkoordtraject zoveel als mogelijk te behouden. De regeling bevat een flink aantal waarborgen, waardoor onevenredige inmenging in de eigendomsrechten van crediteuren voorkomen moet kunnen worden. De waarborgen bevatten de nodige open normen, die de rechter in staat zouden moeten stellen een evenwichtige uitkomst in het concrete geval te verwezenlijken.

In *hoofdstuk 6* staat de klassenindeling centraal. Een klassegewijze stemming biedt democratische legitimatie voor het akkoord. Het criterium voor klassenindeling bepaalt welke vermogensverschaffers in dezelfde klasse kunnen worden geplaatst. De vergelijking met het Engelse en Amerikaanse recht leert dat ook bepaalde karakteristieken van de akkoordprocedure van belang kunnen zijn bij de klassenindeling, zoals de mogelijkheid om een tegenstemmende klasse te binden aan het akkoord (cross class cram down) of de eis dat ten minste één klasse voor het akkoord moet stemmen. Het in de WHOA neergelegde criterium lijkt sterk op de norm voor

klassenindeling ter zake van een scheme of arrangement. Cruciaal is of de positie van vermogensverschaffers dusdanig verschilt dat van een vergelijkbare positie geen sprake meer is. Daarbij dient in ieder geval betekenis te worden toegekend aan de rechten die vermogensverschaffers in het alternatieve faillissementsscenario hebben en de rechten die zij op basis van het akkoord verkrijgen. Rang is dus een belangrijke factor bij de klassenindeling, maar is niet het enige aanknopingspunt. Steeds moet worden bezien of de vermogensverschaffers een dusdanige positie hebben dat zij geacht kunnen worden een nuttige discussie over het akkoordvoorstel te hebben.

In *hoofdstuk 7* worden de grenzen aan de inhoud van een akkoord verkend. Nu het akkoord kan worden gezien als een meerpartijenovereenkomst van bijzondere aard, staat de contractsvrijheid voorop. De aanbieder van het WHOA-akkoord heeft de vrijheid om het akkoord te beperken tot bepaalde klassen, en om de verschillende klassen een uiteenlopend aanbod te doen. Ook kan de WHOA worden gebruikt om door concernvenootschappen afgegeven garanties te herstructureren. Dit alles maakt het WHOA-akkoord een flexibel instrument, waardoor de herstructurering kan worden toegesneden op de noden van de onderneming. Aan het slot van hoofdstuk 7 wordt de regeling inzake de wijziging en opzegging van overeenkomsten besproken. Deze regeling stelt de schuldenaar in staat om zich te ontdoen van overeenkomsten die per saldo een last voor hem vormen. Wederpartijen hebben in dat geval recht op schadevergoeding wegens deze opzegging.

In *hoofdstuk 8* staat de stemming over een WHOA-akkoord centraal. Ook voor dit onderdeel van de pre-insolventieakkoordprocedure zijn 'flexibiliteit' en 'snelheid' sleutelbegrippen. De wetgever heeft de stemprocedure grotendeels in handen van de aanbieder gelaten. Voor de rechter is een rol weggelegd wanneer er bijvoorbeeld geschillen ontstaan over de omvang van de vorderingen van schuldeisers. De vereiste meerderheid wordt immers (louter) bepaald door een waarde criterium. Het akkoord is aangenomen door een klasse wanneer de voorstemmers ten minste twee derde vertegenwoordigen van het totale bedrag aan vorderingen of aandelen van de vermogensverschaffers die binnen die klasse hun stem hebben uitgebracht.

De homologatiefase is een cruciaal onderdeel van de pre-insolventieakkoordprocedure. Een homologatieverzoek kan worden ingediend wanneer ten minste één (in the money-)klasse voor het akkoord stemde. In *hoofdstuk 9* passeren de diverse gronden voor weigering van de homologatie

de revue. De rechter kan de homologatie bijvoorbeeld ambtshalve weigeren wanneer van de vereiste staat van pre-insolventie geen sprake is of wanneer er fundamentele fouten in de stemprocedure zijn gemaakt. Op verzoek van een tegenstemmer zal de rechtbank een homologatieverzoek afwijzen wanneer summierlijk blijkt dat deze vermogensverschaffer op basis van het akkoord slechter af is dan bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement. Deze 'best interests'-test vormt een fundamentele waarborg voor individuele vermogensverschaffers. De WHOA voorziet ook in de mogelijkheid een klasse waarin niet de vereiste meerderheid werd gehaald, desalniettemin te binden aan het akkoord. Voor deze verstrekkende maatregel is een tweeledige waarborg opgenomen. In de eerste plaats kan een tegenstemmende klasse niet worden gebonden aan het akkoord wanneer in het akkoord ten nadele van deze klasse wordt afgeweken van de rangorde, tenzij daar een redelijke grond voor bestaat. Deze inventieve variant op de Amerikaanse absolute priority rule biedt de vermogensverschaffers bescherming tegen onevenredige inbreuken op hun rechten, zonder té rigide te zijn. In de tweede plaats dient een tegenstemmende klasse aanspraak te kunnen maken op een uitkering in contanten ter grootte van de verwachte uitkering bij vereffening in faillissement. Dit (internationaal gezien unieke) uitstaprecht vormt een verstrekkende waarborg, maar de praktijk moet nog uitwijzen welk effect dit uitstaprecht zal hebben op de onderhandelingen over het akkoord. Rechtsmiddelen zijn uitgesloten in de WHOA. Aan het slot van hoofdstuk 9 wordt geconcludeerd dat deze keuze slechts te rechtvaardigen valt, wanneer de verzoeken binnen een WHOA-traject worden beoordeeld door een gespecialiseerde rechter. Het initiatief voor een WHOA-pool vormt daarom een belangrijke stap in de goede richting.

Ten slotte worden in *hoofdstuk 10* de rechtsgevolgen van een gehomologeerd akkoord besproken. De precieze rechtsgevolgen houden nauw verband met de inhoud van het akkoord. Een gehomologeerd akkoord is verbindend voor alle stemgerechtigde vermogensverschaffers. Omwille van de transactiezekerheid is vernietiging van een akkoord niet mogelijk. Ook kan de aanbieder ervoor kiezen om ontbinding van het akkoord uit te sluiten.

In de slotbeschouwing wordt geconcludeerd dat de WHOA voor het overgrote deel in lijn is met de geformuleerde uitgangspunten, althans dat de wettelijke regeling in lijn met de uitgangspunten kan worden toegepast. De Nederlandse wetgever heeft een zeer flexibele pre-insolventieakkoordprocedure ontworpen, waarin evenwel voldoende oog is voor de gerechtvaardigde belangen van de betrokken vermogensverschaffers.