

# DE GESECUREERDE SCHULDEISER IN DE WHOA: EEN PAS OP DE PLAATS?

---

*Een onderzoek naar de positie van de geseceureerde schuldeiser in de WHOA ten aanzien van de te verdelen reorganisatiewaarde*

## Inhoudsopgave

<b>HOOFDSTUK 1. INLEIDING</b> .....	<b>4</b>
1.1. AANLEIDING.....	4
1.2. PROBLEEMSTELLING.....	5
1.3. HOOFDSTUKINDELING.....	6
1.4. ONDERZOEKSMETHODE.....	6
1.5. AFBAKENING.....	7
<b>DEEL I</b> .....	<b>8</b>
HOOFDSTUK 2. DE WHOA EN HAAR RECHTVAARDIGING .....	8
2.1. INLEIDING.....	8
2.2. DOEL EN INHOUD.....	8
2.3. ACHTERGROND EN AANLEIDING.....	9
2.4. WERKING VAN DE WHOA.....	10
2.5. RECHTVAARDIGING VOOR EEN DWANGAKKOORD.....	11
2.5.1. Creditor's bargain theory.....	12
2.5.2. 'Anticommon pool'-probleem .....	12
2.5.3. Doel Faillissementsrecht.....	13
2.5.4. De WHOA in het licht van de creditor's bargain theory.....	14
2.6. Tussenconclusie .....	15
<b>DEEL II</b> .....	<b>17</b>
<b>HOOFDSTUK 3. DE HUIDIGE POSITIE VAN DE GESECUREERDE SCHULDEISER IN FAILLISEMENT</b> .....	<b>17</b>
3.1. INLEIDING.....	17
3.2. KERNEIGENSCHAPPEN VAN ZEKERHEIDSRECHTEN.....	17
3.3. RATIO ACHTER DE RUIME MOGELIJKHEID TOT ZEKERHEIDSSTELLING .....	18
3.3.1. Uitgangspunt: beoogd evenwicht tussen de gecureerde schuldeisers en ongecureerde schuldeisers.....	19
3.3.2. Verschuivingen in het beoogde evenwicht .....	20
3.4. STATUS QUO OMTRENT DE POSITIE VAN DE GESECUREERDE SCHULDEISER IN FAILLISEMENT.....	22
3.5. DE TOEKOMST VAN DE POSITIE VAN DE GESECUREERDE SCHULDEISER .....	23
3.6. TUSSENCONCLUSIE .....	23
<b>DEEL III. AMENDEMENTEN IN DE WHOA</b> .....	<b>24</b>
<b>HOOFDSTUK 4. CLASSIFICERING VAN GESECUREERDE SCHULDEISERS</b> .....	<b>25</b>
4.1. INLEIDING.....	25
4.2. INHOUD AMENDEMENT.....	25
4.3. WETSVORSTEL EN KRITIEK.....	25
4.4. GEVOLGEN VAN DE WAARDERING TEGEN DE LIQUIDATIEWAARDE .....	27
4.5. RECHTVAARDIGING IN HET LICHT VAN HET 'NO-CREDITOR-WORSE-OFF' BEGINSSEL.....	28
4.6. RECHTVAARDIGING NA GEWIJZIGD AMENDEMENT .....	29
4.7. TUSSENCONCLUSIE .....	30
<b>HOOFDSTUK 5. HET MINIMUMUITKERINGSPERCENTAGE</b> .....	<b>31</b>
5.1. INLEIDING.....	31
5.2. MINIMUMBESCHERMING VOOR SCHULDEISERS.....	31
5.3. WETSVORSTEL EN KRITIEK.....	31
5.4. GEVOLGEN VAN EEN MINIMUMUITKERINGSPERCENTAGE .....	32
5.5. RECHTVAARDIGING VOOR EEN MINIMUMUITKERINGSPERCENTAGE .....	34
5.6. RECHTVAARDIGING AAN DE HAND VAN RECHTSVERGELIJKENDE VOORBEELDEN .....	36
5.7. TUSSENCONCLUSIE .....	38
<b>HOOFDSTUK 6. HET SCHRAPPEN VAN HET RECHT OP CONTANTEN</b> .....	<b>39</b>
6.1. INLEIDING.....	39
6.2. SCHRAPPEN VAN HET RECHT OP CONTANTEN .....	39

6.3. WETSVORSTEL EN KRITIEK.....	39
6.3.1. Uitgangspunt: creditor's bargain theory.....	39
6.3.2. 'Hold-out'- positie.....	40
6.4. GEVOLGEN VAN DE UITSLUITING VAN EEN RECHT OP CONTANTEN.....	41
6.4.1. Gevolgen van het onderscheid tussen klassen schuldeisers.....	41
6.4.2. Gevolgen van 'een uitkering in andere vorm' .....	42
6.4.3. Nakoming van het akkoord gewaarborgd.....	42
6.4.4. Gevolgen in het licht van het 'no-creditor-worse-off' beginsel.....	43
6.4.5. Gevolgen in het licht van de 'Absolute Priority Rule' .....	45
6.5. TUSSENCONCLUSIE .....	45
<b>HOOFDSTUK 7. CONCLUSIE .....</b>	<b>47</b>
<b>HOOFDSTUK 8. BIBLIOGRAFIE .....</b>	<b>51</b>
8.1. GERAADPLEEGDE LITERATUUR.....	51
8.2. GERAADPLEEGDE JURISPRUDENTIE .....	55
8.3. GERAADPLEEGDE WETGEVING .....	55
8.4. GERAADPLEEGDE ONLINE BRONNEN.....	56

## Hoofdstuk 1. Inleiding

### 1.1. Aanleiding

Op 6 oktober 2020 is de Wet Homologatie Onderhands Akkoord (WHOA) door de Eerste Kamer als hamerstuk afgedaan.<sup>1</sup> De WHOA biedt ondernemingen die vanwege een te zware schuldenlast insolvent dreigen te raken, maar wel beschikken over bedrijfsactiviteiten die levensvatbaar zijn, de mogelijkheid om een akkoord met haar schuldeisers overeen te komen.<sup>2</sup> Met dit type akkoord kunnen schuldeisers en aandeelhouders, onder bepaalde voorwaarden, gebonden worden aan een financieel herstructureringsplan.<sup>3</sup>

De WHOA heeft tegen het eind van de behandeling in de Tweede Kamer urgentie gekregen door de coronacrisis. Deze nieuwe wet kan uitkomst bieden voor vele ondernemingen die vanwege de huidige recessie in financiële moeilijkheden zijn geraakt of zullen geraken.<sup>4</sup> Ondanks het belang van een spoedige invoering werd de WHOA, dat als hamerstuk op de agenda stond, ‘onthamerd’ door Kamerlid Van Der Graaf (ChristenUnie).<sup>5</sup> Zij dwong een debat over de wet af. De reden hiervoor was voornamelijk dat bij nadere bestudering van het wetsvoorstel bleek dat er nauwelijks aandacht was “voor het risico dat de geseceerde schuldeisers onder omstandigheden vrijwel de gehele reorganisatiewaarde naar zich toe kunnen trekken”.<sup>6</sup>

In de reorganisatiewaarde zit de meerwaarde die reorganisatie oplevert ten opzichte van faillissement.<sup>7</sup> Dit zogenoemde reorganisatiesurplus moet eerlijk worden verdeeld over alle schuldeisers. ‘Eerlijk’ verdelen betekent in beginsel conform de wettelijke rangorde in faillissement.<sup>8</sup> Door de ijzersterke positie die geseceerde schuldeisers in Nederland in het faillissement innemen, is de angst ontstaan dat een groot deel of zelfs het geheel van de reorganisatiewaarde aan de geseceerde schuldeisers toekomt.<sup>9</sup> Het reorganisatiesurplus wordt echter beschouwd als de vrucht van inspanningen en offers van alle betrokkenen tezamen.<sup>10</sup> Er zijn vervolgens een aantal amendementen ingediend, waarvan er drie zijn aangenomen. Het doel van de amendementen is volgens van der Graaf om ‘sociale rechtvaardigheid’ toe te voegen aan de WHOA voor de concurrente schuldeisers, specifiek het Midden- en Kleinbedrijf (MKB).<sup>11</sup>

Maar wat houdt ‘sociale rechtvaardigheid’ precies in? In de literatuur wordt omschreven dat sociale rechtvaardigheid er vanuit gaat dat als schaarse goederen alleen op grond van

---

<sup>1</sup> Kamerstukken I, 2020-2021, 35249, nr. 4.

<sup>2</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 3, p. 1.

<sup>3</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 3, p. 1.

<sup>4</sup> Centraal Planbureau, 2020.

<sup>5</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 3, p. 3.

<sup>6</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 20, p. 3.

<sup>7</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 5.

<sup>8</sup> Art. 384 lid 4 onder a Fw.

<sup>9</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 20, p. 3.

<sup>10</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 20, p. 3.

<sup>11</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 20, p. 3.

economische posities worden verdeeld, sommigen in de maatschappij tekortkomen.<sup>12</sup> Er wordt in wezen een compensatie voor het tekort verlangd. In een faillissementstoestand is er per definitie een tekort en iedereen probeert van het weinige dat er nog is, zoveel mogelijk voor zichzelf te bemachtigen voordat de ander dat al heeft gedaan.<sup>13</sup> Het faillissement kan daarom worden beschouwd als een ‘*bellum omnium contra omnes*’; de oorlog van allen tegen allen.<sup>14</sup> Dit leidt tot waarde vernietiging, maar iedereen streeft naar eigengewin waardoor men nog liever een groot stuk van een kleinere taart dan een kleiner stukje van een grotere taart tegemoetziet.<sup>15</sup> Het faillissementsrecht is er om dit conflict aan banden te leggen en wanorde en waarde vernietiging te voorkomen.<sup>16</sup> Echter, de geseceerde schuldeisers hoeven zich niets van faillissement aan te trekken en kunnen met voorrang hun ‘stuk van de taart’ opeisen.<sup>17</sup>

De amendementen dienen te voorkomen dat de sterke positie die de geseceerde schuldeiser reeds in faillissement heeft, ertoe kan leiden dat ook de gehele reorganisatiewaarde, inclusief het reorganisatiesurplus, in het geheel door de geseceerde schuldeiser kan worden opgeëist in een WHOA-procedure.<sup>18</sup> Dit heeft op haar beurt weer geleid tot een niet eerder vertoonde advocatenlobby die de Tweede Kamer adviseerde de amendementen in te trekken.<sup>19</sup> Inmiddels zijn de amendementen in gewijzigde vorm opgenomen in de WHOA. De vraag is nu wat de gevolgen zijn van de opgenomen amendementen voor de verdeling van de taart, oftewel de reorganisatiewaarde.

## 1.2. *Probleemstelling*

De gevolgen van de amendementen voor de verdeling van de reorganisatiewaarde moeten worden beschouwd in het licht van het doel en de rechtvaardiging die ten grondslag liggen aan de WHOA. De WHOA maakt inbreuk op de individuele verhaalsrechten van schuldeisers doordat zij onder dwang hun vordering of een deel daarvan kwijt kunnen raken door een akkoord.<sup>20</sup> De rechtvaardiging hiervoor wordt gevonden in het feit dat het akkoord leidt tot waardemaximalisatie voor de gezamenlijke schuldeisers.<sup>21</sup> Deze gedachtegang sluit aan bij de meest invloedrijke rechtvaardigingstheorie voor het faillissementsrecht; de *creditor's bargain theory*.<sup>22</sup> Ten einde dit doel te bereiken dienen de materiële rechten van schuldeisers, verkregen vóór een faillissementsprocedure, volgens de theorie niet gewijzigd te worden. Er wordt dus geen antwoord gegeven op de vraag wat de materiële rechten van schuldeisers *zouden* moeten inhouden.<sup>23</sup>

---

<sup>12</sup> Diebels 2014, p. 126.

<sup>13</sup> Verstijlen, 2016.

<sup>14</sup> Verstijlen, 2016.

<sup>15</sup> Verstijlen, 2016.

<sup>16</sup> Verstijlen, 2016. Zie vele verwijzingen aldaar.

<sup>17</sup> Art. 57 Faillissementswet (Fw).

<sup>18</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 25; Kamerstukken II 2019-2020, 35249 nr. 14; Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 24.

<sup>19</sup> Hermans, 2018.

Zie ook Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 20, p. 13 en p. 39.

<sup>20</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 20, p. 1.

<sup>21</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 5; Mennens, 2020/4.3.

<sup>22</sup> Mennens, 2020/4.3.

<sup>23</sup> Tollenaar, 2020/2.6.3.

De *creditor's bargain theory* laat zich daarom moeilijk verenigen met het doel van de amendementen om 'sociale rechtvaardigheid' toe te voegen, waarbij de omvang van de materiële rechten van (geseceerde) schuldeisers nu juist ter discussie staat. De vraag is wat deze tegenstrijdigheid in de zoektocht naar rechtvaardigheid teweegbrengt in de WHOA; is er sprake van een beperking van een uitdijende positie van de geseceerde schuldeiser onder de WHOA, waar wellicht ruimte voor is, of is het gevolg een inperking van de reeds bestaande positie van de geseceerde schuldeisers, wat zou kunnen leiden tot een afwijking van ons goederenrechtelijk systeem tevens een mogelijke verstoring van de werking van de WHOA? Kort gezegd levert het voorgaande de volgende onderzoeksvraag op:

*Wordt de positie van de geseceerde schuldeiser ten aanzien van de te verdelen reorganisatiewaarde onder de WHOA ingeperkt en is er een rechtvaardiging te vinden voor een dergelijke inperking in het licht van de basisrechtvaardiging voor een dwangakkoord?*

Ter beantwoording van de onderzoeksvraag zijn de volgende deelvragen opgesteld:

- *Wat is de achtergrond van de WHOA en welke rechtvaardiging ligt er aan een dergelijk dwangakkoord ten grondslag?*
- *Wat is de huidige positie van de geseceerde schuldeiser in faillissement?*
- *Leiden de opgenomen amendementen, gezien de huidige positie van de geseceerde schuldeiser in faillissement, tot een ongerechtvaardigde inperking van deze positie ten aanzien van de reorganisatiewaarde onder de WHOA?*

### **1.3. Hoofdstukindeling**

Teneinde de onderzoeksvraag te beantwoorden zal er allereerst een achtergrond worden geschetst van de WHOA waarbij het doel, de werking en de rechtvaardiging van een dwangakkoord besproken wordt (§2). Vervolgens wordt er ingegaan op de huidige positie van de geseceerde schuldeiser in faillissement en welke ontwikkelingen hebben plaatsgevonden die leiden tot kritiek op deze positie (§3). Daarna worden de amendementen behandeld tegen de achtergrond van deze huidige positie, waarbij een onderverdeling in drie hoofdstukken is gemaakt (§4, 5 en 6). Per hoofdstuk wordt er uiteengezet welke kritiek het amendement beoogd te ondervangen, wat de gevolgen hiervan zijn voor de materiële rechten van de geseceerde schuldeiser en welke rechtvaardiging hiervoor kan worden gevonden aan de hand van de waarborgen die gelden onder de WHOA. Tot slot wordt het onderzoek voorzien van een conclusie (§7).

### **1.4. Onderzoeksmethode**

De onderzoeksvraag zal worden beantwoord door de politieke discussie rondom de positie van de geseceerde schuldeiser onder de WHOA juridisch te duiden. De *creditor's bargain theory*

staat hierbij centraal. Een geïsoleerde analyse van *creditor's bargain theory* leidt echter tot bescheiden nut voor de behandeling van de bovengenoemde discussie en wordt dan ook niet enkel beoogd in het onderzoek. Wel functioneert de theorie in dit onderzoek als de lat waarlangs politieke keuzes in beginsel gemeten worden. Immers, in de rechtswetenschap bestaat er voldoende consensus over het feit dat de waarborgen die voortvloeien uit deze theorie 'de spelregels' voor een WHOA-procedure bepalen. Concreet betekent het voor de uitvoering van het onderzoek dat er wordt gekeken wat de invloed is van de amendementen op de waarborgen die gelden onder de WHOA. Hierbij is gebruik gemaakt van een evaluerende onderzoeksmethode, waarbij aspecten en argumenten uit de rechtsliteratuur en wetgevingsverslagen zijn behandeld.

### **1.5. Afbakening**

In dit onderzoek zal er enkel worden ingegaan op de positie van schuldeisers onderling. Er zijn echter veel meer belangen betrokken bij de reorganisatieprocedure. Hierbij valt te denken aan werknemers, aandeelhouders, bestuurders en mogelijke andere derden. Al deze belangen van andere stakeholders worden buiten beschouwing gelaten.

## DEEL I

### Hoofdstuk 2. De WHOA en haar rechtvaardiging

#### *2.1. Inleiding*

Om tot een antwoord te komen op de onderzoeksvraag en bijbehorende deelvragen, is een goed begrip van de WHOA vereist. In dit hoofdstuk zal er onderzocht worden wat de achtergrond van de WHOA is en welke rechtvaardiging er voor een dwangakkoord wordt gegeven. Allereerst wordt er ingegaan op het doel en de inhoud van de WHOA (§2.1), waarna de achtergrond en aanleiding worden geschetst (§2.2). Vervolgens wordt beknopt de werking van de WHOA toegelicht (§2.3). Hieruit zal blijken dat er een dwingend aspect in de WHOA opgenomen is. De rechtvaardiging hiervoor zal besproken worden in paragraaf §2.4. Tot slot is de tussenconclusie opgenomen in §2.5.

#### *2.2. Doel en inhoud*

Met de invoering van de WHOA wordt er een regeling in de Faillissementswet opgenomen die ingezet kan worden op het moment dat een onderneming door een te zware schuldenlast insolvent dreigt te raken, maar nog wel beschikt over bedrijfsactiviteiten die levensvatbaar zijn.<sup>24</sup> Door een akkoord te sluiten met de schuldeisers buiten faillissement wordt de schuldenlast van de onderneming verlaagd en kan faillissement worden voorkomen. De rechtbank dient het onderhands akkoord betreffende de herstructurering van schulden goed te keuren ('homologeren').<sup>25</sup> Het akkoord kan alleen tot stand komen indien voldoende schuldeisers hiermee hebben ingestemd en het akkoord redelijk is. Hiermee wordt bedoeld dat schuldeisers en aandeelhouders baat hebben bij het akkoord of niet slechter uit mogen zijn in vergelijking met faillissement.<sup>26</sup>

Voorheen was het in Nederland nog niet mogelijk om een dwangakkoord buiten faillissement op te leggen.<sup>27</sup> Het was enkel mogelijk om een onderhands schuldsaneringsakkoord tot stand te laten komen als alle schuldeisers en aandeelhouders daarmee instemden. Hierdoor had elke vermogensverschaffer een prikkel om instemming te weigeren om een betere positie voor zichzelf te bedingen.<sup>28</sup> De WHOA biedt een oplossing voor dit unaniniteitsprobleem doordat de huidige regeling ervoor zorgt dat schuldeisers of aandeelhouders die niet met het akkoord instemmen toch aan het akkoord kunnen worden gebonden als de besluitvorming over en de inhoud van het akkoord aan bepaalde eisen voldoet.<sup>29</sup>

---

<sup>24</sup> Kamerstukken II, 2018-2019, 35 249, nr. 3.

<sup>25</sup> Kamerstukken II, 2018-2019, 33 695, nr. 17.

<sup>26</sup> Kamerstukken II, 2018-2019, 35249, nr. 3.

<sup>27</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3.

<sup>28</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3.

<sup>29</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3.



### 2.3. Achtergrond en aanleiding

Het Nederlandse insolventierecht staat er wat betreft de afwikkeling van faillissementen zeer goed voor ten opzichte van regimes in andere landen.<sup>30</sup> Ten aanzien van de herstructureringsmogelijkheden doet Nederland het minder goed. Het surseance akkoord is de enige manier waarop een sanering van de schulden van de onderneming binnen dezelfde rechtspersoon kan plaatsvinden.<sup>31</sup> Deze wijze blijkt echter ineffectief en wordt nauwelijks ingezet.<sup>32</sup> Net als het uitspreken van faillissement, leidt het openbaar maken van surseance tot desintegratieschade: schuldeisers, werknemers en klanten treffen snel maatregelen om hun schade te beperken.<sup>33</sup> De schade is de uitkomst van het ‘*self-fulfilling prophecy effect*’: het enkel benoemen van financiële problemen leidt tot faillissement.<sup>34</sup> Daarnaast wordt er bij surseance van betaling een bewindvoerder benoemd en raakt de schuldenaar de controle over de onderneming kwijt.<sup>35</sup> Hierdoor zal de schuldenaar te lang wachten met het aanvragen van surseance, waardoor de kansen op succes verkleinen.<sup>36</sup> Bovendien zijn de daadwerkelijke reorganisatiemogelijkheden beperkt. Dit komt grotendeels door het feit dat uitstel van betaling niet geldt ten aanzien van de preferente schuldeisers en zekerheidsgerechtigde schuldeisers.<sup>37</sup> Met name de zekerheidsgerechtigde schuldeisers (lees: de banken) spelen hier een grote rol. Het krachtenveld voor de onderhandeling is in Nederland voor een groot deel bepaald door de sterke positie die zekerheidsgerechtigde schuldeisers innemen in faillissement (zie §3).<sup>38</sup>

Tot 2013 heeft de wetgever geen gehoor gegeven aan meerdere oproepen tot de invoering van het dwangakkoord.<sup>39</sup> Toen in 2012 het wetgevingsprogramma ‘Herijking faillissementsrecht’ werd aangekondigd door de Minister van Veiligheid en Justitie is er in 2013 een pleidooi gehouden door Vriesendorp, Hermans en De Vries om in het kader van het wetgevingsprogramma een informeel dwangakkoord buiten faillissement in te voeren dat vergelijkbaar is met de Engelse ‘*Scheme of Arrangement*’.<sup>40</sup> Het ministerie van Justitie en Veiligheid heeft zich vervolgens ingezet voor het opstellen van een voorontwerp van een wetsvoorstel dat heeft geleid tot de WHOA.<sup>41</sup> Voorts is er door de Europese Commissie in 2016 een richtlijnvoorstel uitgebracht. Het eerste onderdeel van de richtlijn verplicht lidstaten een

---

<sup>30</sup> Kamerstukken II, 2018-2019, 35249, nr. 3.

<sup>31</sup> Onder de faillissementsregeling bestaat tevens het faillissementsakkoord. Het doel van een dergelijk akkoord is echter geen reorganisatie, maar een bepaalde wijze van vereffening.

<sup>32</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3; Mennens, 2020/2.4.3.

<sup>33</sup> Mennens, 2020/2.4.3.

<sup>34</sup> Van Amsterdam, 2004, p. 65-66 en 102-103.

<sup>35</sup> Mennens, 2020/2.4.3.

<sup>36</sup> Mennens, 2020/2.4.3.

<sup>37</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35 249, nr. 3, p. 34.

<sup>38</sup> Mennens 2020/2.4.2.

<sup>39</sup> Al in 1935 werd er een wetsvoorstel ingediend die zou voorzien in de invoering van een dwangakkoord buiten faillissement. Dit wetsvoorstel is verworpen, maar de gedachte van een dwangakkoord buiten faillissement bleef leven onder de juridische gemeenschap. Bij gebrek aan, maar de vraag naar een dergelijke regeling trekken tot op het heden veel verschillende bedrijven, waaronder ook Nederlandse bedrijven, daarom naar het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten om hun financiële problemen op te lossen aan de hand van respectievelijk een ‘*Scheme of Arrangement*’ en een ‘*Chapter 11*’ – procedure. Zie Tollenaar 2016/1.3.

<sup>40</sup> Vriesendorp, Hermans en de Vries, 2013; Vriesendorp, Hermans en K.J. de Vries, 2013.

<sup>41</sup> Kamerstukken II 2012–2013, 29911, nr. 74.

regeling in te voeren voor een pre-insolventie-akkoordprocedure. De WHOA sluit aan op deze richtlijn.<sup>42</sup>

#### 2.4. Werking van de WHOA

Indien de schuldenaar in een toestand verkeert waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij insolvent zal raken, is hij bevoegd om een traject voor de totstandkoming van een akkoord in gang te zetten.<sup>43</sup> De schuldenaar kan een akkoord aanbieden waarin er een wijziging plaatsvindt in de rechten van schuldeisers. Voorbeelden zijn gehele of gedeeltelijke kwijtschelding van vorderingen of uitstel van betaling.<sup>44</sup> Daarnaast kan er ook een wijziging in de rechten van de aandeelhouders plaatsvinden. Hierbij moet gedacht worden aan een zogenoemde ‘*debt for equity swap*’.<sup>45</sup> De vordering van schuldeisers wordt in dat geval deels of geheel omgezet in eigen vermogen, waardoor de zeggenschap van bestaande aandeelhouders verwatert.<sup>46</sup>

Na aanbieding van het akkoord wordt er over het akkoord gestemd. Dit gebeurt door middel van een klassenindeling indien de schuldeisers en aandeelhouders verschillende rechten hebben in faillissement of krijgen of basis van het akkoord waardoor zij niet in een vergelijkbare positie verkeren.<sup>47</sup> Elke klasse dient vervolgens afzonderlijk te stemmen over het akkoord.<sup>48</sup> Voor instemming binnen een klasse geldt dat het akkoord met ten minste twee derde van het totaalbedrag aan vorderingen binnen die klasse is gesteund.<sup>49</sup> Voor aandeelhouders geldt hetzelfde, maar dan in de vorm van geplaatst aandelenkapitaal.<sup>50</sup>

Het akkoord wordt vervolgens bindend voor alle partijen indien het door de rechtbank is gehomologeerd.<sup>51</sup> Voor homologatie is nodig dat ten minste één klasse met het akkoord heeft ingestemd en de rechtbank heeft getoetst of er aan een aantal procedurele en materiële waarborgen is voldaan.<sup>52</sup> Voorts zal de rechtbank homologatie weigeren op verzoek van een of meer tegenstemmers op grond van de aanvullende afwijzingsgronden. De aanvullende afwijzingsgronden luiden als volgt:

De rechter weigert homologatie op verzoek van individuele schuldeisers of aandeelhouders indien zij aan de hand van het akkoord rechten ontvangen die een lagere waarde hebben dan de

---

<sup>42</sup> Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van Richtlijn 2012/30/EU 2016/0359 (COM/2016/723/FINAL); Kamerstukken II 2016-17, 22112, nr. 2292.

<sup>43</sup> Art. 370 lid 1 en art. 371 lid 3 Fw. Tevens kunnen schuldeisers, aandeelhouders of de ondernemingsraad en de personeelsvertegenwoordiging dit doen. Er kan ook een herstructureringsdeskundige worden aangewezen die het akkoord voorbereid en aan de vermogensverschaffers voorlegt (art. 371 lid 1 Fw).

<sup>44</sup> Art. 370 lid 1 Fw; Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 9.

<sup>45</sup> Art. 370 lid 1 Fw; Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 11.

<sup>46</sup> Art. 370 lid 1 Fw; Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 11.

<sup>47</sup> Art. 374 Fw. Gedacht moet worden aan klassen voor concurrente schuldeisers, schuldeisers met een algemeen voorrecht en zekerheidsgerechtigde schuldeisers.

<sup>48</sup> Art. 381 lid 6 Fw.

<sup>49</sup> Art. 381 lid 6 Fw.

<sup>50</sup> Art. 381 lid 7 Fw.

<sup>51</sup> Kamerstukken II, 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 17.

<sup>52</sup> Art. 383 lid 1 jo. 384 lid 1 en 2 Fw.

betaling die zij naar verwachting in het faillissement zouden ontvangen.<sup>53</sup> Dit wordt ook wel de ‘*no-creditors-worse-off*’ test of ‘*best interest*’ test genoemd. Het akkoord wordt in dat geval bestempeld als ‘onredelijk’.<sup>54</sup>

Wanneer de meerderheid van één of meerdere klassen schuldeisers tegen het akkoord stemt, kan het akkoord alsnog door de rechter worden gehomologeerd en verbindend worden verklaard voor alle partijen.<sup>55</sup> Dit wordt een ‘*cross-class-cram-down*’ genoemd. In deze situatie gelden voorrangregels die bepalen hoe de waarde verdeeld moet worden.<sup>56</sup> De voorrangregel in de WHOA is geïnspireerd op de ‘Absolute Priority Rule’ (APR) die geldt onder de Amerikaanse ‘*Chapter 11*’-procedure.<sup>57</sup> De hoofdregel, tevens tweede afwijzingsgrond, luidt dat er niet ten nadele van een tegenstemmende klasse mag worden afgeweken van de wettelijke rangorde, tenzij er voor de afwijking een goede reden bestaat en de schuldeisers die bezwaar hebben gemaakt niet in hun belangen worden geschaad.<sup>58</sup> Het akkoord zou anders als niet ‘eerlijk’ en daarom als ‘onredelijk’ worden bestempeld.<sup>59</sup>

Ten slotte is het akkoord oneerlijk indien een klasse die tegen het akkoord heeft gestemd, bestaat uit een bepaalde groep schuldeisers die in faillissement een uitkering in geld zouden ontvangen, maar deze keuze niet hebben gekregen onder het akkoord, ook wel de ‘*cash-exit*’ genoemd.<sup>60</sup>

## **2.5. Rechtvaardiging voor een dwangakkoord**

Het dwangakkoord onder de WHOA mag niet alleen tot voordeel voor de schuldenaar leiden. Er is slechts ruimte voor een akkoord indien de gezamenlijke vermogensverschaffers gebaat zijn bij de totstandkoming van een akkoord.<sup>61</sup> Dit is het geval als er voor de groep meerwaarde wordt gecreëerd ten opzichte van een scenario waarin er geen akkoord wordt gesloten.<sup>62</sup> Met andere woorden: door het akkoord wordt de taart vergroot. De meerwaarde die de gezamenlijke vermogensverschaffers toekomt kan alleen tot stand komen door het verruilen van individuele verhaalsrechten van de schuldeisers voor een collectief proces.<sup>63</sup> De rechtvaardigingsgrond voor deze inbreuk op individuele verhaalsrechten onder het dwangakkoord dient gevonden te worden in het Faillissementsrecht. Het akkoord moet immers beschouwd worden als een insolventierechtelijk instrument.<sup>64</sup>

---

<sup>53</sup> Art. 3:384 lid 3 Fw.

<sup>54</sup> Kamerstukken II, 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 17.

<sup>55</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 17.

<sup>56</sup> In een situatie waarin alle klassen schuldeisers hebben ingestemd kan de waarde van de vennootschap worden verdeeld op een wijze die afwijkt van de voorrangregels.

<sup>57</sup> Kamerstukken II, 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 19.

<sup>58</sup> Art. 3:384 lid 4 sub a Fw.

<sup>59</sup> Kamerstukken II, 2018-2019, 35249, nr. 13, p. 17.

<sup>60</sup> Art. 3:384 lid 4 sub b Fw.

<sup>61</sup> Mennens, 2020/4.3.

<sup>62</sup> Mennens, 2020/4.3.

<sup>63</sup> Tollenaar, 2016/2.5.

<sup>64</sup> Tollenaar, 2016/2.1.

De meest invloedrijke en in Nederland leidende theorie over de rechtvaardiging en het doel van het Faillissementsrecht is de rechtseconomische ‘*creditor’s bargain theory*’, ontwikkeld door Thomas Jackson en Douglas Baird.<sup>65</sup> De kerngedachte is dat een collectieve procedure leidt tot waardemaximalisatie voor de schuldeisers.<sup>66</sup> In de volgende paragrafen wordt duidelijk hoe dit kan worden bereikt.

### ***2.5.1. Creditor’s bargain theory***

De kerngedachte van de theorie is dat het Faillissementsrecht moet voorzien in een systeem waarmee schuldeisers op voorhand, zonder te weten wat hun toekomstige positie zal zijn, zouden instemmen.<sup>67</sup> De schuldeisers stemmen in met een dergelijk collectief verhaalssysteem indien zij er als groep op vooruit gaan in vergelijking met de situatie waarin zij allemaal individueel verhaal zouden nemen.<sup>68</sup> Er wordt in de theorie verondersteld dat bij gebreke aan een collectieve procedure een ‘*common pool*’-probleem ontstaat. Dit houdt in dat schuldeisers op ongecoördineerde wijze individueel verhaal proberen te nemen op de activa van de schuldenaar, wat leidt tot een suboptimale opbrengst.<sup>69</sup> Het gevolg van deze wedloop is een stuksgewijze ontmanteling van de onderneming, terwijl een verkoop van het geheel van goederen resulteert in een hogere opbrengst.<sup>70</sup>

### ***2.5.2. ‘Anticommon pool’-probleem***

In het kader van de totstandkoming van een WHOA-akkoord ziet het coördinatieprobleem niet op een ‘*common pool*’-probleem, maar op een ‘*anticommon pool*’-probleem.<sup>71</sup> Bij een ‘*anticommon pool*’-probleem betreft het een excessieve uitoefening van individuele rechten om anderen van benutting uit te sluiten. Dit wordt een ‘*tragedy of the anticommons*’ genoemd.<sup>72</sup> Het probleem van de ‘*anticommons*’ kan spelen bij een onderhands akkoord waarbij unanimititeit is vereist voor de totstandkoming ervan.<sup>73</sup> Indien iedere partij instemt, leidt dat tot de beste oplossing voor de schuldeisers als geheel. Echter, als één of meer partijen tegenstemmen,

---

<sup>65</sup> Jackson, 1982, Baird & Jackson 1984, Jackson 1986. Zie in de Nederlandse literatuur over de *creditor’s bargain theory*: Hoekstra 2005; Verstijlen en Hoekstra 2009; De Weijs 2012; Hummelen 2015; Tollenaar 2016.

<sup>66</sup> Baird & Jackson 1984, p. 104-106.

<sup>67</sup> Voordat het faillissement intreedt weten de crediteuren niet wanneer het faillissement precies zal intreden, wie de andere crediteuren zijn en hoeveel het er zijn. Daarnaast speelt het probleem van ‘*free riders*’: crediteuren die zich wel willen houden aan een collectieve voorziening, maar zijn niet bereid om mee te betalen aan de kosten die daarbij komen kijken. Zie Jackson 1982, p. 862-863 en Baird & Jackson, 1984/51.

<sup>68</sup> Jackson 1982, p. 860.

<sup>69</sup> Baird & Jackson 1984, p. 100 en Jackson 1986, p. 16-18.

<sup>70</sup> Baird & Jackson 1984, p. 107-108.

<sup>71</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 1. Zie over het probleem van de *anticommons*: Heller, 1998; Buchanan & Yoon 2000, p. 1-13; Fenell 2011; Baird & Rasmussen, 2010; De Weijs 2012, p. 67-83; Hummelen 2015, p. 27 e.v.

<sup>72</sup> Heller, 1998; Buchanan & Yoon 2000, p. 1-13; Fenell 2011; Baird & Rasmussen, 2010; De Weijs 2012, p. 67-83.

<sup>73</sup> Fenell 2011, p. 42.

hebben zij een zogenaamde ‘*hold out*’-positie.<sup>74</sup> Dit betekent dat zij in ruil voor hun instemming verhoudingsgewijs meer proberen te bedingen. Hetgeen wat zij méér verkrijgen, gaat ten koste van het deel waar de andere schuldeisers aanspraak op hebben. Dit leidt tot een prikkel voor elke schuldeiser om zijn stem te onthouden.<sup>75</sup>

Door deze prikkel zullen schuldeisers hun recht om anderen van benutting uit te sluiten, inzetten waardoor het akkoord niet tot stand kan komen.<sup>76</sup> De optimale waarde blijft hierdoor voor de gezamenlijke schuldeisers onbenut en alle partijen zijn in dat geval slechter af. Echter, indien de meerderheid de minderheid kan binden wordt de mogelijkheid om een zogenoemde ‘*hold out*’-positie te verwerven, ontnomen.<sup>77</sup> Ook zonder hun instemmen kan het akkoord immers tot stand komen.

### **2.5.3. Doel Faillissementsrecht**

De bovenstaande coördinatieproblemen verklaren het bestaan en de rechtvaardiging van het Faillissementsrecht.<sup>78</sup> Het betreft een ‘*hypothetical creditors’ bargain*’, wat inhoudt dat schuldeisers bereid zijn om hun individuele verhaalsrechten in te ruilen voor een collectieve verhaalsactie indien dat leidt tot waardemaximalisatie voor de groep.<sup>79</sup> De theorie formuleert drie beginselen waaraan het Faillissementsrecht moet voldoen:

Ten eerste moet de wetgeving niet verder strekken dan het bieden van een oplossing voor het coördinatieprobleem.<sup>80</sup> Dit kan alleen door de vraag hoe goederen moeten worden aangewend strikt te scheiden van de vraag wie aanspraak heeft op welke goederen. De aanwendingsvraag moet beantwoord worden alsof er sprake is van één crediteur. Dit individu zou zich niet bezighouden met verdelingskwesties, maar kiezen voor een methode die tot waardemaximalisatie leidt.<sup>81</sup>

Het tweede beginsel vloeit voort uit het eerste beginsel en is noodzakelijk voor het bereiken van het eerste beginsel. Op grond van dit beginsel moeten de bestaande rechten van crediteuren die zijn verkregen vóór faillissement worden gerespecteerd.<sup>82</sup> Indien de rechten van crediteuren in faillissement veranderen ontstaat er weer een prikkel voor crediteuren om destructief strategisch gedrag te vertonen.<sup>83</sup> Een eventuele wijziging of inperking van materiële rechten zou dus niet als gevolg van het starten van een faillissementsprocedure moeten intreden. Dit

---

<sup>74</sup> Boer, 2013; Tollenaar 2008, p. 63-64; Faber, 2008, p. 63-64; Mennens & Beekhoven van den Boezem 2015; Tollenaar 2016/2.4.

<sup>75</sup> Boer, 2013; Tollenaar 2008, p. 63-64; Faber, 2008, p. 63-64; Mennens & Beekhoven van den Boezem 2015; Tollenaar 2016/2.4.

<sup>76</sup> Boer, 2013; Tollenaar 2008, p. 63-64; Faber, 2008, p. 63-64; Mennens & Beekhoven van den Boezem 2015; Tollenaar 2016/2.4.

<sup>77</sup> Boer, 2013; Tollenaar 2008, p. 63-64; Faber, 2008, p. 63-64; Mennens & Beekhoven van den Boezem 2015; Tollenaar 2016/2.4.

<sup>78</sup> Baird & Jackson 1984, p. 100; Jackson 1986, p. 16-18.

<sup>79</sup> Baird & Jackson 1984, p. 107-108.

<sup>80</sup> Baird & Jackson, 1984, p. 104-106.

<sup>81</sup> Baird & Jackson, 1984, p. 104-106.

<sup>82</sup> Baird & Jackson 1984, p. 100-101 en 103-104.

<sup>83</sup> Baird & Jackson 1984, p. 100-101 en 103-104.

leidt immers tot strategisch gedrag om de procedure wel óf niet te starten.<sup>84</sup> Rechtspolitieke discussies over de wenselijkheid van aanpassingen in de materiële rechten moeten daarom volgens Jackson en Baird buiten beschouwing worden gelaten.<sup>85</sup> Desalniettemin kan het respecteren van pre-insolventierechten in strijd zijn met waardemaximalisatie.<sup>86</sup> Het recht hoeft echter niet gerespecteerd worden indien de kosten die zijn verbonden aan het inperken van het recht lager zijn dan de voordelen voor de gezamenlijke schuldeisers.<sup>87</sup>

Het derde beginsel houdt in dat het faillissementsrecht zich alleen laat dienen door de belangen van vermogensverschaffers. Indien het om andere belangen gaat, zoals sociale of maatschappelijke belangen, behoren deze buiten het faillissementsrecht te worden geregeld.<sup>88</sup>

#### ***2.5.4. De WHOA in het licht van de creditor's bargain theory***

De gedachte dat een collectief proces waardemaximalisatie voor de schuldeisers moet faciliteren dient ook als uitgangspunt voor het WHOA-akkoord te gelden.<sup>89</sup> Onder een dwangakkoord kan het echter gebeuren dat er toch partijen zijn die aan het akkoord niet de voorkeur geven en daar niet mee willen instemmen. Het hoeft immers niet altijd zo te zijn dat partijen, al dan niet naar hun eigen inschatting, beter af zijn met het akkoord.<sup>90</sup> Indien niet op voorhand valt te zeggen of een afwijkend liquidatiesysteem altijd en voor iedereen een hogere contante waarde oplevert en de opbrengst eerlijk zal worden verdeeld, valt te verwachten dat crediteuren *ex ante* zouden verlangen dat hun nadere instemming is vereist in een concreet geval.<sup>91</sup>

Bij een akkoord onder de WHOA is instemming echter gebaseerd op een meerderheidsbesluit. Indien de meerderheid instemt, kan aangenomen worden dat het voorstel redelijk is en geeft de democratische legitimatie voldoende grond om een tegenstemmende minderheid te binden.<sup>92</sup> Zo worden 'hold out'-posities en het 'anticommon pool'-probleem voorkomen. Vanuit de *creditor's bargain theory* geformuleerd, is het aannemelijk dat crediteuren vanuit een *ex ante* positie zouden instemmen met een alternatief insolventiesysteem waarin een meerderheidswens prevaleert, omdat de kans groter is dat crediteuren vanuit een *ex ante* positie bij de meerderheid zullen behoren dan de minderheid.<sup>93</sup>

---

<sup>84</sup> Zekerheidsrechten moeten bijvoorbeeld zo veel mogelijk worden gerespecteerd, volgens Jackson en Baird. Indien de geseceerde crediteur alleen in faillissement over een voorrangpositie beschikt, zou deze de procedure immers kunnen inzetten om zich waarde toe te eigenen die hem buiten de procedure niet zou toekomen, zie Jackson 1982, p. 868-871; Baird & Jackson 1984/51, p. 100-101 en 112; Jackson 1986, p. 403 en Baird 1998, p. 573.

<sup>85</sup> Jackson 1986, p. 33.

<sup>86</sup> Verstijlen & Hoekstra 2009; Tollenaar 2016/2.5.

<sup>87</sup> De waarde mag daarentegen niet worden geschonden, dus de rechthebbende moet wel gecompenseerd worden voor de inbreuk op de waarde van zijn recht. Elke andere wijziging van de materiële rechten is in strijd met het doel van de insolventiewetgeving. Zie Verstijlen & Hoekstra 2009; Tollenaar 2016/2.5.

<sup>88</sup> Verstijlen & Hoekstra 2009; Tollenaar 2016/2.5.

<sup>89</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 1; Tollenaar 2016/3.5 en Mennens 2020/4.1.

<sup>90</sup> Tollenaar, 2016/3.4.6.

<sup>91</sup> Tollenaar, 2016/3.4.6.

<sup>92</sup> Tollenaar, 2016/3.4.6.

<sup>93</sup> Tollenaar 2016/3.4.6.

Desalniettemin kan een minderheid daadwerkelijk slechter af zijn onder het akkoord. Om ervoor te zorgen dat de groep erop vooruitgaat, maar er geen deelgroep is die er met het alternatieve systeem op achteruit gaat, moeten er waarborgen in een dwangakkoord worden opgenomen die de rechten van deze tegenstemmende crediteuren beschermen.<sup>94</sup> In de WHOA zijn deze waarborgen, werkend als weigeringsgronden voor de homologatie van het akkoord, in art. 384 Fw vervat (§2.3): een individuele tegenstemmende crediteur mag niet slechter af zijn dan in het alternatieve scenario van faillissement, de verdeling van de reorganisatiewaarde moet in beginsel conform de wettelijke rangorde plaatsvinden en (bepaalde) schuldeisers die bij meerderheid een uitkering in natura afwijzen (hetgeen waar het akkoord op ziet), moeten de mogelijkheid hebben om te kiezen voor een uitkering in contanten.<sup>95</sup>

Uit het voorgaande volgt dat alle betrokkenen er met het voorgestelde systeem in beginsel op vooruit gaan ten opzichte van een situatie waarin het collectieve systeem afwezig is, waarbij er vooraf in ieder geval geen partij aangewezen kan worden die er met het collectieve systeem materieel op achteruit gaat.<sup>96</sup> Hierbij geldt tevens (zie §2.5.3) dat een eventuele inperking of herverdeling van materiële rechten niet moet intreden als gevolg van het inzetten van een WHOA-procedure, omdat een incongruentie tussen verschillende collectieve procedures vanuit de *creditor's bargain theory* bezien, leidt tot een prikkel voor inefficiënt strategisch gedrag om al dan niet voor een WHOA-procedure te kiezen.<sup>97</sup>

Om tot slot aan te tonen dat er *daadwerkelijk* een rechtvaardiging voor het dwangakkoord is aan de hand van de bovenstaande waarborgen, moet het duidelijk zijn hoe deze waarborgen worden ingekleurd. Dit vereist echter meerdere waarderingsexercities. In hoofdstuk 4,5 en 6 zal aan bod komen hoe deze waarborgen onder de WHOA zijn ingekleurd of zouden moeten worden ingekleurd en of deze invulling voldoende is voor het in standhouden van een rechtvaardiging voor een dwangakkoord waarbij alle crediteuren er met een collectief systeem op vooruit gaan.

## **2.6. Tussenconclusie**

In dit hoofdstuk is onderzocht wat de achtergrond van de WHOA is en welke rechtvaardiging er voor een dergelijk dwangakkoord geldt. Het doel van de WHOA is om het reorganiserend vermogen van ondernemingen te versterken waardoor faillissement kan worden voorkomen. Dit wordt bereikt door de totstandkoming van een dwangakkoord, waarin er een wijziging plaatsvindt in de rechten van vermogensverschaffers. De rechtvaardiging voor deze dwang wordt gevonden in de rechtvaardigingstheorie voor het faillissementsrecht; de *creditor's*

---

<sup>94</sup> Tollenaar 2016/3.4.7.1 en Mennens 2020/4.4-4.5.

<sup>95</sup> Zie paragraaf 2.3.

<sup>96</sup> Tollenaar, 2016/2.6.5. Tollenaar koppelt hiermee het Pareto-criterium aan de rechtvaardiging voor een collectief verhaalsysteem ten opzichte van faillissement. Volgens het Pareto-criterium is er sprake van een toename van de gezamenlijke welvaart indien het nut van één of meer leden van de desbetreffende groep groter wordt zonder dat het nut van enig ander lid van de groep kleiner wordt. Zie ook van Velthoven en van Wijck 2001, p. 24-25 en Cooter and Ulen 2008, p. 17

<sup>97</sup> Jackson 1986, p. 33 en Baird & Jackson 1984, p. 100-101.

*bargain theory*. Hierbij wordt verondersteld dat er alleen met een dergelijk systeem wordt ingestemd als, *ex ante* beoordeeld, iedereen erop vooruitgaat en er op voorhand geen groep valt aan te wijzen die er met het systeem op achteruit zal gaan. Hierbij dienen de materiële aanspraken van schuldeisers in beginsel als een gegeven te worden beschouwd en is er voor een herverdeling van deze aanspraken geen ruimte onder de akkoordprocedure. Om te voorkomen dat een tegenstimmende groep niet daadwerkelijk slechter af zal zijn, gelden er waarborgen in het dwangakkoord om deze groep te beschermen tegen een ongerechtvaardigde inbreuk op hun belangen.



## DEEL II

### Hoofdstuk 3. De huidige positie van de geseecureerde schuldeiser in faillissement

#### 3.1. Inleiding

In het voorgaande hoofdstuk werd duidelijk dat een dwangakkoord alleen gerechtvaardigd is als ‘de taart’ wordt vergroot. Hoe die taart verdeeld wordt en wie er vooraan in de rij staan bij de verdeling wordt in beginsel nog altijd bepaald door de regels die gelden in faillissement. In dit hoofdstuk wordt antwoord gegeven op de vraag wat de huidige positie van de geseecureerde schuldeiser in faillissement is. Eerst zal beknopt uiteen worden gezet wat de kerneigenschappen zijn van zekerheidsrechten (§3.1). Vervolgens wordt de ratio achter de ruime mogelijkheid van zekerheidsstelling behandeld, waarna de ontwikkelingen die hebben geleid tot de huidige positie worden belicht (§3.2). Daarna wordt de stand van zaken omtrent deze positie aangekaart (§3.3). Tot slot wordt er een beknopte blik op de toekomst geworpen (§3.4).

#### 3.2. Kerneigenschappen van zekerheidsrechten

Zekerheidsrechten kunnen worden omschreven als rechten die ertoe strekken om voorrang te verlenen boven andere schuldeisers bij de verdeling van de netto-opbrengst in geval van uitwinning van de vermogensbestanddelen van de schuldenaar waarop het zekerheidsrecht rust.<sup>98</sup> De voorrang is de belangrijkste eigenschap van het zekerheidsrecht en biedt twee grote voordelen ten opzichte van andere schuldeisers.<sup>99</sup> Ten eerste komt de geseecureerde schuldeiser het recht van parate executie toe. Dit houdt in dat pand- en hypotheekhouders bevoegd zijn het tot zekerheid strekkende goed te verkopen en het aan hen verschuldigde bedrag op de opbrengst te verhalen indien de schuldenaar in verzuim is met voldoening van hetgeen waarvoor de zekerheid strekt.<sup>100</sup> In tegenstelling tot de andere schuldeisers hoeft er geen gerechtelijk vonnis te worden verkregen en beslag te worden gelegd.<sup>101</sup> Voorts zijn pand- en hypotheekhouders separatist in geval van faillissement.<sup>102</sup> Dit betekent dat zij hun rechten kunnen uitoefenen alsof er geen faillissement was. Pand- en hypotheekhouders hoeven hierdoor hun vordering niet bij de curator in te dienen ter verificatie en zij hoeven ook niet mee te delen in de faillissementskosten.<sup>103</sup>

Naast voorrang is het zekerheidsrecht ook een manier om een bepaalde mate van controle over het zekerheidsobject en de zekerheidsgever te bemachtigen.<sup>104</sup> De controle vloeit in beginsel

---

<sup>98</sup> Vgl. Art. 3:227 BW en art. 3:278 lid 1 BW.

<sup>99</sup> Asser/Van Mierlo & Krezminski, 3-VI 2020/91.

<sup>100</sup> Art. 3:248 resp. Art. 3:268 BW.

<sup>101</sup> Asser/Van Mierlo & Krzeminski 3-VI 2020/70.

<sup>102</sup> Art. 57 Fw.

<sup>103</sup> Art. 181 lid 1 Fw. Een pand -of hypotheekhouder dient de vordering slechts in ter verificatie indien de executieopbrengst van het goed niet voldoende is om de gehele vordering te dekken. Voor het overige deel wordt de zekerheidsgerechtigde als concurrent schuldeiser beschouwd in het faillissement van de schuldenaar, zie art. 59 Fw.

<sup>104</sup> Wibier 2012, p. 381-388 en Bloemink, 2018, p. 52.

voort uit de afspraken die de kredietgever en kredietnemer contractueel hebben vastgelegd, waarin is bepaald wanneer het krediet kan worden opgezegd en wanneer het opeisbaar wordt.<sup>105</sup> Het kan hierbij ook gaan om een schending van andere positieve en negatieve verplichtingen.<sup>106</sup> Indien er sprake is van een tussentijdse opzegging van krediet naar aanleiding van de schending van een dergelijke verplichting heeft dat meestal tot gevolg dat de kredietnemer direct in verzuim raakt, waarna het zekerheidsrecht mag worden uitgewonnen.<sup>107</sup> Deze mogelijkheid tot uitwinning leidt ertoe dat de zekerheidsgever een stok achter de deur heeft voor de nakoming van verschillende verplichtingen.<sup>108</sup>

### **3.3. Ratio achter de ruime mogelijkheid tot zekerheidsstelling**

Uit het bovenstaande valt af te leiden dat het zekerheidsrecht de schuldeiser een sterke positie biedt vóór en tijdens faillissement. Dit komt in beginsel voort uit de *paritas creditorum*; het uitgangspunt dat schuldeisers niet gelijkgerechtigd zijn, maar dat schuldeisers met een gelijkwaardige positie gelijk worden behandeld.<sup>109</sup> Wat is dan vervolgens de ratio achter het toekennen van een hogere rang voor bepaalde schuldeisers? Hierbij speelt de verdeling van goederen naarmate ze iemand toekomen, de verdelende rechtvaardigheid, een grote rol.<sup>110</sup> De afwegingen die hierbij zijn gemaakt door de wetgever vormen de ratio achter de voorrangpositie.<sup>111</sup> De belangrijkste traditionele argumenten voor het bestaan van voorrang zijn de contractsvrijheid en de vrijheid van eigendom.<sup>112</sup> De juistheid van deze traditionele benadering is echter veelvoudig bekritiseerd, maar een behandeling hiervan valt buiten het bestek van dit onderzoek.<sup>113</sup>

Belangrijker en tot op het heden veelvoudig gebruikt, is het argument dat de voorrangpositie van de gecureerde schuldeiser een positieve invloed heeft op de prijs en beschikbaarheid van krediet.<sup>114</sup> Waar de eerste twee argumenten worden omschreven als een normatieve rechtvaardiging voor het bestaan van zekerheidsrechten in het algemeen, is het laatste argument

---

<sup>105</sup> Vos 2005, p. 95-96 en Bloemink, 2018, p. 52.

<sup>106</sup> Te denken valt aan het handhaven van bepaalde financiële ratio's, *negative pledges* of informatieverplichtingen, zie Bloemink 2018, p. 53.

<sup>107</sup> Art. 3:248 lid 1 en art. 3:268 lid 1 BW. De parate executie die de zekerheidsgerechtigde toekomt zal leiden tot een relatief lage prijs voor de activa, wat weer leidt tot substantiële schade voor de schuldenaar. Daarom is er aanleiding voor de schuldenaar om de zekerheidsgerechtigde als eerste te voldoen. Met name in het geval dat er nog geen problemen spelen binnen de onderneming. Zie voor een uitgebreide bespreking van de controlefunctie Jonkers en Van Moorsel 2019, p. 947.

<sup>108</sup> Bloemink 2018, p. 53.

<sup>109</sup> Kaptein, 2016, p. 279. Zie verwijzingen aldaar.

<sup>110</sup> Kaptein, 2016, p. 287. Zie verwijzingen aldaar.

<sup>111</sup> Kaptein, 2016, p. 287.

<sup>112</sup> Deze argumenten gaan ervan uit dat de zekerheidsgever eigenaar is van de goederen in zijn vermogen en daarom vrij is om van zijn rechten ten aanzien van die goederen gebruik te maken en daarover te beschikken. Zo heeft hij ook de bevoegdheid om ten gunste van bepaalde schuldeisers zekerheidsrechten te vestigen en deze schuldeisers dus een voorrangpositie te verlenen ten opzichte van de andere crediteuren. De rechtvaardiging van de positie vloeit dus voort uit de eigendom van de zekerheidsgever en zijn autonomie ten aanzien van die eigendom. Zie van den Heuvel 2004, p. 64 en Kaptein 2016, p. 281.

<sup>113</sup> Zie voor een uitgebreidere behandeling van de kritiek: Van den Heuvel 2004 en vele verwijzingen aldaar, p. 64-84; Bloemink 2018, p. 55-57; D'Onfro 2018, p. 1365-1427; De Weijs, 2020/7.4.3.

<sup>114</sup> De Weijs, 2020/7.4.3.

los van juridisch-historische wortels te beschouwen; het betreft de vraag of zekerheidsrechten leiden tot economische efficiëntie.<sup>115</sup>

Rechtseconomen beschouwen zekerheidsstelling als wenselijk indien het in de onderlinge verhouding tussen zekerheidsgever en zekerheidsnemer leidt tot verhoging van hun individuele welvaart.<sup>116</sup> Rechtsregels en juridische constructies hebben echter niet enkel met individuele welvaart te maken, maar beïnvloeden ook de maatschappelijke welvaart.<sup>117</sup> Het gaat om de gevolgen van alle leden van de samenleving. Als een rechtsregel of juridische constructie leidt tot een stijging in de maatschappelijke welvaart is er dus sprake van economische efficiëntie.<sup>118</sup> In het kader van zekerheidsrechten is voorrang wenselijk indien het leidt tot een stijging van de maatschappelijke welvaart.<sup>119</sup>

Het argument van kredietverlening speelt voornamelijk een prominente rol bij wetgevers en rechters voor de rechtvaardiging van zekerheidsrechten in een rechtsstelsel of modelwet.<sup>120</sup> In de onderstaande paragrafen zal duidelijk worden hoe deze gedachtegang invloed heeft uitgeoefend op de verhoudingen tussen de schuldeisers in het heden.

### ***3.3.1. Uitgangspunt: beoogd evenwicht tussen de geseecureerde schuldeisers en ongesecureerde schuldeisers***

Sinds 1992, na de invoering van het nieuwe BW, is verpanding van vorderingen een van de voornaamste mogelijkheden om zekerheden te verkrijgen.<sup>121</sup> Het gaat in de praktijk met name om de stille verpanding, neergelegd in art. 3:239 BW.<sup>122</sup> Destijds is er door de wetgever bepaald dat deze vorm van verpanding is beperkt tot vorderingen die tijdens de verpanding reeds bestaan of rechtstreeks voortvloeien uit een reeds bestaande rechtsverhouding.<sup>123</sup> Voorafgaand aan deze beperking meende de wetgever dat er behoefte was aan onbeperkte vervreemding en bezwaring.<sup>124</sup> Dit kwam voort uit “de behoefte om tegen zekerheid van die goederen over een langere periode krediet te kunnen verkrijgen zonder dat dit de bedrijfsvoering van de schuldenaar te veel aan banden legt.”<sup>125</sup>

Desalniettemin heeft de wetgever uiteindelijk de bovenstaande beperking opgenomen. De ratio achter deze beperking is rechtspolitiek van aard.<sup>126</sup> De onbeperkte mogelijkheid tot stille verpanding van toekomstige vorderingen zou ten koste gaan van de ‘gewone’ schuldeisers, die

---

<sup>115</sup> Van den Heuvel 2004, p. 117.

<sup>116</sup> Van den Heuvel 2004, p. 115. Zie verwijzingen aldaar.

<sup>117</sup> Van den Heuvel 2004, p. 115.

<sup>118</sup> Dit is het geval als de opbrengsten groter zijn dan de kosten, zie Van den Heuvel 2004, p. 116.

<sup>119</sup> Van den Heuvel 2004, p. 116.

<sup>120</sup> Geurts, 2019/2.8.1.2.

<sup>121</sup> Geurts, 2019/2.8.1.2.

<sup>122</sup> Verheul, 2014.

<sup>123</sup> Kaptein, 2016, p. 151. Zie verwijzingen aldaar.

<sup>124</sup> MvA II, *Parl. Gesch. Boek 3*, p. 763.

<sup>125</sup> MvA II Inv., *Parl. Gesch. Boek 3* (Inv. 3, 5 en 6), p. 1246 en MvA II Inv., *Parl. Gesch. Wijziging Rv. e.a.w.* (Inv. 3,5 en 6), p. 157.

<sup>126</sup> Kaptein 2016, p. 151.

in de praktijk in belangrijke mate aangewezen zijn op derdenbeslag.<sup>127</sup> Met deze beperking heeft de wetgever primair een bepaald evenwicht willen bewerkstellingen tussen de geseceerde en de ongesecureerde schuldeisers.<sup>128</sup>

### 3.3.2. *Verschuivingen in het beoogde evenwicht*

Dat het beoogde evenwicht door de inperking op art. 3:239 BW daadwerkelijk kon worden bereikt, was niet het geval. De stille verpanding bleek namelijk geen rustig bezit. Dit heeft te maken met de reeds genoemde gedachte dat zekerheidsrechten positieve effecten hebben op de economische groei.<sup>129</sup> Onze economie draait voornamelijk op kredieten.<sup>130</sup> Ondernemingen worden in de regel extern gefinancierd en de meest gebruikelijke vorm is bancaire krediet.<sup>131</sup> Banken verlangen voor de kredietverstrekking zekerheden van de betreffende ondernemingen. Zekerheden worden dan ook als volgt omschreven:

“Secured credit is variously said to be the oil of the economy and the engine of economic growth.”<sup>132</sup>

Deze opvatting wordt internationaal gedeeld en legt ook in Nederland veel gewicht in de schaal.<sup>133</sup> De wetgever beoogt een goed functionerend systeem van kredietverlening aan de hand van de bovenstaande redenering.<sup>134</sup> Waar banken al ruime zekerheden konden vestigen op inventaris en voorraden, werd er hinder ondervonden door de opgenomen beperking in art. 3:239 BW bij vorderingen.<sup>135</sup> De Hoge Raad heeft daarom de afgelopen jaren voorzien in een mogelijkheid om aan deze wens van een soepel lopend kredietverkeer te beantwoorden. De mogelijkheid tot verpanding van vorderingen is steeds verder verruimd in de rechtspraak, waarbij het arrest *Dix q.q./ING* geldt als (voorlopig) sluitstuk.<sup>136</sup> Hierin is overwogen dat de aanvaarding van een zogenoemde verzamelpandakteconstructie leidt tot meer zekerheid voor banken, hetgeen wat de financiering weer zal bevorderen.<sup>137</sup> Door deze constructie is de verpanding van vorderingen aanzienlijk vereenvoudigd en kunnen de op het moment van het aangaan van de verplichting tot verpanding nog absoluut toekomstige vorderingen na hun ontstaan vrijwel direct en zonder tussenkomst van de pandgever/kredietnemer aan de bank worden verpand door middel van de registratie van verzamelpandakten.<sup>138</sup>

---

<sup>127</sup> MvA II Inv., *Parl. Gesch. Boek 3 (Inv. 3, 5 en 6)*, p. 1337.

<sup>128</sup> Kaptein 2016, p. 152. Zie verwijzingen aldaar.

<sup>129</sup> Geurts, 2019 en De Weijs, 2020.

<sup>130</sup> HR 1 februari 2013, *NJ 2013/156 m.nt. F.M.J. Verstijlen (Van Leuveren q.q./ING)*, r.o. 3.10.

<sup>131</sup> HR 1 februari 2013, *NJ 2013/156 m.nt. F.M.J. Verstijlen (Van Leuveren q.q./ING)*, r.o. 3.10.

<sup>132</sup> McCormack 2004, p. 15.

<sup>133</sup> Geurts, 2019.

<sup>134</sup> Asser/Van Mierlo & Krzemiński 3-VI 2016/9.

<sup>135</sup> HR 1 februari 2013, *NJ 2013/156 m.nt. F.M.J. Verstijlen (Van Leuveren q.q./ING)*, r.o. 3.10.

<sup>136</sup> HR 3 februari 2012, *NJ 2012/261 (Dix q.q./ING)*. Zie voorafgaand en achtereenvolgend: HR 14 oktober 1994, *NJ 1995/447 (Spaarbank Rivierenland/Mr. Gispén q.q.)*, HR 20 juni 1997, *NJ 1998/362 (Wagemakers q.q./Rabobank)*, HR 29 juni 2001, *NJ 2001/662 (Meijs q.q./ Bank of Tokyo)* en HR 20 september 2002, *NJ 2004/182 (Mulder q.q./Rabobank)*.

<sup>137</sup> HR 3 februari 2012, *NJ 2012/261 (Dix q.q./ING)*, r.o. 4.9.2.

<sup>138</sup> Deze constructie zorgt ervoor dat het dagelijks registreren van de pandakte mogelijk werd door de (dagelijkse) medewerking van kredietnemers te vervangen door een onherroepelijke volmacht. Deze afgegeven volmacht in combinatie met een in de pandakte toegestane generieke omschrijving van de kredietnemer stelt de

Naast de tegemoetkoming aan de wens en het belang van een vlot functionerend kredietverkeer, zijn de concurrente schuldeisers indirect ook gebaat bij de bevordering van de financiering van bedrijven door banken, volgens de Hoge Raad.<sup>139</sup> Er zou in kritieke situaties immers minder snel aanleiding zijn om verdere financiering te staken, wat tevens de belangen van andere betrokkenen zoals werknemers van het bedrijf beschermd.<sup>140</sup> Tot slot stelt de Hoge Raad dat concurrente schuldeisers zich bij het aangaan van een contractuele relatie adaptief zullen opstellen door het risico op de afname van het verhaalsvermogen in faillissement te verdisconteren in de voorwaarden van het (handels)krediet dat zij verstrekken.<sup>141</sup> Voor zover zij goederen aanleveren of diensten verrichten, komt hun de mogelijkheid toe om eigendom voor te behouden of zekerheid te bedingen voor de voldoening van de vordering.<sup>142</sup>

Echter, ondanks deze overwegingen lijkt de Hoge Raad tevens te erkennen dat door de aanvaarding van de desbetreffende constructie de verhaalsmogelijkheden van concurrente schuldeisers vrijwel illusoir zijn gemaakt.<sup>143</sup> Slechts vorderingen die zijn ontstaan op de dag van faillissement, de dag vóór het faillissement of vorderingen die voortvloeien uit een rechtsverhouding die is ontstaan op de dag van faillissement vallen niet meer onder het pandrecht.<sup>144</sup> De kans dat een curator vervolgens nog onbezwaarde vorderingen op derden in de boedel aantreft is hierdoor dermate klein.

A-G Timmerman heeft aan de hand van deze uitspraak en na behandeling van veel kritische literatuur hierover geconstateerd dat “het door de wetgever geviseerde evenwicht tussen separatisten en concurrente schuldeisers bij verhaal geleidelijk is zoekgeraakt”.<sup>145</sup> Tegen de achtergrond van deze geuite kritiek heeft de Hoge Raad vervolgens in het arrest *Van Leuveren q.q./ING* in een *obiter dictum* overwogen dat het niet aan de rechter, maar de wetgever is om “te beoordelen of de belangen van concurrente schuldeisers tegenover de belangen van een vlot functionerend kredietverkeer een sterkere positie zouden moeten innemen dan thans het geval is”.<sup>146</sup> Hieruit kan geconcludeerd worden dat er juridisch-technisch geen bezwaren bestaan tegen de constructie, maar de oplossing voor het probleem van deze ‘lege boedel problematiek’

---

pandhouder/kredietgever in staat om middels één akte, de ‘verzamel pandakte’, alle reeds bestaande en relatief toekomstige vorderingen die alle kredietnemers op derden hebben dagelijks aan zichzelf te verpanden. Zie HR 3 februari 2012, *NJ 2012/261 (Dix q.q./ING)*.

<sup>139</sup> HR 3 februari 2012, *NJ 2012/261 (Dix q.q./ING)*, r.o. 4.9.2.

<sup>140</sup> HR 3 februari 2012, *NJ 2012/261 (Dix q.q./ING)*, r.o. 4.9.2.

<sup>141</sup> HR 3 februari 2012, *NJ 2012/261 (Dix q.q./ING)*, r.o. 4.9.3.

<sup>142</sup> HR 3 februari 2012, *NJ 2012/261 (Dix q.q./ING)*, r.o. 4.9.3.

<sup>143</sup> Zie HR 3 februari 2012, *NJ 2012/261 (Dix q.q./ING)*, r.o. 4.8.2-4.8.3.: “Daarom is deze constructie niet gemakkelijk te verenigen met de in de wetgeschiedenis gemaakte opmerking dat art. 3:239 ruimte laat voor concurrente schuldeisers die in de praktijk in belangrijke mate op derdenbeslag zijn aangewezen. [...] Mede in aanmerking genomen dat in de regel ook op de overige activa van bedrijven, zoals met name gebouwen en handelsvoorraden, ten behoeve van financiers of leveranciers zekerheidsrechten zijn gevestigd of voorbehouden, brengt deze verpandingsconstructie dus in feite mee dat de uitgangspunten waarop de artikelen 3:276 en 3:277 lid 1 BW zijn gebaseerd, wat betreft concurrente schuldeisers verregaand zijn uitgehold.”<sup>143</sup>

<sup>144</sup> Art. 23 Fw en art. 35 lid 2 Fw.

<sup>145</sup> HR 1 februari 2013, *NJ 2013/156 m.nt. F.M.J. Verstijlen (Van Leuveren q.q./ING)*, r.o. 4.1. Zie voor een uiteenzetting van meerdere kritieken r.o. 3.30 tot en met 3.41.

<sup>146</sup> HR 1 februari 2013, *NJ 2013/156 m.nt. F.M.J. Verstijlen (Van Leuveren q.q./ING)*, r.o. 4.1.

gezocht moet worden in maatregelen die de wetgever kan nemen ten einde de positie van de concurrent schuldeiser in faillissement te versterken.<sup>147</sup>

### ***3.4. Status quo omtrent de positie van de geseceerde schuldeiser in faillissement***

In paragraaf 3.1.1. bleek dat de wetgever een evenwicht tussen de geseceerde schuldeiser en de concurrente schuldeiser wenste; er moest een punt van de taart overblijven voor de concurrente schuldeisers. Dit geviseerde evenwicht bij verhaal is zoekgeraakt. Een evenwicht, verhaalsmogelijkheden en lege boedels zijn echter abstracte termen die gebruikt worden bij de omschrijving van een breed gedeelde ontevredenheid over dit zoekgeraakte evenwicht.<sup>148</sup>

Om een concreter inzicht te krijgen in de stand van zaken, loont het om enkele cijfers op te nemen die laten zien hoe het faillissement in Nederland eruitziet voor de schuldeisers. Het hoofddoel van de faillissementsprocedure veronderstelt dat er iets te verdelen valt.<sup>149</sup> Vandaag de dag valt er in het merendeel van de faillissementen echter niets te verdelen. Uit een door het CBS gepubliceerd rapport in 2016 bleek dat in de jaren 2004-2015 65-81% van de beëindigende faillissementen is opgeheven wegens gebrek aan baten.<sup>150</sup> Vervolgens wordt er in het rapport weergegeven wat de zogenoemde ‘*recovery rates*’ zijn.<sup>151</sup> De ‘*recovery rate*’ geeft aan welk percentage van de schuld gemiddeld per beëindigd faillissement is voldaan. Sinds 2004 is dit voor ondernemingen een gemiddeld percentage tussen de 4,2% en 5,7% en voor de ‘gewone’ handelscrediteuren een percentage tussen de 1,6% en de 5,3%.<sup>152</sup> Het rapport voorziet niet in duidelijke gegevens over de geseceerde schuldeiser (lees: banken), omdat het alleen een weergave is van de uitkering door de curator. De geseceerde schuldeiser kan echter buiten faillissement om voldaan krijgen. Banken publiceren zelf geen gegevens over hun ‘*recovery rates*’, maar een rapport van de Wereld Bank, ‘*Doing Business 2017*’, laat zien dat ‘*secured lenders*’ een recovery rate van 89,3% toekomt.<sup>153</sup>

Kortmann omschrijft het faillissement aan de hand van deze cijfers dan ook als een ‘pauperparadijs’ voor de gewone handelscrediteuren tegenover een ‘hemels paradijs’ voor banken.<sup>154</sup>

---

<sup>147</sup> Corstens, Fokkens & Rotscheid, 2013.

<sup>148</sup> HR 1 februari 2013, NJ 2013/156 m.nt. F.M.J. Verstijlen (*Van Leuveren q.q./ING*).

<sup>149</sup> Concl. A-G Timmerman, HR 18 december 2015, NJ 2016/172, m.nt. F.M.J. Verstijlen.

<sup>150</sup> In dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van een uiteenzetting van alle cijfers door Kortmann in zijn aftreedrede, zie Kortmann 2017, p. 4-6.

<sup>151</sup> Kortmann, 2017, p. 5.

<sup>152</sup> Hieronder vallen verhuurders, leveranciers van goederen en diensten, afnemers die vooruit hebben betaald en degenen die een vordering uit een onrechtmatige daad hebben op de schuldenaar hebben, zie Kortmann 2017, p. 5.

<sup>153</sup> Zoals Kortmann ook schrijft, is enige voorzichtigheid geboden bij de uitkomst van dit rapport van de Wereld Bank, omdat het gaat om de uitkomst van een *case-study*. De cijfers sluiten echter wel aan bij een oudere analyse van rating-agency Moody’s, zie Moody’s, 2013 en Kortmann, 2017, p. 6.

<sup>154</sup> Kortmann 2017, p. 7.

### 3.5. De toekomst van de positie van de geseecureerde schuldeiser

Aan de hand van de bovengenoemde status quo gaan er stemmen op om het huidige evenwicht te veranderen.<sup>155</sup> Voor een verandering is een nieuwe afweging van belangen nodig. Hoeveel gewicht er aan welke belangen wordt toegekend hangt af van de wijze van benadering. In beginsel was de afweging een kwestie van verdelende rechtvaardigheid, waarna de rechtseconomische efficiëntie veel gewicht in de schaal heeft gelegd.<sup>156</sup> Het verenigen van deze twee uitgangspunten blijkt lastig.<sup>157</sup> Een zuivere toepassing van rechtseconomische efficiëntie leidt hoogstwaarschijnlijk niet tot een aanpassing van de verhaalspositie van de geseecureerde schuldeiser ten behoeve van de concurrente schuldeisers, omdat het geen normatieve benadering is.<sup>158</sup>

De wens om een *redelijker* evenwicht te bereiken, is uiteindelijk een kwestie van verdelende rechtvaardigheid.<sup>159</sup> Het is nu de vraag of het ontbreken van een redelijk evenwicht de noodzaak tot ingrijpen uitlokt.<sup>160</sup> En dit lijkt het geval te zijn. De wetgever is al een aantal jaren bezig met het wetgevingsprogramma ‘Herijking Faillissementenrecht’.<sup>161</sup> In dit kader worden onder andere de mogelijkheden van een herijking van de sterke positie van de geseecureerde schuldeiser onderzocht.<sup>162</sup>

### 3.6. Tussenconclusie

In dit hoofdstuk is antwoord gegeven op de vraag wat de huidige positie is van de geseecureerde schuldeiser in faillissement. Voor de beantwoording van deze vraag is er geredeneerd vanuit de ratio achter zekerheidsrechten. Het startpunt was een dergelijk evenwicht, waarbij er nog een mogelijkheid moest zijn voor de concurrente schuldeisers om verhaal te kunnen nemen. Desalniettemin bleek dit uitgangspunt van verdelende rechtvaardigheid al snel te worden verdrongen door de behoefte aan een soepel lopend kredietverkeer, waarbij zekerheidsrechten worden beschouwd als de ‘olie van de economie’. Het gevolg is dat de geseecureerde schuldeiser een ijzersterke positie heeft verworven in faillissement en kan rekenen op torenhoge uitkeringspercentages. De keerzijde is dat concurrente schuldeisers er bekaaid vanaf komen; het is geen punt meer, maar hoogstens en met een beetje geluk, een paar kruimels van de taart die de concurrent schuldeiser nog doet toekomen in het faillissement. Inmiddels wordt er gekeken naar de mogelijkheden van een herijking van de positie van de geseecureerde schuldeiser door de wetgever.

---

<sup>155</sup> HR 3 februari 2012, NJ 2012/261 (Dix q.q./ING), r.o. 4.9.3 en kritieken hierop in r.o. 3.30-3.49.

<sup>156</sup> Kaptein 2016, p. 303.

<sup>157</sup> Kaptein 2016, p. 303.

<sup>158</sup> HR 3 februari 2012, NJ 2012/261 (Dix q.q./ING), r.o. 4.9.3 en kritieken hierop in r.o. 3.30-3.49.

<sup>159</sup> Kapitein 2016, p. 303.

<sup>160</sup> Het enkele rechtseconomische argument dat banken nodig zijn voor kapitaal en dat het in *ieders* belang is dat krediet op eenvoudige wijze en tegen geringe kosten kan worden verkregen, houdt geen stand meer, zie Kaptein 2016, p. 288.

<sup>161</sup> Kamerstukken II 2017-2018, 33695, nr. 17.

<sup>162</sup> Kamerstukken II 2017-2018, 33695, nr. 17.

### **DEEL III. Amendementen in de WHOA**

In hoofdstuk 2 is uiteengezet dat de rechtvaardiging voor een dwangakkoord gebaseerd is op de in faillissementsrecht geldende, rechtvaardigingstheorie de ‘*creditor’s bargain theory*’. Aan de hand van deze theorie moet het akkoord leiden tot waardemaximalisatie voor de gezamenlijke schuldeisers, waarbij materiële rechten van schuldeisers die zijn verkregen vóór faillissement moeten worden gerespecteerd. Vervolgens is in hoofdstuk 3 geconstateerd dat een enkele economisch efficiënte benadering voor het faillissementsrecht niet meer bevredigd. Inmiddels wordt er gezocht naar een gerechtvaardigdere verdeling in faillissement. Zo ook in de WHOA, waar de angst bestond dat gecureerde schuldeisers, gelet op hun reeds sterke positie in faillissement, ook de gehele reorganisatiewaarde zouden kunnen opeisen. Het heeft geleid tot de indiening van een drietal amendementen die ‘sociale rechtvaardigheid’ moeten toevoegen.

Echter, het is de vraag of deze zoektocht naar rechtvaardigheid op zijn plaats is binnen een dwangakkoord. Het kan leiden tot een materiële herverdeling van waarde, hetgeen indruist tegen de rechtvaardiging van het dwangakkoord.

In de volgende hoofdstukken (§4, 5 en 6) zal worden onderzocht of de opgenomen amendementen, gezien de huidige positie van de gecureerde schuldeiser in faillissement, leiden tot een ongerechtvaardigde inperking van deze positie ten aanzien van de te verdelen waarde onder de WHOA. Hierbij wordt gekeken naar de invloed van de amendementen op de waarborgen, tevens weigeringsgronden, onder het dwangakkoord. Deze bepalen immers wanneer een schuldeiser kan betogen dat er een ongerechtvaardigde inbreuk op zijn belangen wordt gemaakt.



## **Hoofdstuk 4. Classificering van geseecureerde schuldeisers**

### ***4.1. Inleiding***

In dit hoofdstuk wordt het amendement met Kamerstukvolgnummer 14 behandeld. Eerst wordt beknopt uiteengezet waar het amendement op ziet (§4.2). Vervolgens wordt de kritiek behandeld die ten grondslag ligt aan de indiening van het amendement (§4.3). Daarna worden de gevolgen van het amendement uiteengezet (§4.4), waarna er gezocht wordt naar een rechtvaardiging voor deze gevolgen (§4.5 en §4.6). Tot slot wordt er een tussenconclusie gegeven (§4.7).

### ***4.2. Inhoud amendement***

Het amendement ziet op de classificering van geseecureerde schuldeisers. De klassenindeling wordt gemaakt voor de stemming over het akkoord. In het amendement is opgenomen dat de schuldeisers met een zekerheidsrecht alleen voor het gedekte deel van hun vordering in een aparte klasse van geseecureerde schuldeisers worden ingedeeld.<sup>163</sup> Voor het overige worden zij ingedeeld in een klasse van schuldeisers zonder voorrang.<sup>164</sup>

Tevens regelt het amendement dat er bij de bepaling van het geseecureerde deel van de vordering wordt uitgegaan van de waarde die naar verwachting in faillissement volgens de wettelijke rangorde verkregen zou zijn.<sup>165</sup> Dit komt in beginsel overeen met de waarde die de schuldeiser bij de uitoefening van zijn pand- of hypotheekrecht zelf op korte termijn zou kunnen ontvangen door middel van executie. Voor het ongesecureerde deel kan de geseecureerde schuldeiser wél meeprofiten van het reorganisatiesurplus in de klasse zonder voorrang.<sup>166</sup>

### ***4.3. Wetsvoorstel en kritiek***

Aan de hand van het wetsvoorstel bestond de angst bij de indieners van het amendement dat de gehele reorganisatiewaarde, inclusief reorganisatiesurplus, zou worden opgeëist door de geseecureerde schuldeisers.<sup>167</sup> Hoe zou dit kunnen gebeuren? Het heeft te maken met de gevergdde waarderingsexercities onder de WHOA. Reorganiseren is waarderen, wordt ook wel gezegd.<sup>168</sup> De waardering is niet alleen van belang voor de stemming over het akkoord, maar heeft ook invloed op de vraag waar de schuldeisers aanspraak op kunnen maken.<sup>169</sup> Hieronder zal duidelijk worden welk gevaar de indieners van het amendement hierbij voorzagen:

---

<sup>163</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 14, p. 1.

<sup>164</sup> Hierbij geldt dat ervan af kan worden geweken indien er geen verandering ontstaat in de verdeling van de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd. Als er bijvoorbeeld sprake is van maar één geseecureerde schuldeiser bij het akkoord. Zie Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 14, p. 1.

<sup>165</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 14, p. 2.

<sup>166</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 14, p. 2.

<sup>167</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 20, p. 3.

<sup>168</sup> De Jong 2019, p. 17.

<sup>169</sup> Van den Berg 2020, p. 1.

Alle schuldeisers zijn beschermd door het ‘*no-creditor-worse-off*’ beginsel.<sup>170</sup> Hieruit volgt dat de geseceerde schuldeisers ten minste recht hebben op de liquidatiewaarde van de activa waarop zij zekerheidsrechten hebben. Tevens kan er bescherming worden ontleend aan de ‘APR’, waarbij geldt dat de verdeling van de reorganisatiewaarde in beginsel conform de wettelijke rangorde moet plaatsvinden.<sup>171</sup>

Volgens de indieners van het amendement ligt er bij de waardering die nodig is voor een beoordeling van de bovenstaande waarborgen, het gevaar verscholen dat de geseceerde schuldeisers recht menen te hebben op extra bescherming.<sup>172</sup> De ‘APR’ eist immers dat de geseceerde schuldeiser voor het *gedekte deel* van zijn vordering in het geheel betaald – of een andere vorm van uitkering – krijgt.<sup>173</sup> In hoeverre de vordering gedekt is door het zekerheidsrecht hangt af van de waardering van het onderpand.<sup>174</sup> In het wetsvoorstel was het onduidelijk hoe de geseceerde positie gewaardeerd moest worden.<sup>175</sup> Als dit echter tegen de reorganisatiewaarde zou plaatsvinden, was het gevolg dat het gehele reorganisatiesurplus of een groot deel daarvan aan de geseceerde schuldeiser zou toekomen.<sup>176</sup> In Nederland heeft de geseceerde schuldeiser (lees: banken) immers doorgaans zekerheden op vrijwel alle activa van de onderneming.<sup>177</sup>

Om die reden betoogden de indieners van het amendement dat het niet rechtvaardig zou zijn als de voorrangpositie nogmaals wordt ingezet om tevens het reorganisatiesurplus te claimen.<sup>178</sup> Juridisch gezien strekt het zekerheidsrecht zich niet uit over de meerwaarde die wordt behaald in reorganisatie. Dat is immers de meerwaarde die alle betrokkenen tezamen hebben gecreëerd door middel van de reorganisatieprocedure. Het gevolg was de indiening van amendement nummer 9, waarin werd opgenomen dat het *gedekte* deel van de vordering van de geseceerde schuldeiser gewaardeerd moet worden tegen de liquidatiewaarde.<sup>179</sup> Een beroep op de APR

---

<sup>170</sup> Art. 384 lid 3 Fw. Inhoudende dat een schuldeiser onder het WHOA-akkoord niet slechter af mag zijn dan bij vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement (zie §2.3.).

<sup>171</sup> Art. 384 lid 4 sub b Fw.

<sup>172</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 9.

<sup>173</sup> Uit art. 3:227 BW volgt dat pand- en hypotheekhouders voorrang op de opbrengst van hun door zekerheid gedekte goederen hebben. Naar Nederlands recht is het echter niet mogelijk om een pandrecht te vestigen op de goodwill of verdien capaciteit van de onderneming. Zie Tollenaar 2016/8.9.8. en Mennens 2020/574.

<sup>174</sup> Kamerstukken II 2019-2020 35249, nr. 9; Mennens 2020/574.

<sup>175</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 9.

<sup>176</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 9.

<sup>177</sup> Een simpel voorbeeld ter verduidelijking: indien de geseceerde schuldeiser een vordering van 200 heeft op de schuldenaar en de reorganisatiewaarde van de onderneming 150 bedraagt, maar de liquidatiewaarde van de onderneming 100 bedraagt, dan heeft de geseceerde schuldeiser ten minste recht op 100 aan de hand van het ‘*no-creditor-worse-off*’ beginsel. Van de reorganisatiewaarde blijft in dat geval nog 50 over. Aan de hand van de APR zou een geseceerde schuldeiser, met een nog openstaande vordering van 100, ook het reorganisatiesurplus kunnen opeisen door te stellen dat zij de hoogste rang heeft. De reorganisatiewaarde moet immers verdeeld worden conform de rangorde. De APR eist echter enkel dat de zekerheidsgerechtigde op het *gedekte* deel van haar vordering betaald krijgt. Indien de waardering van het gedekte deel aan de hand van de reorganisatiewaarde zou plaatsvinden, zou de geseceerde schuldeiser ook het volledige reorganisatiesurplus van 50 kunnen opeisen omdat er nog een vordering van 100 openstaat, zie Jonkers & Van Moorsel, 2019.

<sup>178</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 9.

<sup>179</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 9.

komt de geseceerde schuldeiser dan niet meer toe als er reeds voldaan is aan de ‘*no-creditor-worse-off*’ test, omdat de liquidatiewaarde hier al als ondergrens geldt.

#### 4.4. Gevolgen van de waardering tegen de liquidatiewaarde

De bovengenoemde waardering van het onderpand tegen de liquidatiewaarde heeft weer geleid tot discussie in de juridische literatuur. Er werd namelijk in de eerste versie van het amendement uitgegaan van de ‘*piece meal*’ liquidatiewaarde.<sup>180</sup> De tegenstelling ‘reorganisatiewaarde’ tegen over ‘*piece meal* liquidatiewaarde’ bleek volgens meerderen niet juist.<sup>181</sup>

In beginsel komt de waarde van het onderpand vrij door executie van pand -en hypotheekrechten door middel van een openbare verkoop.<sup>182</sup> In deze context wordt er gesproken van de ‘*piece meal*’ liquidatiewaarde. Deze opbrengst, bewerkstelligd door middel van een stuksgewijze verkoop van de activa, is veelal minimaal en zal niet direct beoogd worden.<sup>183</sup> Een andere wijze van executie is een onderhandse verkoop.<sup>184</sup> Via deze wijze worden de activa tegen een hogere opbrengst verkocht.<sup>185</sup> Er kan immers met meer rust en onder betere omstandigheden een koper worden gevonden.<sup>186</sup> Daarbij komt nog dat de geseceerde schuldeiser (lees: de bank) in de meeste gevallen op alle activa van de onderneming een zekerheidsrecht heeft gevestigd. Aan de hand van dit gegeven heeft de geseceerde schuldeiser de bevoegdheid om nagenoeg de hele onderneming aan de executiekoper over te dragen.

In faillissement is dit niet anders, omdat de geseceerde schuldeiser het recht van parate executie toekomt en kan executeren ‘alsof er geen faillissement was’.<sup>187</sup> Echter, executie geschiedt in de meeste gevallen niet buiten de betrokkenheid van de curator om. De curator en de zekerheidsgerechtigde komen overeen dat de curator zorgdraagt voor de verkoop van de activa, onder de afspraak dat de opbrengst minus een boedelbijdrage, wordt afgedragen aan de zekerheidsgerechtigde (oneigenlijke lossing).<sup>188</sup> De curator tracht vervolgens een koper te vinden die de onderneming ‘*going concern*’ overneemt uit faillissement en vervolgens een doorstart maakt. De opbrengst bij een doorstart levert doorgaans meer op dan een ‘*piece meal*’ verkoop, waardoor de zekerheidsgerechtigde dan ook een hoger bedrag toekomt dan bij een openbare verkoop zou worden gerealiseerd.<sup>189</sup>

---

<sup>180</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 9.

<sup>181</sup> Verstijlen 2020, par. 3.2; Tollenaar 2020, par. 2.2, van den Berg 2020, par. 4 en kamerstukken I, 2020-2021, 35249, C, p. 6.

<sup>182</sup> Art. 3:250 en art. 3:268 lid 1 BW.

<sup>183</sup> Verstijlen 2020, par. 3.2.

<sup>184</sup> Art. 3:251 BW.

<sup>185</sup> Mits er toestemming van de voorzieningenrechter of (onder nadere voorwaarden) de schuldenaar is verkregen, zie Verstijlen, 2020, par. 3.2.

<sup>186</sup> Verstijlen, 2020, par. 3.2.

<sup>187</sup> art. 57 Fw.

<sup>188</sup> Zie HR 13 maart 1987 NJ 1988/556, m.nt. W.M. Kleijn (*Ontvanger/Spruijt en ABN*) en HR 25 februari 2011, NJ 2012/74 (ING/Hielkema q.q.).

<sup>189</sup> Verstijlen 2020, par. 3.2 en Tollenaar 2020, par. 2.2. De waarde zal echter niet gelijk zijn aan de reorganisatiewaarde, omdat er door tijdsdruk bij de verkoop rekening moet worden gehouden met waarde-erosie. De publieke bekendmaking van de financiële problemen en het faillissement zullen vervolgens nog meer negatieve gevolgen hebben op de waarde, zie Holterman en van den Berg, 2019, p. 167.

#### 4.5. *Rechtvaardiging in het licht van het ‘no-creditor-worse-off’ beginsel*

Aan de hand van het bovenstaande scenario werd er in de juridische literatuur beargumenteerd dat de enkele waardering tegen de *‘piece meal’* liquidatiewaarde niet gerechtvaardigd was.<sup>190</sup> Gesecureerde schuldeisers konden betogen slechter af te zijn onder het akkoord dan in faillissement. Het gevolg was dat er een perverse prikkel zou kunnen ontstaan voor gesecureerde schuldeisers om een faillissement te verkiezen boven de totstandkoming van een akkoord, omdat hun materiële rechten daar niet worden ingeperkt.<sup>191</sup>

De indieners van het amendement betoogden echter dat een beroep op het *‘no-creditor-worse-off’* beginsel niet zou kunnen slagen aan de hand van deze beredenering.<sup>192</sup> Hoogstwaarschijnlijk gebaseerd op het artikel van Jonkers en van Moorsel, stelden zij dat het *‘extra’s’* wat bovenop de *piece-meal* liquidatieverkoop wordt verkregen niet iets is waar de gesecureerde schuldeisers recht op hebben.<sup>193</sup> Dit wordt volgens hun enkel afgedwongen door de machtspositie die ontstaat door het recht van separatisme in faillissement. En omdat die machtspositie niet toekomt aan gesecureerde schuldeisers onder de WHOA, zou dat *‘extra’s’* niet afgedwongen kunnen worden.<sup>194</sup>

Desalniettemin is er toch gehoor gegeven aan de kritiek op de bovenstaande beredenering. De angst bestond tevens onder andere Kamerleden dat er toch een “perverse prikkel” aanwezig zou kunnen zijn voor gesecureerde schuldeisers om aan te sturen op faillissement.<sup>195</sup> Het mag immers dan wel zo zijn dat gesecureerde schuldeisers onder de WHOA niet als *‘separatisten’* worden beschouwd, maar dat neemt niet weg dat zij dit recht nog wel kunnen inzetten in faillissement, waardoor zij er onder het WHOA-akkoord fors op achteruit gaan.<sup>196</sup>

Om die reden hebben de indieners van het eerste amendement (nr. 9) uiteindelijk besloten om het amendement aan te passen (nr. 14). Nu geldt de liquidatiewaarde in faillissement, waarbij er afhankelijk van de omstandigheden moet worden uitgegaan van de *‘piece meal’* liquidatiewaarde, dan wel *‘going concern’* liquidatiewaarde.<sup>197</sup>

---

<sup>190</sup> Verstijlen 2020, par. 3.2; Tollenaar 2020, par. 2.2, van den Berg 2020, par. 4.

<sup>191</sup> Verstijlen 2020, par. 3.2; Tollenaar 2020, par. 2.3.

<sup>192</sup> Kamerstukken II, 201-2020, 35249, nr. 9.

<sup>193</sup> Jonkers en Van Moorsel, 2020 en Kamerstukken 2019-2020, 35249, nr. 9, p. 2.

<sup>194</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 9, p. 2.

<sup>195</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35225, nr. 20, p. 10 en p. 44.

<sup>196</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35225, nr. 20, p. 10 en p. 44.

<sup>197</sup> In het Memorie van Antwoord heeft minister Dekker hierover geschreven dat de waarde die wordt genomen, “wordt bepaald door de mate waarin bij een faillissement rekening moet worden gehouden met een mogelijke doorstart van bedrijfsonderdelen en wat kopers bereid zijn daarvoor te betalen”, zie Kamerstukken I 2020-2021, 35249, C, p. 6.

#### 4.6. *Rechtvaardiging na gewijzigd amendement*

Echter, vooralsnog lijkt het bovenstaande door sommigen niet als een rechtvaardige waarderingsmaatstaf te worden beschouwd. Tollenaar meent dat de te hanteren waarde afhankelijk is van de vorm van de uitkering waarin het akkoord voorziet.<sup>198</sup> Hij verwijst hierbij naar het Amerikaanse systeem waarin onder de ‘*Chapter 11*’- procedure geldt dat er voor het gedekte deel van de geseceureerde vordering als uitgangspunt wordt gekeken naar het voorgesteld gebruik van het actief onder het akkoord.<sup>199</sup> Indien er geen sprake is van een (al dan niet gedwongen) verkoop aan een derde, maar van een uitkering anders dan in contanten (schuldinstrumenten of aandelen) is de veronderstelling dat de schuldenaar de goederen zal blijven gebruiken. De waarde van het onderpand wordt in dat geval gebaseerd op de ‘*fair market value*’.<sup>200</sup> Dit staat gelijk aan de marktwaarde.<sup>201</sup>

Van den Berg sluit hierbij aan en merkt op dat de rechtvaardiging voor het hanteren van een liquidatiewaarde in het kader van de ‘*APR*’ luidt dat liquidatie plaatsvindt en de geseceureerde schuldeiser aanspraak maakt op contanten.<sup>202</sup> Volgens hem is het niet begrijpelijk waarom de liquidatiewaarde alsnog moet worden gehanteerd bij de vaststelling van de voorrangspositie als liquidatie uitblijft, maar de geseceureerde schuldeiser ook geen beroep kan doen op een uitkering in contanten, hetgeen hem door amendement nummer 24 is ontzegd (zie § 6).<sup>203</sup> Een rechtvaardigingsgrondslag is volgens van den Berg daarom lastig te vinden. Een dergelijke waardering kan ertoe leiden dat de reorganisatiewaarde juist niet “eerlijk” verdeeld wordt, terwijl dit de basisrechtvaardiging van de WHOA is.<sup>204</sup> Hij beschouwt deze waardering als een politieke keuze, maar dogmatisch niet de juiste.<sup>205</sup>

Bezien vanuit de *creditor’s bargain theory* en de daaruit voortvloeiende waarborgen die gelden onder de WHOA lijkt de geseceureerde schuldeiser niet slechter af te zijn dan in faillissement, maar zou juridisch dogmatisch gesteld kunnen worden dat de reorganisatiewaarde niet eerlijk verdeeld wordt als er geen sprake is van liquidatie, maar de geseceureerde schuldeiser alsnog slechts voorrang heeft tot de waarde die vrijkomt door liquidatie. De positie van de geseceureerde schuldeiser kan daardoor ongerechtvaardigd worden ingeperkt.

Desalniettemin hangt de vraag welke waarderingsnorm als gerechtvaardigd geacht kan worden, af van de bril waardoor gekeken wordt. Indien dit enkel door een ‘zekerheden’ bril plaatsvindt, is het mijns inziens de vraag of er überhaupt ruimte is voor het gedachtegoed achter de WHOA

---

<sup>198</sup> Tollenaar 2016/8.9.8.

<sup>199</sup> *Assocs. Commercial Corp. v. Rash*, 520 U.S. 953, 955-56 (1997).

<sup>200</sup> *Assocs. Commercial Corp. v. Rash*, 520 U.S. 953, 955-56 (1997).

<sup>201</sup> Voor ogen moet worden gehouden dat het in dit amendement enkel gaat om de vraag wat de omvang van de bevoorrechte aanspraak is. Er moet vervolgens nog worden beoordeeld of deze aanspraak wel overeenkomt met hetgeen wat de geseceureerde schuldeiser daadwerkelijk uitgekeerd krijgt. Deze vraag wordt echter niet beantwoord onder dit amendement, maar vereist weer een aparte waarderingsexercitie die behandeld wordt in het amendement dat aan bod komt in hoofdstuk 6.

<sup>202</sup> Van den Berg 2020, p. 4.

<sup>203</sup> Van den Berg 2020, p. 4.

<sup>204</sup> Van den Berg 2020, p. 5.

<sup>205</sup> Van den Berg 2020, p. 5.

dat er waardemaximalisatie voor de gezamenlijke schuldeisers wordt gerealiseerd. Bij een waardering van de zekerheden tegen de marktwaarde in plaats van de liquidatiewaarde (*going concern* of *piece meal*) is er op voorhand al geen kans meer dat ongesecureerde schuldeisers een deel van het reorganisatiesurplus zal toekomen. Het is weliswaar niet een positie die slechter is dan in faillissement, maar men kan zich wel afvragen of de WHOA dan niet slechts als een ‘bankenbonus’ zal gaan dienen.<sup>206</sup>

#### 4.7. Tussenconclusie

Aan de hand van amendement nr. 14 is bepaald dat schuldeisers met een zekerheidsrecht alleen voor het gedekte deel van hun vordering in een aparte klasse van geseceureerde schuldeisers worden ingedeeld. Een voorheen open waarderingsnorm is nu duidelijk ingekleurd door de wetgever; het gedekte deel moet worden gewaardeerd tegen de liquidatiewaarde van het onderpand. Dit kan, in afwijking van een eerdere versie van het amendement, op grond van de ‘*piece meal*’ liquidatieverkoop of de ‘*going concern*’ liquidatieverkoop. Hiermee wordt voorkomen dat de geseceureerde schuldeiser met voorrang het gehele reorganisatiesurplus opeist. Er werd aangevoerd dat het niet rechtvaardig zou zijn als de voorrangpositie nogmaals wordt ingezet om tevens het reorganisatiesurplus te claimen. Een eventuele ‘plus’ volgt enkel uit de machtspositie die de separatistenpositie hem geeft. Een dergelijke machtspositie heeft de geseceureerde schuldeiser niet onder de WHOA. Hier is tegenin gebracht dat de waardering afhankelijk is van het gebruik van het actief. Indien er sprake is van een uitkering anders dan in contanten, en liquidatie dus uitblijft, zou een waardering tegen de liquidatiewaarde niet leiden tot een verdeling conform de wettelijke rangorde, wat een inperking van de positie van de geseceureerde schuldeiser ten aanzien van de reorganisatiewaarde zou betekenen. Helemaal gelijk aan de positie in faillissement is de WHOA nu eenmaal niet. Of er voor het amendement een rechtvaardiging te vinden is? Aan de hand van een rechtspolitieke afweging wel, maar of het dogmatisch de juiste is, wordt nog betwist.

---

<sup>206</sup> Zie tevens Jonkers en van Moorsel, 2020.

## **Hoofdstuk 5. Het minimumuitkeringspercentage**

### ***5.1. Inleiding***

In dit hoofdstuk wordt het amendement met Kamerstukvolgnummer 25 behandeld. Eerst wordt beknopt uiteengezet waar het amendement op ziet (§5.2). Vervolgens wordt de kritiek behandeld die ten grondslag ligt aan de indiening van het amendement (§5.3). Daarna worden de gevolgen van het amendement uiteengezet (§5.4), waarna er gezocht wordt naar een rechtvaardiging voor deze gevolgen (§5.5 en §5.6). Tot slot wordt er een tussenconclusie gegeven (§5.7).

### ***5.2. Minimumbescherming voor schuldeisers***

Het tweede amendement houdt een minimumuitkering in van 20% voor concurrente schuldeisers uit het MKB of met een vordering uit onrechtmatige daad, behoudens een zwaarwegende grond.<sup>207</sup> Deze klasse schuldeisers wordt in een separate klasse ingedeeld indien zij een uitkering van minder dan 20% krijgen aangeboden.<sup>208</sup> Indien deze klasse tegen het akkoord stemt, kan een tegenstemmende klasse homologatie van het akkoord blokkeren indien de aangeboden waarde van hun vordering minder dan 20% bedraagt “terwijl daarvoor geen zwaarwegende grond is aangetoond”.<sup>209</sup> De schuldenaar dient in dat geval in de bescheiden die hij moet overleggen bij het akkoord, een schriftelijke verklaring toe te voegen waaruit die zwaarwegende grond blijkt.<sup>210</sup>

### ***5.3. Wetsvoorstel en kritiek***

De gedachte achter dit amendement is dat er een extra waarborg wordt ingebracht voor de MKB-schuldeisers om te verzekeren dat de WHOA voor iedereen voordeel oplevert.<sup>211</sup> Deze gedachte was al aanwezig in de Memorie van Toelichting van het wetsvoorstel, maar een voldoende waarborg voor een versterking van de positie van kleinere ondernemingen als concurrent crediteur leek te ontbreken.<sup>212</sup> Met het oog op het reorganisatiesurplus bestond er

---

<sup>207</sup> De exacte omschrijving luidt als volgt: schuldeisers die ‘een rechtspersoon zijn als bedoeld in de artikelen 395a en 396 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek of een schuldeiser bij wie op dat moment vijftig of meer personen werkzaam zijn dan wel ten aanzien waarvan uit een opgave krachtens de Handelsregisterwet 2007 blijkt dat er vijftig of minder personen werkzaam zijn met een vorderingen voor geleverde goederen of diensten of een vorderingen uit een onrechtmatige daad als bedoeld in artikel 162 van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek’. In dit hoofdstuk zal voor het gemak ‘MKB-schuldeisers’ worden gebruikt.

<sup>208</sup> Art. 374 lid 2 BW.

<sup>209</sup> Art. 384 lid 4 aanhef en onder a.

<sup>210</sup> Art. 375 lid 2 aanhef en onder f.

<sup>211</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 25.

<sup>212</sup> In beginsel zou de ingevoerde ‘absolute priority rule’ bescherming bieden voor de concurrente schuldeisers door de regel dat klassen niet meer dan 100% van de waarde hun vordering mogen ontvangen.

onder het wetsvoorstel een risico dat de procedure strategisch ingezet kon worden om schuldeisers af te schrijven terwijl daar geen noodzaak voor is.<sup>213</sup>

Hoger gerangschikte klassen kunnen bijvoorbeeld een prikkel hebben om informatie achter te houden waardoor de waardering van de onderneming kunstmatig laag wordt gehouden en de gehele reorganisatiewaarde aan hen toekomt. Zij ontvangen, dan wel behouden, in dat geval immers een relatief groter belang in de onderneming. De kans dat lager gerangschikte klassen nog iets ontvangen wordt daardoor echter gering.<sup>214</sup>

De rechter toetst weliswaar, maar kan niet altijd weten of er informatie wordt achtergehouden.<sup>215</sup> Ook indien wel alle informatie is verschaft, bestaat er onzekerheid over de toekomstige kasstromen waardoor het voor de rechter moeilijk oordelen is of het afschrijven van schuldeisers terecht is. Daarbij is het voor deze klasse schuldeisers moeilijk om zich te verweren tegen een ongunstige waardering, aldus de indieners van het amendement.<sup>216</sup> Het uitkeringspercentage dient als bescherming tegen deze ongelijkheid en “maakt het expliciet dat het een doelstelling is van de WHOA dat vooral kleinere MKB-schuldeisers die leverancier zijn van de schuldenaar profiteren van een akkoord.”<sup>217</sup>

#### **5.4. Gevolgen van een minimumuitkeringspercentage**

Het toekennen van een minimumpercentage aan de MKB-schuldeisers met het oog op extra bescherming voor deze klasse zorgt tegelijkertijd voor een tegenstelling in het systeem van de WHOA in relatie tot het verhaalsrecht.<sup>218</sup> Het systeem van de WHOA gaat uit van een verdeling van de waarde conform de rangorde die wordt gehanteerd in faillissement. Het akkoord kan worden gehomologeerd indien de waarde langs deze rangorde wordt verdeeld (een ‘*cross-class-cram-down*’ inbegrepen). Echter, dit is moeilijk te verenigen met het idee van een minimumuitkering aan bepaalde concurrente schuldeisers. Immers, de structuur van de WHOA bepaalt dat, naast de weigeringsgrond dat MKB-schuldeisers minder dan 20% ontvangen, afwijking van de rangorde ook geldt als een weigeringsgrond voor de homologatie van een akkoord.<sup>219</sup> Een volgend scenario zou zich voordoen indien beide weigeringsgronden in de WHOA van toepassing zouden zijn:

Als alle klassen op hun toegekende positie blijven, betekent het dat een akkoord niet kan worden gehomologeerd indien a) MKB-schuldeisers minder dan 20% uitgekeerd krijgen, behoudens

---

<sup>213</sup> Het reorganisatiesurplus wordt immers bewerkstelligd door de afschrijving van schulden, zie kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 23, p. 2.

<sup>214</sup> Kamerstukken II 2018-2019, 35249, nr. 3, p. 20. Deze gedachtegang vloeit voort uit hoogoplopende waarderingdisputen (*valuation wars*) tussen partijen in een *Chapter 11*-procedure, zie O’Rourke, 2005, p. 432; De Jong, 2019, p. 18 en Mennens, 2020/574.

<sup>215</sup> Kamerstukken II, 2019/2020, 35249, nr. 23, p. 2.

<sup>216</sup> Kamerstukken II, 2019/2020, 35249, nr. 23, p. 2.

<sup>217</sup> Kamerstukken II, 2019/2020, 35249, nr. 25.

<sup>218</sup> Verstijlen, 2020; Tollenaar, 2020.

<sup>219</sup> Art. 384 lid 4 aanhef en onder a en art. 384 lid 4 aanhef en onder b.



een *zwaarwegende* grond;<sup>220</sup> b) hoger gerangschikte schuldeisers niet volledig voldaan krijgen, behoudens een *redelijke* grond en zij niet in hun belangen worden geschaad;<sup>221</sup> en c) andere concurrente schuldeisers ook 20% ontvangen, behoudens een *redelijke grond* en zij niet in hun belangen worden geschaad. De *paritas creditorum* is immers ook nog van toepassing op de rangorde, waardoor bij een afwijking hiervan dezelfde beperkingen gelden.<sup>222</sup>

Indien er genoeg waarde aanwezig is in de onderneming om niet onder de weigeringsgronden te vallen, is er geen probleem.<sup>223</sup> Al is het amendement in dat geval ook betekenisloos, want toepassing van de rangorde leidt dan al tot deze verdeling. Het knelpunt ontstaat bij een tekort aan waarde. In dat geval kan het akkoord (indien niet door alle klassen aanvaard) worden geblokkeerd, tenzij a) het niet beschikbaar zijn van voldoende waarde als ‘zwaarwegende grond’ wordt beschouwd om MKB-schuldeisers minder dan 20% uit te keren, in die zin dat zij evenveel als de andere concurrente schuldeisers krijgen betaald<sup>224</sup> of b) dat het feit dat er MKB-schuldeisers in het spel zijn, moet gelden als een redelijke grond om af te wijken van de wettelijke rangorde en andere schuldeisers niet in hun belangen worden geschaad.<sup>225</sup>

Het is nog onduidelijk wat de Tweede Kamer hier daadwerkelijk beoogde.<sup>226</sup> Zoals Verstijlen opmerkt, valt het te betwijfelen of het de Tweede Kamer voor ogen stond dat schuldenaren bij het aanbieden van het best mogelijk waarde behoudend akkoord toch naar faillissement worden gestuurd, omdat er niet genoeg waarde is om het minimumpercentage van 20% te behalen.<sup>227</sup>

Echter, indien het enkel niet beschikbaar zijn van voldoende waarde om de MKB-schuldeisers 20% te betalen, een ‘zwaarwegende grond’ is om het akkoord op te leggen waardoor MKB-schuldeisers alsnog niet meer dan 20% toekomt, zou het amendement weer betekenisloos worden.<sup>228</sup> Uit de toelichting van het aangenomen amendement blijkt niet met zoveel woorden dat de rangorderegels onderschikt is aan de 20%-regel, maar wel uit toelichting in de eerdere versie van het amendement, waarin is geschreven dat toepassing van deze regel in voorkomende gevallen noopt tot een afwijking in de rangorde tussen schuldeisers.<sup>229</sup>

---

<sup>220</sup> Art. 384 lid 4 aanhef en onder a.

<sup>221</sup> Art. 384 lid 4 aanhef en onder b.

<sup>222</sup> Verstijlen 2020, par. 3.1.

<sup>223</sup> In dat geval kunnen alle schuldeisers met voorrang volledig worden voldaan en krijgen alle concurrente schuldeisers ten minste 20% uitgekeerd.

<sup>224</sup> Art. 384 lid 4 aanhef en onder a in combinatie met *paritas creditorum*.

<sup>225</sup> Art. 384 lid 4 aanhef en onder b.

<sup>226</sup> Het is nog niet duidelijk wat er precies onder een zwaarwegende grond valt. In het wetgevingsoverleg is deze vraag gesteld aan Kamerlid Van der Graaf, waarop zij één duidelijk geval kon benoemen; indien de vorderingen van MKB-schuldeisers voor minder dan 20% is opgekocht. Daarnaast benoemt zij andere gronden, maar deze gronden zijn situaties waar het amendement überhaupt niet over gaat; een schuldeiser met een achtergestelde lening die minder dan 20% krijgt en een situatie waarin MKB-schuldeisers zelf accepteren dat hun minder toekomt dan 20%. Ten slotte verwijst zij voor verdere invulling hiervan naar de rechter die zal toetsen, zie Kamerstukken II, 2019/2020, 35225, nr. 20, p. 66.

<sup>227</sup> Verstijlen 2020, par. 3.1.

<sup>228</sup> Verstijlen 2020, par. 3.1.

<sup>229</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 10, p. 2.

Hierdoor zal een herverdeling van de waarde plaats moeten vinden indien er niet genoeg waarde beschikbaar is.<sup>230</sup> De MKB-schuldeisers beschikken nu over een sterkere positie onder de WHOA dan in faillissement.<sup>231</sup> Deze klasse komt dan alsnog een ‘*hold-out*’ positie toe, omdat zij andere schuldeisers nu kunnen dwingen om een deel van hun aanspraak in te leveren om een uitkering van minimaal 20% van hun vordering te ontvangen. Het gevolg is dat hoger gerangschikte schuldeisers waarde zullen moeten overhevelen naar lager gerangschikte schuldeisers om de homologatie van een akkoord veilig te stellen. Dit leidt tot een inperking van de positie van de geseceerde schuldeiser ten aanzien van de te verdelen waarde.<sup>232</sup>

### **5.5. Rechtvaardiging voor een minimumuitkeringspercentage**

Een rechtvaardigingsgrondslag voor de afwijking van de rangorde is lastig te distilleren uit de wetstoelichting. Argumenten voor de hantering van een 20% minimumuitkeringspercentage luiden dat het ‘redelijk’ en ‘mogelijk’ is.<sup>233</sup> Zo is het *redelijk* om het reorganisatiesurplus voor een deel veilig te stellen voor de kleinere leveranciers, die essentieel zijn voor het voortbestaan van de onderneming en de totstandkoming van het akkoord.<sup>234</sup> Het zou onredelijk zijn als de vordering van deze schuldeisers zou worden afgeschreven tot 0%. Daarnaast geeft deze categorie schuldeisers ook een deel van zijn vordering prijs om het akkoord tot stand te laten komen.<sup>235</sup>

Tollenaar brengt hier tegenin dat de rechten die worden prijsgegeven door alle betrokkenen echter niet iets vormen waar waarde tegenover staat, maar juist het deel vertegenwoordigen van hun positie waarvoor zij niet tot waarde gerechtigd zijn.<sup>236</sup> Hun bijdrage aan het gerealiseerde reorganisatiesurplus bestaat, mits er vermogen of activa wordt ingebracht, uit niets anders dan, al dan niet, afgedwongen acceptatie van het akkoord.<sup>237</sup> Vervolgens vraagt Tollenaar zich ook af waarom het onredelijk zou zijn om een schuldeiser die op grond van zijn rang geen economisch belang meer heeft, af te schrijven. Dit zou volgens hem juist aangewezen moeten zijn, omdat het anders ten koste gaat van schuldeisers die wel tot waarde gerechtigd zijn.<sup>238</sup>

Van Moorsel en Jonkers beschouwen dit echter anders. Zij stellen dat de onderneming niet alleen door kredietverstrekkers of aandeelhouders tot stand is gekomen, maar door de steun en hulp van vele onbetaalde crediteuren die ook waarde hebben toegevoegd, maar met lege handen achterblijven.<sup>239</sup> Niet alleen worden hun vorderingen ontnomen door de WHOA gebaseerd op de momentopname dat deze vorderingen in faillissement “toch niet betaald zouden worden”.<sup>240</sup>

---

<sup>230</sup> Verstijlen 2020, par. 3.1 Tollenaar, par. 3.3; Kamerstukken II, 2019/2020, 35225, nr. 20, p. 45.

<sup>231</sup> Verstijlen 2020, par. 3.1 en Tollenaar 2020.

<sup>232</sup> Verstijlen 2020, par. 3.1.

<sup>233</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 25.

<sup>234</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr.25.

<sup>235</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 25.

<sup>236</sup> Tollenaar 2020, par. 2.4 en 3.2.

<sup>237</sup> Tollenaar 2020, par. 2.4 en 3.2.

<sup>238</sup> Tollenaar 2020, par. 2.4 en 3.2.

<sup>239</sup> Jonkers & Van Moorsel 2019, p. 948.

<sup>240</sup> Van Moorsel en Jonkers, 2019, p. 948.

Tevens wordt hen ook het recht ontnomen om faillissement aan te vragen en daarmee een dwangmiddel om redelijker gedrag af te dwingen.<sup>241</sup>

Met redelijker gedrag wordt bedoeld op het aanwezige risico dat de sterkste partijen de reorganisatie naar hun hand zetten en daarmee waarde naar zich toetrekken die voor andere schuldeisers bestemd is.<sup>242</sup> Omdat redelijker gedrag doorgaans in de praktijk niet kan worden afgedwongen, zoals wel zou kunnen indien partijen op gelijkwaardige voet en transparant met elkaar onderhandelen, is de hantering van het minimumpercentage een stok achter de deur om kleinere schuldeisers in ieder geval een ‘*seat at the table*’ te geven.<sup>243</sup>

Verstijlen merkt vervolgens op dat het garanderen van een minimumpercentage niet alleen ten koste gaat van waarde van de gecureerde schuldeisers, maar van ook andere concurrente schuldeisers, tot een bedrag dat afhankelijk is van het aantal te beschermen MKB-schuldeisers en de hoogte van al hun vorderingen ten tijde van faillissement.<sup>244</sup> Hij stelt voor dat het rechtvaardiger was geweest als er een (minimum) percentage van de opbrengst van de beschikbare activa voor de MKB-schuldeisers wordt afgedragen.<sup>245</sup>

Bovendien wordt het argument dat kleinere leveranciers essentieel zijn voor het voortbestaan van de onderneming niet ontkend in de juridische literatuur, maar lijkt een verplicht minimumuitkeringspercentage volgens sommigen niet de juiste oplossing ter bescherming van deze groep. Zo benadrukken Vriesendorp en Sigtenhorst, in een bijdrage waarin effectief herstructureren aan de hand van de *Chapter 11*-procedure wordt uitgelegd, dat handelscrediteuren in beginsel meestal niets krijgen in faillissement, maar dat het in de praktijk bij herstructurering vaak anders is.<sup>246</sup> Deze klasse krijgt onder de *Chapter 11*-procedure volledig betaald als een vorm van bijzondere *relief*.<sup>247</sup> Er wordt erkend dat net als in Nederland, de uitkeringspercentages voor concurrente schuldeisers bij de *Chapter 11*-procedure niet hoog zijn, maar dat de meeste schuldenaren bij het aanvragen van een *Chapter 11*-procedure de rechter verzoeken dat zij bepaalde categorieën van *key creditors* mogen blijven betalen, met als rechtvaardiging dat de ongestoorde bedrijfsvoering kan worden voortgezet.<sup>248</sup>

Ook in Nederland worden MKB-schuldeisers vaak bewust buiten een reorganisatieakkoord gehouden, waarbij zij voor 100% betaald krijgen, omdat leveranciers nodig zijn voor de ongestoorde bedrijfsvoering van de onderneming.<sup>249</sup> Uit de ongestoorde bedrijfsvoering zullen immers weer kasstromen voortvloeien die in het kader van een herstructurering de belangrijkste

---

<sup>241</sup> Van Moorsel en Jonkers, 2019, p. 948.

<sup>242</sup> Van Moorsel en Jonkers, 2019, p. 948.

<sup>243</sup> Baird 2020, p. 8.

<sup>244</sup> Te denken valt aan iemand die ongerechtvaardigd is verarmd, aan de verkeerde heeft betaald of de fiscus als preferent schuldeiser. Verstijlen 2020, par. 3.1.

<sup>245</sup> Ondanks het feit dat bij Verstijlen de vraag rijst hoe het gerechtvaardigd is dat de belangen van hoger of gelijk gerangschikte schuldeisers opzij worden gezet voor de belangen van MKB-schuldeisers, enkel omdat een schuldeiser tot het MKB behoort of een vordering uit een onrechtmatige daad heeft, zie Verstijlen 2020, par. 3.1.

<sup>246</sup> Vriesendorp en van den Sigtenhorst, 2013, p. 98.

<sup>247</sup> Vriesendorp en van den Sigtenhorst, 2013, p. 100.

<sup>248</sup> Vriesendorp en van den Sigtenhorst, 2013, p. 98.

<sup>249</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35225, nr. 20, p. 49.

bron van waarde vormen.<sup>250</sup> Echter aan de hand van het amendement zullen zij niet meer buiten het akkoord worden gehouden, maar, indien er bijvoorbeeld maar 20% valt te verdelen onder de concurrente schuldeisers, een uitkering van (minimaal) 20% ontvangen.<sup>251</sup>

### **5.6. Rechtvaardiging aan de hand van rechtsvergelijkende voorbeelden**

Dat de 20% uitkeringsregel *mogelijk* moet zijn, wordt gestoeld op rechtsvergelijkende voorbeelden. Er wordt in het wetgevingsverslag verwezen naar de Amerikaanse ‘*Chapter 11*’-procedure, waarin concurrente schuldeisers een uitkering van gemiddeld 52% ontvangen, terwijl dat in een Nederlands faillissement een enkele procent is.<sup>252</sup> Tevens blijkt dat het percentage van 20% is geïnspireerd op Oostenrijks voorbeeld waar reeds een 20% minimumpercentage geldt.<sup>253</sup> De toelichting luidt dat het percentage daar zo vanzelfsprekend is geworden dat er geen problemen meer in de praktijk worden ervaren met dit minimumpercentage. Het minimumpercentage van 20% zou aan de hand van deze voorbeelden daarom niet “onnodig gaan knellen”.<sup>254</sup>

Het aangehaalde percentage van 52% in ‘*Chapter 11*’-procedures wordt in de juridische literatuur echter door sommigen omschreven als “de vloek van de statistiek” en het vergelijken van “appels met peren”.<sup>255</sup> Het percentage is overgenomen uit een Amerikaans onderzoek uit 2014, dat op haar beurt het percentage weer heeft overgenomen uit een onderzoek uit 2004. Hierin zijn 300 gevallen uit twee staten tussen 1995 en 2001 onderzocht.<sup>256</sup> “Decennia oude cijfers uit twee staten, dus”, aldus Verstijlen.<sup>257</sup> Daarnaast wordt de *Chapter 11*-procedure meestal ingezet bij grote ondernemingen, wat een kleine minderheid van het totaal aantal ondernemingen is. Zo bleek tevens uit het hierboven genoemde onderzoek uit 2004 dat kleinere ondernemingen in de Verenigde Staten aanzienlijk lagere uitkeringspercentages hebben.<sup>258</sup> Bovendien geldt 52% als gemiddelde van alle *Chapter 11*-procedures, terwijl een uitkeringspercentage van 20% per individuele procedure zal komen te gelden. Daarnaast is de functie van een *Chapter 11*-procedure anders dan een Nederlandse faillissementsprocedure en worden concurrente schuldeisers anders gekwalificeerd.<sup>259</sup> In een *Chapter 11*-procedure vallen onder de *unsecured creditors* ook *tax agencies* met prioriteit.<sup>260</sup>

Voorts kaart Tollenaar aan dat het overgenomen minimumuitkeringspercentage van 20% uit Oostenrijk een verkeerd voorbeeld is om na te jagen, omdat Oostenrijk verre van doelmatig is

---

<sup>250</sup> Vriesendorp en van den Sigtenhorst, 2013 p. 100; Verstijlen, 2020 en Tollenaar, 2020.

<sup>251</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35225, nr. 20, p. 49.

<sup>252</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35225, nr. 20, p. 4.

<sup>253</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35225, nr. 20, p. 5. Zie tevens Kantner, 2018, p. 8.22-8.23.

<sup>254</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35225, nr. 20, p. 5.

<sup>255</sup> Verstijlen, 2020 en Tollenaar, 2020.

<sup>256</sup> Druin & Allgrunn, 2014 en Bris, Welch & Zhu, 2004.

<sup>257</sup> Verstijlen, 2020.

<sup>258</sup> Bris, Welch & Zhu, 2004.

<sup>259</sup> Couwenberg 2000, p. 127 en Verstijlen, 2020.

<sup>260</sup> Bris, Welch & Zhu, 2004.

met zijn reorganisatiesysteem.<sup>261</sup> Succesvolle voorbeelden, zoals de Engelse *Scheme of Arrangement* en de Amerikaanse *Chapter-11*-procedure (zonder de hantering van een minimumuitkeringspercentage) verdienen volgens hem de voorkeur.<sup>262</sup>

Het is tot slot de vraag of het minimumuitkeringspercentage van 20% in de WHOA overeenkomt met het doel van een minimumuitkeringspercentage van 20% in de Oostenrijkse insolventiewetgeving.<sup>263</sup> In Oostenrijk dient het percentage als een ‘levensvatbaarheidstest’; indien de ongesecureerde schuldeisers niet minstens een uitkering van 20% van hun vorderingen kunnen ontvangen van de onderneming binnen 2 jaar, wordt er geen heil gezien in de herstructurering en komt het akkoord niet tot stand.<sup>264</sup> Hiermee wordt het kaf van het koren omtrent noodlijdende ondernemingen gescheiden.<sup>265</sup>

De Oostenrijkse regel stelt dus; geen minimumuitkering van 20% aan de ongesecureerde schuldeisers, betekent geen herstructurering. Gesecureerde schuldeisers zullen in de meeste gevallen toch willen deelnemen aan de herstructurering, omdat herstructurering een hogere waarde van hun in zekerheid gegeven activa zal opleveren dan in een situatie van faillissement.<sup>266</sup> De bijkomstigheid is vervolgens dat ongesecureerde schuldeisers ook iets moet toekomen bij de herstructurering.<sup>267</sup> Anders wordt de procedure niet als heilzaam beschouwd. Desalniettemin houdt de gesecureerde schuldeiser (lees: banken) nog steeds een vinger in de pap. Indien hij er geen vertrouwen in heeft dat het akkoord een levensvatbare oplossing biedt en de onderneming er bovenop zal komen, kan hij de financiering stopzetten en zal faillissement volgen.<sup>268</sup> Is dit niet het geval, dan pas vindt herstructurering plaats. Ten aanzien van deze afwegingen in het licht van herstructurering schrijft de Oostenrijkse Kantner: “Secured and unsecured lenders have learned how to compromise.”<sup>269</sup>

De werking van het minimumpercentage in de WHOA kan echter anders gelezen worden. Zoals reeds geconstateerd in §5.4 is er geen probleem indien er genoeg waarde aanwezig is in de onderneming om niet onder de weigeringsgronden te vallen.<sup>270</sup> Het amendement is dan echter betekenisloos, want de toepassing van de rangorde leidt er dan al toe dat de MKB-schuldeisers genoeg waarde toekomt. Mijns inziens kan men zich daardoor afvragen of de Oostenrijkse ‘vinger in de pap’ ook geldt onder de WHOA voor de gesecureerde schuldeiser, omdat het te betwijfelen valt of het de bedoeling is dat bij het best mogelijke waardebehoudend WHOA-akkoord toch op faillissement wordt aangestuurd indien er niet genoeg waarde is om 20% aan de MKB-schuldeisers te doen toekomen (zie §5.4). Het zal uiteindelijk nog moeten blijken in

---

<sup>261</sup> Tollenaar 2020, par. 3.3.

<sup>262</sup> Tollenaar 2020, par. 3.3

<sup>263</sup> *Insolvenzordnung*

<sup>264</sup> §141 (1) *Insolvenzordnung*; Abram & Cvak, 2018, p. 16; Kantner 2018, p. 9.

<sup>265</sup> Kantner 2018, p. 9.

<sup>266</sup> Kantner 2018, p. 9.

<sup>267</sup> Kantner 2018, p. 9.

<sup>268</sup> Kantner 2018, p. 9.

<sup>269</sup> Kantner 2018, p. 9.

<sup>270</sup> In dat geval kunnen alle schuldeisers met voorrang volledig worden voldaan en krijgen alle concurrente schuldeisers ten minste 20% uitgekeerd.

de praktijk of dit amendement daadwerkelijk zal leiden tot een inperking van de positie van de geseceerde schuldeiser ten aanzien van de te verdelen waarde.

### ***5.7. Tussenconclusie***

Het amendement omtrent een minimumuitkeringspercentage voor de MKB-schuldeisers heeft geleid tot veel kritiek. De zoektocht naar verdelende rechtvaardigheid, waarbij er meer naar de MKB-schuldeiser en minder naar de geseceerde schuldeiser moet, is duidelijk zichtbaar in de mogelijke gevolgen van het amendement. De gedachte is dat sterkere partijen niet ook onder de WHOA de procedure naar hun hand kunnen zetten. De reorganisatieprocedure moet immers voordeel voor de gezamenlijke schuldeisers opleveren. In de literatuur en het wetgevingsoverleg is echter weerlegd dat het niet meer gerechtvaardigd is als de manier waarop dit moet gebeuren, plaatsvindt door een afwijking van de wettelijke rangorde. Indien een uitkering van 20% voor de MKB-schuldeisers immers niet haalbaar is, lijkt het er in beginsel op dat een overheveling van waarde van hoger gerangschikte schuldeisers aan deze lager gerangschikte klasse zal moeten geschieden om de homologatie van het akkoord veilig te stellen. Het leidt tot een inperking van de positie van de geseceerde schuldeiser, tevens andere schuldeisers, ten aanzien van de te verdelen waarde. Een duidelijke rechtvaardiging, anders dan dat het 'redelijk' en 'mogelijk' moet zijn, blijkt niet te worden gegeven. Afwijking van de wettelijke rangorde blijft echter, naast de weigeringsgrond dat MKB-schuldeisers minder dan 20% ontvangen, nog steeds een weigeringsgrond voor een tegenstemmende klasse schuldeisers. Het zal nog moeten blijken hoe de rechter invulling aan beide weigeringsgronden geeft.

## Hoofdstuk 6. Het schrappen van het recht op contanten

### 6.1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt het amendement met Kamerstukvolgnummer 24 behandeld. Eerst wordt beknopt uiteengezet waar het amendement op ziet (§6.2). Vervolgens wordt de kritiek behandeld die ten grondslag ligt aan de indiening van het amendement (§6.3). Daarna wordt er gekeken wat de gevolgen van het amendement zijn in het licht van de waarborgen die de WHOA biedt en of de waarborgen al voldoende rechtvaardiging bieden, waardoor een inperking voorkomen kan worden (§6.4). Tot slot wordt er een tussenconclusie gegeven (§6.5).

### 6.2. Schrappen van het recht op contanten

Het derde en laatste amendement ziet op de ‘cashoptie’. De WHOA biedt een klasse tegenstemmende schuldeisers het recht om het bedrag dat in faillissement naar verwachting ontvangen zou zijn, in contant geld op te eisen. Het amendement maakt hierop een uitzondering voor bedrijfsmatige financiers met pand- en hypotheekrechten.<sup>271</sup> Indien zij onder het akkoord aandelen aangeboden krijgen (*‘debt for equity swap’*) voor het gecureerde deel van hun vordering, kunnen de individuele financiers binnen die klasse kiezen voor een uitkering in andere vorm. Hierbij moet worden gedacht aan uitstel van betaling of het doorlopen van een lening, op marktconforme voorwaarden.<sup>272</sup>

Het doel is dat het amendement dient te voorkomen dat de totstandkoming van het akkoord mislukt, omdat een te grote groep van tegenstemmende schuldeisers contante betaling eist.<sup>273</sup> Dit zal met name het geval zijn als de bedrijfsmatige financiers met zekerheidsrechten dit doen, omdat zij doorgaans recht hebben op grote bedragen. Herfinanciering zou dan de enige uitweg zijn, maar wanneer herstructurering in een laagconjunctuur of recessie plaatsvindt zal dat zeer moeilijk tot vrijwel onmogelijk zijn.<sup>274</sup>

### 6.3. Wetsvoorstel en kritiek

#### 6.3.1. Uitgangspunt: creditor’s bargain theory

Alhoewel het niet uit de Memorie Van Toelichting blijkt, is het aannemelijk dat de oorspronkelijke cashoptie uit het wetsvoorstel is geïnspireerd op het ‘recht op contanten’ dat wordt verdedigd in het proefschrift van Tollenaar.<sup>275</sup> Daarin haalt Tollenaar de *creditor’s bargain theory* aan ter onderbouwing van dit recht. Hij beschouwt het akkoord als een

---

<sup>271</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 24.

<sup>272</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 24.

<sup>273</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 24.

<sup>274</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 24.

<sup>275</sup> Tollenaar, 2016/2.6.6. Zie voor deze conclusie tevens Orbán & Jansen 2020, p. 29; De Leo, Bartstra & Jonkers 2020; Mennens 2020/9.6.5.3, NautaDutilh Reactie Consultatie Conceptvoorstel WHOA 2017, p. 3-4.

alternatief verhaalssysteem, waarbij het akkoord slechts gerechtvaardigd is als schuldeisers kunnen kiezen voor contanten zoals in faillissement.<sup>276</sup>

Dit uitgangspunt heeft kritiek ondervonden. In de juridische literatuur is betwist of de theorie wel juist wordt geïnterpreteerd. Zo wordt betoogd dat er pas van een materieel recht op cash kan worden gesproken indien er daadwerkelijk sprake is van een scenario waarin uitwinning plaatsvindt en de goederen te gelde worden gemaakt.<sup>277</sup> Zolang de onderneming nog ‘*going concern*’ is en er buiten het akkoord om geen mogelijkheid is om tot uitwinning over te gaan, zou het materiële recht op cash niet altijd gepast zijn om als uitgangspunt te nemen bij een akkoord.<sup>278</sup>

### 6.3.2. ‘*Hold-out*’-positie

Daarnaast was een veelgehoord kritiekpunt op de cashoptie dat het praktisch gezien de reorganisatie bemoeilijkt. Door een verplichte uitbetaling in cash moet de schuldenaar immers op korte termijn contanten beschikbaar zien te krijgen, terwijl de aanbieder van een akkoord plaatsvindt omdat daar nu juist een tekort aan is.<sup>279</sup> Het gevolg zou zijn dat er een ‘*hold-out*’-positie ontstaat voor schuldeisers die geen cash kan worden aangeboden. Deze schuldeisers zouden kunnen dreigen voor een uitkering in contanten te opteren indien het akkoord niet verbetert.<sup>280</sup> Zelfs als zij er dus geen belang bij hebben kunnen partijen het akkoord blokkeren waardoor een onderneming alsnog faillieert. Hetgeen wat haaks staat op het doel van de WHOA; voorkomen van waardeverlies en onredelijke ‘*hold-out*’-posities.<sup>281</sup>

Naar aanleiding van deze fundamentele en praktische bezwaren is uiteindelijk niet besloten om het recht op contanten in het geheel te schrappen, maar om het recht slechts te schrappen voor de bedrijfsmatige financiers met zekerheidsrechten.<sup>282</sup> De reden: zij vormen een gevaar voor de reorganisatie indien zij opteren voor de uitkering in cash, omdat hun aanspraken in faillissement grote bedragen omvatten.

---

<sup>276</sup> Tollenaar 2016/2.6.6.

<sup>277</sup> De Leo, Bartstra & Jonkers 2020.

<sup>278</sup> De Leo, Bartstra & Jonkers, 2020; Orbán & Jansen 2020, p. 29-30, zij nuanceren echter de gedachtegang van De Leo, Bartstra en Jonkers die betogen dat in de *creditor's bargain theory* een recht op contanten wordt afgeraden. Orbán en Jansen menen dat er bedoeld wordt dat het niet altijd gepast is om een recht op contanten als vergelijkingsmaatstaf te nemen. Voor een uitgebreidere uitwerking van fundamentele kritiek op het oorspronkelijke wetsvoorstel, zie onder meer: De Leo, Bartstra & Jonkers 2020; Verstijlen 2020, par 3.3; Mennens 2020/9.6.5.3; NautaDutilh consultatiereactie WHOA 2017, p. 3-4; De Brauw consultatiereactie WHOA 2017, p. 13-14 en Orbán & Jansen 2020, p. 29.

<sup>279</sup> De Leo, Bartstra & Jonkers 2020; Verstijlen 2020, par. 3.3; Mennens 2020/6.5.3; NautaDutilh consultatiereactie WHOA 2017, p. 3-4; Orbán & Jansen 2020, p. 30.

<sup>280</sup> De Brauw consultatiereactie WHOA 2017, p. 13-14; NautaDutilh consultatiereactie WHOA 2017, p. 3-4 en Orbán & Jansen 2020, p. 30.

<sup>281</sup> Een ander praktisch bezwaar vanuit de praktijk is dat de cashoptie een obstakel zal opleveren om bij grote herstructurerings- en akkoordprocedures in Nederland te laten plaatsvinden. Er wordt bepleit om geen regels op te nemen die niet vergelijkbaar zijn met andere rechtsstelsels en die bij voorbaat al niet worden gesteund door toonaangevende adviseurs. Zie NautaDutilh consultatiereactie WHOA 2017.

<sup>282</sup> Kamerstukken II 2019-2020, 35249, nr. 24.



## 6.4. Gevolgen van de uitsluiting van een recht op contanten

### 6.4.1. Gevolgen van het onderscheid tussen klassen schuldeisers

Vanuit de gedachte dat onredelijke ‘*hold-out*’-posities moeten worden voorkomen lijkt het lastig te verklaren dat een onderscheid tussen klassen schuldeisers gerechtvaardigd is.<sup>283</sup> Het probleem dat het recht op contanten de herstructurering bemoeilijkt, speelt niet alleen bij bedrijfsmatige financiers met zekerheden, maar kan spelen bij elke groep schuldeisers.<sup>284</sup> Verstijlen noemt het voorbeeld van een bedrijf dat grotendeels of volledig wordt gefinancierd door (obligatie)leningen met een ‘*negative pledge*’.<sup>285</sup> Hier zijn nauwelijks tot geen geseceerde schuldeisers bij betrokken, maar indien de obligatiehouders opteren voor cash brengt dit evenwel het reorganisatietraject in gevaar.<sup>286</sup> Hetzelfde geldt indien er sprake is van een niet-bedrijfsmatige financier die een lening met zekerheden heeft verschaft; de spreekwoordelijke suikertante.<sup>287</sup> Desondanks komt hun wel deze mogelijkheid toe.

Orbán en Jansen wijzen tevens op de leverancier met eigendomsvoorbehoud of een operationele-leasemaatschappij. Waarom zou de financier middels een operationele-leaseconstructie wel aanspraak op cash maken, maar de financier met pandrechten middels een financiële-leaseconstructie, die bijvoorbeeld eenzelfde soort vloot auto’s financiert, niet?<sup>288</sup>

Het argument dat het specifiek schrappen van de cashoptie voor de bedrijfsmatige geseceerde schuldeisers ‘onredelijke *hold-out* posities’ moet voorkomen, laat zich moeilijk rechtvaardigen in het licht van het bovenstaande. Het zal nog moeten blijken of dit aan homologatie van het akkoord in de weg kan staan.<sup>289</sup> Een mogelijke bescherming tegen deze inbreuk op de belangen van geseceerde schuldeisers zou gevonden kunnen worden in de open, vooralsnog onduidelijke ‘*catch-all*’-bepaling van art. 384 lid 2 sub i Fw met een beroep op een ongelijke behandeling van geseceerde schuldeisers ten opzichte van ongesecureerde tegenhangers.<sup>290</sup> Of de positie van de geseceerde schuldeiser ten aanzien van de te verdelen waarde hierdoor ook wordt benadeeld moet in het licht worden gelezen van de gevolgen die in de volgende paragrafen worden behandeld.

---

<sup>283</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 32.

<sup>284</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 32 en Verstijlen 2020, par. 3.3.

<sup>285</sup> Verstijlen 2020, par. 3.3. Zie Rongen 2011, par. VI. 3.2.1.2 voor de strekking van een ‘*negative pledge*’ bij obligatieleningen.

<sup>286</sup> Verstijlen 2020, par. 3.3.

<sup>287</sup> Verstijlen 2020, par. 3.3.

<sup>288</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 32.

<sup>289</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 32.

<sup>290</sup> Hierin wordt bepaald dat als er andere redenen zijn die zich tegen homologatie verzetten, de rechter de homologatie van het akkoord zal moeten weigeren. Mennens meent dat de rechter aan de hand van deze bepaling ook moet nagaan of het akkoord (los van de waarde) redelijk is. Orbán en Jansen kleuren deze norm in met onder andere de mogelijkheid dat de rechter de ongelijke behandeling als weigeringsgrond kan beschouwen. Zie Mennens 2020/9.4.9.4 en Orbán & Jansen 2020, p. 37.

#### **6.4.2. Gevolgen van ‘een uitkering in andere vorm’**

Los van het feit dat het bovengenoemde onderscheid tussen klassen schuldeisers lastig te rechtvaardigen valt, lijkt het niet het doel van de wetgever te zijn geweest om met deze cashoptie de belangen van gecureerde schuldeisers te ondermijnen. De rechtvaardiging voor het ontnemen van een recht op cash is immers nog steeds gelegen in het feit dat een akkoord moet leiden tot meerwaarde voor de gezamenlijke schuldeisers ten opzichte van faillissement, waarbij de waarborgen gelden dat er geen herverdeling van de waarde mag plaatsvinden en een tegenstimmende klasse er niet op achteruit gaat.<sup>291</sup>

Er moet dus vervolgens worden nagegaan of de waarborgen voldoende bescherming bieden zodat de positie van de gecureerde schuldeiser ten aanzien van de te verdelen waarde door een ‘uitkering in andere vorm’ niet verslechtert. Door de indieners van de amendementen is er toegelicht dat bij een uitkering in andere vorm gedacht moet worden aan uitgestelde of gespreide betaling van de schuld tegen marktconforme voorwaarden.<sup>292</sup> De bedrijfsmatige gecureerde financier mag echter niet tot in het oneindige of voor een onredelijk lange termijn gedwongen worden om een onderneming te blijven financieren, hetgeen wat sommigen in de juridische literatuur als nadelig gevolg van dit amendement voorzagen.<sup>293</sup> Om een ongerechtvaardigde inbreuk op de belangen van deze schuldeisers te voorkomen dient de rechter bij een verzoek tot homologatie te toetsen of het akkoord voldoet aan de waarborgen die in de WHOA zijn opgenomen.<sup>294</sup>

#### **6.4.3. Nakoming van het akkoord gewaarborgd**

Voorop staat dat de rechter homologatie van een akkoord moet weigeren indien de nakoming van het akkoord onvoldoende is gewaarborgd.<sup>295</sup> In dat geval wordt er geen waarde gecreëerd door het akkoord, maar betreft het slechts een uitstel van executie.<sup>296</sup> Hierbij zal de rechter geen financiële analyse hoeven te maken, maar laat hij zich leiden door informatie van de schuldenaar betreffende de voorgenomen strategie om de lening af te betalen en de mate waarin schuldeisers en aandeelhouders binnen verschillende klassen hun vertrouwen hebben uitgesproken aan de hand van hun stemgedrag.<sup>297</sup>

Indien een significante meerderheid van een tegenstimmende klasse tegen het akkoord stemt, omdat zij geen toekomst meer in de onderneming ziet of om andere redenen vindt dat er geen waarborg voor terugbetaling is, zal de rechter daar in beginsel gehoor aan moeten geven en dit meenemen in het oordeel.<sup>298</sup> Als er vervolgens toch wordt geoordeeld dat nakoming van het

---

<sup>291</sup> Kamerstukken II, 2019-2020, 35225, nr. 20.

<sup>292</sup> Kamerstukken I, 2020-2021, 35249, C, p. 2.

<sup>293</sup> Tollenaar 2016/3.4.7.1; Moulen Janssen, 2020/6.5.8.4. <sup>293</sup> Kamerstukken I, 2019-2020, 35249, C, p. 3.

<sup>294</sup> Alle afwijzingsgronden zijn opgenomen in art. 384 lid 2 tot en met 5 Fw.

<sup>295</sup> Art. 384 lid 2 sub e Fw.

<sup>296</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 33.

<sup>297</sup> Kamerstukken I, 2019-2020, 35249, C, p. 3.

<sup>298</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 34.

akkoord voldoende gewaarborgd is, zal volgens Orbán en Jansen voorafgaand al de vraag gesteld zijn hoe aannemelijk het is dat een schuldenaar überhaupt herfinanciering zou willen afdwingen middels een WHOA-akkoord.<sup>299</sup> Bij een akkoord waar de nakoming gewaarborgd is, zou de huidige financier wellicht zelf al bereid zijn te herfinancieren.<sup>300</sup> In dat geval komt de rechter er niet aan te pas. Indien de huidige financier om bepaalde redenen toch alsnog niet bereid is om te herfinancieren, is er wellicht een andere financier die wel bereid is om te herfinancieren. Het lijkt Orbán en Jansen sterk dat in deze situatie een gang naar de rechter wordt verkozen boven de mogelijkheid om eerst op zoek te gaan naar een andere financier. Indien niemand bereid is om te herfinancieren, zou de rechter vraagtekens kunnen plaatsen bij de nakoming van het akkoord.<sup>301</sup>

Als de rechter dan toch nog besluit dat de nakoming met voldoende waarborgen is omkleed, is de kans klein dat de schuldenaar de onvrijwillige financier zo lang mogelijk zal willen laten door financieren.<sup>302</sup> De verlenging van de financiering moet namelijk plaatsvinden tegen ‘marktconforme voorwaarden’.<sup>303</sup> Uit het bovenstaande viel al af te leiden dat er überhaupt geen markt is bij een gebrek aan vrijwillige financiers. Orbán en Jansen stellen dat het gevolg zal zijn dat er wellicht significant hoge rentepercentages en extra zekerheden worden bedongen wat op haar beurt weer leidt tot een afschrikkend beeld voor toekomstige financiers indien de onderneming weer financieel gezond is. Hiermee zou de schuldenaar zich dus vooral “zelf in de voet schieten”.<sup>304</sup>

#### **6.4.4. Gevolgen in het licht van het ‘no-creditor-worse-off’ beginsel**

Ten aanzien van het ‘no-creditor-worse-off’ beginsel is het de vraag of gecureerde schuldeisers slechter af zijn dan bij vereffening in faillissement als zij geen cash aangeboden krijgen. Ter beantwoording van deze vraag dienen twee problemen zich aan. Het eerste probleem is reeds besproken in hoofdstuk 4 en ziet op de schatting van de waarde die de gecureerde schuldeiser in faillissement zou ontvangen. Wat de waarde, al dan niet ‘*piece meal*’ of ‘*going concern*’, zal zijn kan niet met 100% zekerheid worden voorspeld in een hypothetische situatie van faillissement.<sup>305</sup> Los van dit probleem, dient een tweede probleem zich aan: de uitbetaling vindt plaats anders dan in cash, maar zal ook op waarde moeten worden geschat.<sup>306</sup> Hoe weet men echter wat een uitgestelde of een uitgespreide betaling voor een X aantal jaren objectief waard is op dit moment?<sup>307</sup> Hier speelt de zogenoemde tijdswaarde van

---

<sup>299</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 34.

<sup>300</sup> Aan de hand van de cijfers en het businessplan van de onderneming voor de toekomst. Zie Orbán en Jansen 2020, p. 34.

<sup>301</sup> De cashoptie was oorspronkelijk bedoeld om na te gaan of de markt de onderneming al dan niet als levensvatbaar zou beschouwen. Zie Mennens 2020/9.6.5.3.

<sup>302</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 35.

<sup>303</sup> Kamerstukken II, 2019-2020 35249, nr. 24.

<sup>304</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 34.

<sup>305</sup> Mennens 2020, 9.6.5.3.

<sup>306</sup> Mennens 2020, 9.6.5.3.

<sup>307</sup> Mennens 2020, 9.6.5.3.

geld een rol.<sup>308</sup> De waarde is afhankelijk van meerdere factoren, zoals het rentepercentage, inflatie, risicoperceptie en toekomstverwachtingen.<sup>309</sup> Het vaststellen van de exacte waarde zal hoogstwaarschijnlijk een lastige taak worden.<sup>310</sup>

Tevens hoeft het niet te betekenen dat als de geseceerde schuldeiser een hogere waarde onder het akkoord toekomt dan in faillissement de geseceerde schuldeiser per definitie beter af is.<sup>311</sup> Het moeten aanhouden van extra kapitaal voor een uitgestelde lening kan ongunstiger zijn dan een lagere directe uitkering voor de bedrijfsmatige financier.<sup>312</sup> Daarnaast kan een financier die slechts voor bepaalde doeleinden is opgericht als gevolg van de verlenging van zijn financiering niet worden vereffend en ontbonden.<sup>313</sup> Er zijn meerdere voorbeelden te noemen.

Het is echter mogelijk voor de geseceerde schuldeisers om datgene wat zij onder het akkoord verkrijgen direct bij nakoming van het akkoord weer op de markt te verkopen voor tenminste de waarde die zij in faillissement zouden hebben verkregen.<sup>314</sup> Desalniettemin zal dit niet altijd lukken. In sommige gevallen is er geen markt voor de aangeboden aanspraken verkregen door het akkoord.<sup>315</sup> Immers, zo stellen Orbán en Jansen, als er vóór het aanbieden van het akkoord al geen cash opgebracht kon worden voor de aanspraken van schuldeisers, waarom zou dat na aanbidding van het akkoord dan wel makkelijk lukken?<sup>316</sup>

De bovenstaande problemen zijn tevens opgemerkt door een aantal leden van de Twee Kamer en beantwoord door de Minister van Rechtsbescherming.<sup>317</sup> Er wordt gesteld dat de geseceerde schuldeiser inderdaad in een slechtere positie komt dan in faillissement indien er geen relevante markt is om tot marktconforme voorwaarden te komen of uit waarderingsrapporten blijkt dat realisatie van de in zekerheid gegeven activa op het huidige moment meer oplevert dan uitwinning na implementatie van het reorganisatieplan.<sup>318</sup> In dat geval wordt de geseceerde schuldeiser beschermd doordat hij de homologatie van het akkoord kan blokkeren, waardoor een inperking van zijn positie ten aanzien van de reorganisatiewaarde wordt voorkomen.<sup>319</sup>

---

<sup>308</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 35.

<sup>309</sup> Dit wordt tevens opgemerkt door de wetgever, zie; Kamerstukken I 2019-2020, 35249, C, p. 3.

<sup>310</sup> Mennens 2020/9.6.5.2.

<sup>311</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 36.

<sup>312</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 36.

<sup>313</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 36.

<sup>314</sup> Kamerstukken I 2019-2020, 35249, C, p. 3; De Brauw Consultatiereactie WHOA 2017, p. 13-14.

<sup>315</sup> Indien de huidige financiers niet bereid zijn om vrijwillig te herfinancieren, omdat de cijfers bijvoorbeeld te optimistisch zijn of omdat er geen vertrouwen is in het managementteam of het toekomstperspectief van de onderneming. Of omdat er helemaal geen andere financier bereid gevonden kan worden om te herfinancieren, omdat de markt er collectief geen heil meer ziet aan de hand van de cijfers en projecties van de onderneming. Zie Mennens 2020/9.6.5.2; NautaDutilh consultatiereactie WHOA 2017, p. 3-4.

<sup>316</sup> Orbán & Jansen 2020, p. 36.

<sup>317</sup> Kamerstukken I, 2019-2020, 35249, C, p. 3-4.

<sup>318</sup> Kamerstukken I, 2019-2020, 35249, C, p. 3-4.

<sup>319</sup> Art. 384 lid 3 Fw.

#### **6.4.5. Gevolgen in het licht van de ‘Absolute Priority Rule’**

De geseceureerde schuldeiser komt een bevoorrechte verhaals- en separatistenpositie toe in het faillissement van de schuldenaar en komt om die reden eerder in aanmerking voor uitbetaling dan de concurrente schuldeiser.<sup>320</sup> Als een akkoord echter inhoudt dat de geseceureerde schuldeiser een uitgestelde of gespreide afbetaling van de lening toekomt en de ongesecureerde schuldeiser direct cash uitgekeerd krijgt ter hoogte van zijn geschatte aanspraak op dat moment (wat gelet op de verplichte minimumuitkering voor MKB-schuldeisers en onrechtmatige daad-schuldeisers een aanspraak van minstens 20% van hun vordering betreft), kan dat betekenen dat ongesecureerde schuldeisers meer betaald krijgen dan hun toekomt in verhouding tot geseceureerde schuldeisers.<sup>321</sup> Immers, als blijkt dat er na een aantal jaar toch minder betaald kan worden aan de geseceureerde schuldeiser dan hij in faillissement had kunnen ontvangen, is die waarde reeds weggelekt naar de ongesecureerde schuldeiser die direct uitbetaling of een kortere uitgestelde betaling heeft verkregen.<sup>322</sup> Ook kunnen concurrente schuldeisers helemaal buiten het akkoord worden gehouden, waardoor zij in ieder geval volledig betaald krijgen (zie §5.5). Van een directe strijd met de APR kan niet gesproken worden, maar van zuivere verdeling conform de wettelijke rangorde eveneens niet, volgens Orbán en Jansen.<sup>323</sup>

Dit gevolg wordt ook door de wetgever erkend, maar kan worden ondervangen door te stellen dat voor de afwijking van de wettelijke rangorde is vereist dat de schuldenaar een goede reden aanvoert en dat hij de bedrijfsmatige financier compensatie verleent voor de genoemde nadelen.<sup>324</sup> Doet de schuldenaar dit niet, of is dit niet mogelijk, dan kan de homologatie van het akkoord worden tegengehouden met een beroep op de APR-regel.<sup>325</sup> De voorbeelden van een goede reden zijn nog summier, maar een genoemd voorbeeld luidt dat een goede verstandshouding met de leveranciers van de onderneming essentieel kan zijn om de onderneming draaiende te houden en de herstructurering te laten slagen. Om die reden kunnen deze schuldeisers, in tegenstelling tot de ongesecureerde schuldeisers, wel direct betaald krijgen.<sup>326</sup> Ten aanzien van de compensatie geldt opnieuw de regel van marktconforme voorwaarden.<sup>327</sup>

#### **6.5. Tussenconclusie**

Het schrappen van het recht op contanten voor de bedrijfsmatige geseceureerde schuldeisers is opgenomen om te voorkomen dat de reorganisatie geen doorgang kan vinden, omdat hun aanspraak op cash te hoog is. Dit riep in beginsel de angst op dat de financier onder bepaalde omstandigheden tot in het oneindige of voor een onredelijk lange termijn gedwongen zou

---

<sup>320</sup> Art. 3:278 BW.

<sup>321</sup> Orbán & Jansen, 2020, p. 36;

<sup>322</sup> Orbán & Jansen, 2020, p. 36; Kamerstukken I, 2019-2020, 35249, C, p. 4.

<sup>323</sup> Orbán & Jansen, 2020, p. 36.

<sup>324</sup> Kamerstukken I 2019-2020, 35249, C, p. 4.

<sup>325</sup> Art. 384 lid 4 sub b Fw.

<sup>326</sup> Kamerstukken I 2019-2020, 35249, C, p. 4.

<sup>327</sup> Kamerstukken I 2010-2020, 35249, C, p. 4.

kunnen worden om een onderneming te blijven financieren, met de mogelijke gevolgen van een beperking van de positie van de geseceerde schuldeiser ten aanzien van de te verdelen waarde van dien. Deze gevolgen zijn echter voldoende ondervangen doordat de schuldenaar een goede reden moet aanvoeren en er compensatie moet worden geboden voor de mogelijke nadelen. Blijkt dat toch niet voldoende, dan komt de geseceerde schuldeiser nog altijd een succesvol beroep op de weigeringsgronden toe. Wellicht kan een beperkte cashoptie wel leiden tot een ongelijke behandeling van geseceerde schuldeisers ten opzichte van ongesecerde tegenhangers, maar dit zorgt in beginsel niet voor een schending van hun belangen in het licht van de te verdelen waarde. Los gezien van het minimumkeringspercentage voor MKB-schuldeisers en ingewikkelde waarderingsexercities van het onderpand, wordt de positie van de geseceerde schuldeiser aan de hand van dit amendement in beginsel niet ingeperkt.

## Hoofdstuk 7. Conclusie

In dit onderzoek is gepoogd een antwoord te vinden op de vraag of de positie van de geseceerde schuldeiser ten aanzien van de te verdelen reorganisatiewaarde onder WHOA wordt ingeperkt en of er voor een dergelijke inperking een rechtvaardiging te vinden is in het licht van de basisrechtvaardiging voor een dwangakkoord.

In hoofdstuk 2 is een algemene achtergrond van de WHOA gegeven. Hieruit bleek dat het doel van de WHOA, financiële reorganisatie buiten faillissement, wordt bereikt door middel van een dwangakkoord. De rechtvaardiging van deze dwang, waarbij een meerderheid de tegenstimmende minderheid kan binden, wordt gevonden in het feit dat herstructurering zal leiden tot waardemaximalisatie voor de gezamenlijke schuldeisers. Deze rechtvaardiging is afgeleid uit de zogeheten *creditor's bargain theory*, ontwikkeld door de Amerikaanse rechtswetenschappers Jackson en Baird. Waardemaximalisatie onder de WHOA houdt in dat schuldeisers slechts met een collectief systeem, inhoudende de afschrijving van hun vorderingen, zullen instemmen indien er in beginsel kan worden geacht dat alle betrokkenen erop vooruitgaan ten opzichte van het alternatief (de afwezigheid van financiële reorganisatie) én er *ex ante* geen vrees hoeft te bestaan dat zij onder het akkoord materieel slechter af zullen zijn.

Aan de hand van deze economisch efficiënte benadering is geconstateerd dat er geen ruimte is voor een rechtspolitieke discussie over de wenselijkheid van aanpassingen van de materiële rechten van schuldeisers in faillissement en daarmee ook niet binnen een akkoordprocedure, waar de rechten van schuldeisers overeenkomen met de rechten die zij in faillissement bezitten. Het kan immers niet alleen leiden tot een inperking van de positie die schuldeisers innemen ten aanzien van de te verdelen waarde, maar brengt tevens de totstandkoming van een akkoord in gevaar. Het zorgt ervoor dat zogenoemde *'hold out'*-posities opnieuw worden geïntroduceerd, waardoor schuldeisers in ruil voor hun instemming verhoudingsgewijs meer waarde proberen te bedingen.

Desalniettemin betekent het niet dat de discussie omtrent de wenselijkheid van een wijziging in de materiële rechten van schuldeisers in faillissement niet gevoerd kan worden. Uiteindelijk zijn de posities van de schuldeisers de uitkomst van afwegingen die in het verleden zijn gemaakt door de wetgever die leiden tot een verdelende rechtvaardigheid. Gemaakte keuzes kunnen vervolgens opnieuw worden afgewogen als de uitkomst niet meer bevredigend is. Uit hoofdstuk 3 is gebleken dat dit het geval is. In dit hoofdstuk is onderzocht wat de huidige positie van de geseceerde schuldeiser in faillissement is. Er is geconstateerd dat dit een ijzersterke positie betreft. De oorzaak wordt gevonden in de ratio dat zekerheidsrechten leiden tot economische groei en welvaart. Het gevolg is echter dat concurrente schuldeisers tot op het heden in de meeste gevallen met lege handen achterblijven in het faillissement. Binnen de politiek en het recht is een breed gedeelde mening dat deze 'lege boedel problematiek' niet meer als gerechtvaardigd kan worden beschouwd en een nieuw evenwicht nodig is.

In het licht van de WHOA, waarin het uitgangspunt een verdeling van waarde conform de wettelijke rangorde in faillissement betreft, kan de discussie over de wenselijkheid van een wijziging in de materiële rechten van schuldeisers echter niet verder reiken dan een beperking van de mogelijk uitdijende positie van de geseceerde schuldeiser ten aanzien van de reorganisatiewaarde. Verdere wijzigingen zijn niet in lijn met de rechtvaardiging die ten grondslag ligt aan de WHOA.

In hoofdstuk 4,5 en 6 is vervolgens onderzocht of een drietal opgenomen amendementen in de WHOA leiden tot een gerechtvaardigde beperking of dat er sprake is van een ongerechtvaardigde inperking van de materiële rechten van de geseceerde schuldeiser ten aanzien van de reorganisatiewaarde. Hierbij is gekeken naar de effecten op de waarborgen, tevens weigeringsgronden, onder de WHOA.

Uit hoofdstuk 4 volgde dat het amendement, inhoudende de classificering van de geseceerde schuldeiser, is opgenomen om een uitdijing van de positie van de geseceerde schuldeiser te voorkomen. Het amendement is niet slechts een uitvloeisel van de zoektocht naar verdelende rechtvaardigheid, maar beschermt ook het gedachtegoed achter de WHOA. Door een voorheen opgelaten waarderingsnorm omtrent de zekerheden van de geseceerde schuldeiser leek het gevolg te zijn dat de geseceerde schuldeiser de gehele reorganisatiewaarde, inclusief het surplus, zou toekomen. Door de waarderingsnorm in te kleuren met een waardering tegen de liquidatiewaarde, waarbij de waardering afhankelijk van de omstandigheden, tegen een *going concern* of *een piece meal* liquidatieverkoop plaatsvindt, is er op voorhand nog wel een kans dat alle betrokkenen kunnen profiteren van de grotere 'reorganisatietaart'. De geseceerde schuldeiser is in ieder geval niet slechter af dan in faillissement, maar of het leidt tot een 'eerlijke' verdeling, conform de wettelijke rangorde, kan nog worden betwist indien de geseceerde schuldeiser een uitkering anders dan in contanten toegewezen krijgt.

In hoofdstuk 5 is het amendement behandeld waaruit volgt dat MKB-schuldeisers en onrechtmatige daad-schuldeisers aanspraak kunnen maken op een minimumuitkering van 20% over hun vordering. Er is geconstateerd dat het amendement kan leiden tot een inperking van de positie van de geseceerde schuldeiser ten aanzien van de reorganisatiewaarde. Aanleiding voor deze conclusie kan worden gevonden in het mogelijke gevolg van het amendement, namelijk dat in alle gevallen een uitkering van 20% aan de MKB-schuldeisers moet plaatsvinden, ook in de gevallen waarin er niet genoeg waarde aanwezig is om deze klasse een uitkering van 20% te kunnen doen toekomen. Het leidt ertoe dat de geseceerde schuldeisers waarde moeten overhevelen aan deze lager gerangschikte klasse om de homologatie van het akkoord veilig te stellen en deze lager gerangschikte klasse tevens een sterkere positie toekomt onder de WHOA dan in faillissement, waardoor strategisch '*hold out*' gedrag opnieuw wordt geïntroduceerd.

Aangedragen rechtvaardigingsgrondslagen worden gestoeld op rechtspolitieke en rechtsvergelijkende argumenten, maar lijken moeilijk stand te houden in het licht van de rechtvaardigingsgrondslag van de WHOA. Of de schade beperkt kan blijven, hangt uiteindelijk



af van de rechter die per geval de hiërarchie tussen de 20%-regel en de rangorderegel zal bepalen.

Tot slot ging het in hoofdstuk 6 om de vraag wat de gecureerde schuldeiser daadwerkelijk uitgekeerd krijgt aan de hand van het opgenomen amendement omtrent de uitsluiting van de bedrijfsmatige financier met zekerheidsrechten van het recht op contanten. Er lijkt hierdoor vooralsnog geen sprake te zijn van een inperking van de positie van de gecureerde schuldeiser ten aanzien van de reorganisatiewaarde, omdat de gecureerde schuldeiser voldoende waarborgen toekomt om een ongerechtvaardigde inbreuk te voorkomen. Voorts ziet het doel van dit amendement daar ook niet op.

Aan de hand van de onderzochte amendementen is geconcludeerd dat er van een ongerechtvaardigde inperking van de positie van de gecureerde schuldeiser ten aanzien van de reorganisatiewaarde onder de WHOA sprake kan zijn. Specifiek door de verplichting van een minimumuitkering van 20% aan de MKB-schuldeisers en onrechtmatige daad-schuldeisers indien er meer gewicht wordt toegekend aan de naleving van deze regel in plaats van de rangorderegel. Waar er achter het eerste amendement weliswaar ook een gedachte van verdelende rechtvaardigheid schuilt, is daar mijns inziens ruimte voor in het licht van de rechtvaardiging die ten grondslag ligt aan de WHOA zelf; dat de reorganisatie voordeel voor de *gezamenlijke* schuldeisers moet opleveren. De 20%-uitkeringsregel gaat hier naar mijn mening echter overheen door te stellen dat deze specifiek omschreven groep schuldeisers bij voorbaat aanspraak kan maken op een dergelijke minimumuitkering, wat tevens niet alleen tot een inperking van de positie van de gecureerde schuldeiser leidt, maar ook van andere schuldeisers die wellicht waarde moeten overhevelen.

De wens om een redelijker evenwicht te bereiken tussen de gecureerde schuldeiser (lees: banken) en de concurrente schuldeisers is, gezien de stand van zaken in faillissement begrijpelijk, maar de juiste oplossing is mijns inziens niet door een minimumuitkeringspercentage te garanderen. Gecureerde schuldeisers hebben immers waarde gegeven in ruil voor een bepaalde goederenrechtelijke positie. De vraag die men kan stellen is of het gerechtvaardigd is om deze positie niet meer te respecteren indien er een breed gedeelde mening is dat er te weinig waarde naar andere schuldeisers gaat. Het probleem kan immers ook worden omgedraaid; andere partijen hebben niet de mogelijkheid om eenzelfde positie te bedingen. Het betreft naar mijn mening materie die buiten de WHOA zou moeten worden behandeld, omdat een verschil in de verdeling van waarde ten opzichte van faillissement strategisch handelen uitlokt.

Daarnaast vereist een wijziging in de verdeling onder de WHOA naar mijn mening een zorgvuldige afweging. Reorganiseren is immers niet hetzelfde als liquideren, waardoor ondernemingen zich in beginsel niet in het mortuarium, maar nog in het ziekenhuis bevinden. De levensvatbaarheid van de onderneming is daarbij niet alleen afhankelijk van handelscrediteuren, maar met name van de gecureerde schuldeiser in de hoedanigheid van financier. De positie van de gecureerde schuldeiser komt nog aan de beurt in een herziening van de Faillissementswet. Veranderingen in de rangorde die mogelijk tot stand komen, zullen

vervolgens doorwerken in de WHOA. De WHOA is tevens voorzien van een evaluatie na drie jaar, waarbij kan worden onderzocht of nadere afstemming op het faillissement gewenst is.

## **Hoofdstuk 8. Bibliografie**

### **8.1. Geraadpleegde literatuur**

#### **Van Amsterdam 2004**

A.M. van Amsterdam, *Insolventie in economisch perspectief*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2004.

#### **Asser/Van Mierlo & Krzemiński 2016**

A.I.M. van Mierlo (m.m.v. K.J. Krzemiński), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 3. Vermogensrecht algemeen. Deel VI. Zekerheidsrechten*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

#### **Asser/Van Mierlo & Krzeminski 2020**

A.I.M. van Mierlo (m.m.v. K.J. Krzeminski), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 3. Vermogensrecht algemeen. Deel VI. Zekerheidsrechten*, Deventer: Wolters Kluwer 2020.

#### **Baird & Jackson 1984**

D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, *University of Chicago Law Review*, 1984/51.

#### **Baird & Rasmussen 2010**

D.G. Baird and R.K. Rasmussen, Antibrankruptcy, *Yale Law Journal*, 2010/648.

#### **Baird 2020**

D.G. Baird, 'The Fraudulent Conveyance Origins of Chapter 11: An Essay on the Unwritten Law of Corporate Reorganizations', 36 *Emory Bankr. Dev. J.* 699 (2020).

#### **Van den Berg 2020**

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

#### **Bloemink 2018**

R. Bloemink, 'Zekerheidsrechten vanuit rechtseconomisch perspectief', *MvV* 2018, nr. 2.

#### **De Boer 2003**

W.D. De Boer, 'Een alternatief voor sanering van obligatieleningen uitgegeven onder trustverband', *Ondernemingsrecht* 2003, afl. 3, p. 5-93.

#### **Bris, Welch & Zhu 2004**

A.Bris, I. Welch & N. Zhu. "The Costs of Bankruptcy Chapter 7 Cash Auctions vs. Chapter 11 Bargaining.", *EFA 2004 Maastricht Meetings Paper*. No. 5155. 2004.

#### **Buchanan & Yoon 2000**

J.M. Buchanan and Y.J. Yoon, 'Symmetric Tragedies: Commons and Anticommons', *Journal of Law and Economics*, Vol. 43, No. 1, 2000, p. 1-13.

**Cooter & Ulen 2008**

R. Cooter & T. Ulen, *Law & Economics*, Addison-Wesley, 2008.

**Couwenberg 1997**

O. Couwenberg, 'Resolving Financial Distress in the Netherlands', diss. Groningen, 1997.

**Couwenberg 2000**

O. Couwenberg, 'Buurmans gras is altijd groener: reflectie op de relatieve efficiëntie van insolventiesystemen', *Tvl* 2020/4.

**Diebels 2014**

M. Diebels, (2014). *Re-integratie van de zieke werknemer: Nederland, Duitsland en flexicurity*. [s.n.].

**D'Onfro 2018**

D. D'Onfro, Limited Liability Property, *Cardozo Law Review* vol. 39, 2018.

**Druin & Allrgun 2014**

W.D. Druin & M. Allgrunn, 'The economic impact of Chapter 11 reorganization versus Chapter 7 liquidation.', *Journal of Criminal Justice and Legal Issues* 2014/2.

**Faber 2008**

N.E.D. Faber (red.), 'De bewindvoerder, een octopus', Serie Onderneming en Recht, deel 44, Kluwer, 2008.

**Fenell 2011**

L.A. Fenell, 'Commons, Anticommons, Semicommons', in K. Ayotte and H.E. Smith (eds), *Research Handbook on the Economics of Property Law*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2011.

**Geurts 2019**

K.W.C. Geurts, *Zekerheid voor leverancierskrediet (Onderneming en recht nr. 117) (diss. Nijmegen)*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

**Heller 1998**

M.A. Heller, 'The Tragedy of the Anticommons: Property in the transition from Marx to Markets', *Harvard Law Review*, 1998/111.

**Van den Heuvel 2004**

N.W.M. Van den Heuvel, 'Zekerheid en voorrang'. Den Haag: Boom Juridische Uitgevers, 2004.

**Hoekstra 2005**

G.D. Hoekstra, 'De spanning tussen het maatschappelijk belang en het gezamenlijk belang gezien in het licht van de *creditors' bargain*', *TvL* 2005/12.

**Holterman & Van den Berg 2019**

W. Holterman & S.W. Van den Berg, 'Waardebepaling bij financiële herstructurerings en de nieuwe WHOA', *MAB* 2019/93.

**Hummelen 2015**

J. Hummelen, 'Distress Dynamics, an efficiency assessment of Dutch bankruptcy law', diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2015.

**Jackson 1982**

T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain, *Yale Law Journal*, 1982.

**Jackson 1986**

T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986.

**Jackson 1998**

D.G. Baird, 'Bankruptcy's Uncontested Axioms', 108 *Yale Law Journal*, 1998.

**De Jong 2019**

T.P. De Jong, 'Waarderen met de WHOA', *FIP* 2019/214, nr. 6.

**Jonkers & Van Moorsel 2019**

A.L. Jonkers & R.C.M. Van Moorsel, 'WHOA voor iedereen, verdeel de bankenbonus', *Ondernemingsrecht* 2019/168, afl. 17.

**Kaptein 2016**

F.L.J. Kaptein, 'Pandrecht: een rechtsvergelijkend onderzoek naar de gevolgen van het vuistloze karakter en het stille karakter van het pandrecht.' [Groningen]: Rijksuniversiteit Groningen, 2016. 318.

**Kantner 2018**

H.G. Kantner, *Handbuch Unternehmenssanierung: kapital 8. Sanierung aus Sicht der Gläubigerschutzverbände*, Manz 2018.

**Kantner 2018**

H.G. Kantner, 'Creditor Protection in Austria and the Austrian View on Preventive Restructuring Frameworks', *KSV*1870, 2018.

**McComack 2004**

G. McCormack, *Secured credit under English and American Law*, Cambridge University Press 2004, chapter 1: The essence and importance of security, p. 1-38.

**Mennens & Beekhoven van den Boezem 2015**

A.M. Mennens & F.E.J. Beekhoven van den Boezem; 'Wijziging van toekomstige verplichtingen middels een dwangakkoord buiten insolventie: toekomstmuziek?', *Tvl* 2015/32, afl. 4, p. 32-40.

**Mennens 2020**

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

**Orbán & Jansen 2020**

G.Á.C. Orbán & S. Jansen, 'WHOA: de *cashoptie* is dood, lange leve de *cashoptie*?', *FIP* 2020/224, afl. 5.

**O'Rourke 2005**

K. O'Rourke, 'Valuation Uncertainty in Chapter 11 Reorganizations' *Columbia Business Law Review* Vol. 2005.

**Rongen 2011**

M.H.E. Rongen, *Cessie (Onderneming en recht nr. 70)*, Deventer: Kluwer 2012.

**Tollenaar 2016**

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

**Tollenaar 2020**

N.W.A. Tollenaar, 'Amendementen op de WHOA – tikkeltje onbesuisd', *Tvl* 2020/23, afl. 3.

**Verstijlen 2016**

F.M.J. Verstijlen, 'art. 58 Fw: van het duister naar het licht', *Tijdschrift voor Insolventierecht* 2016/28, afl. 5, p. 25-31.

**Vriesendorp, Hermans & de Vries 2013**

R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans en K.A.J. de Vries, Herijking faillissementsrecht en het informeel akkoord: gemiste kans of *opportunity* voor een Nederlandse *scheme of arrangement*, *TvL*, 2013/20.

**Van Velthoven & van Wijck 2001**

B.C.J. van Velthoven en P.W. van Wijck, *Recht en efficiëntie*, Kluwer, 2001, p. 24-25.

**Verheul 2014**

E.F. Verheul, 'De wedloop tussen leverancierskrediet en geldkrediet', *NTBR* 2014/16.

**Verstijlen & Hoekstra 2009**

F.M.J. Verstijlen en D. Hoekstra, 'De separatist in het voorontwerp voor een Insolventiewet en de *creditors' bargain*', *NJB* 2009/5.

**Verstijlen 2020**

F.M.J. Verstijlen, 'Whoa: omkering van waarden', *NJB* 2020/1718, afl. 27.

**Vos 2005**

P. Vos, 'Bankkrediet: macht of onmacht,' Deventer: Kluwer 2005.

### **Vriesendorp & van den Sigtenhorst 2013**

R.D. Vriesendorp & R. van den Sigtenhorst, 'Herstructureren in de moderne financieringspraktijk: Nederland vs de V.S.', *NTHR* 2013(2).

### **Vriesendorp & de Vries 2013**

R.D. Vriesendorp en K.A.J. de Vries, Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV, *TvL* 2013/20.

### **De Weijs 2012**

R.J. De Weijs, 'Harmonisation of European Insolvency Law and the need to tackle two problems: common pool & anticommons', *International Insolvency Review* 2012, nr. 2.

### **De Weijs 2016**

R.J. de Weijs, 'Wanorde? Hoe het faillissementsrecht zich tegen schuldeisers dreigt te keren.', *JONDR* 2016/123, 605-619.

### **De Weijs 2020**

R.J. de Weijs (red.), *Grenzen aan financieringsvrijheid* (Recht en Praktijk, nr. InsR14), Deventer: Wolters Kluwer 2020.

### **Wibier 2012**

R.M. Wibier 'Twintig jaar stil pandrecht op vorderingen in Nederland, *WPNR* 2012/693

## **8.2. Geraadpleegde Jurisprudentie**

### **Nederland**

#### *Hoge Raad*

HR 13 maart 1987 *NJ* 1988/556, m.nt. W.M. Kleijn (*Ontvanger/Spruijt en ABN*)

HR 14 oktober 1994, *NJ* 1995/447, m.nt. W.M. Kleijn (*Spaarbank Rivierenland/Mr. Gispen q.q.*)

HR 20 juni 1997, *NJ* 1998/362, m.nt. W.M. Kleijn (*Wagemakers q.q./Rabobank*)

HR 29 juni 2001, *NJ* 2001/662, m.nt. W.M. Kleijn (*Meijs q.q./ Bank of Tokyo*)

HR 20 september 2002, *NJ* 2004/182, m.nt. W.M. Kleijn (*Mulder q.q./Rabobank*)

HR 25 februari 2011, *NJ* 2012/74 (*ING/Hielkema q.q.*)

HR 3 februari 2012, *NJ* 2012/261, m.nt. F.M.J. Verstijlen (*Dix q.q./ING*)

HR 1 februari 2013, *NJ* 2013/156, m.nt. F.M.J. Verstijlen (*Van Leuveren q.q./ING*)

### **Verenigde Staten**

#### *Supreme Court*

*Assocs. Commercial Corp. v. Rash*, 520 U.S. 953, 955-56 (1997)

## **8.3. Geraadpleegde wetgeving**

#### *Twee Kamer*

Kamerstukken II, 2012–2013, 29911, nr. 74 (brief)

Kamerstukken II, 2016-2017, 22112, nr. 2292 (brief)

Kamerstukken II, 2017-2018, 33695, nr. 17 (brief)

Kamerstukken II, 2018-2019, 35249, nr. 2 (voorstel van wet)  
Kamerstukken II, 2018-2019, 35249, nr. 3 (memorie van toelichting)  
Kamerstukken II, 2018-2019, 35 249, nr. 13 (amendement)  
Kamerstukken II, 2019-2020 35249, nr. 9 (amendement)  
Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 10 (amendement)  
Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 14 (amendement)  
Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 15 (amendement)  
Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 20 (motie)  
Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 22 (amendement)  
Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 23 (amendement)  
Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 24 (amendement)  
Kamerstukken II, 2019-2020, 35249, nr. 25 (amendement)

#### *Eerste Kamer*

Kamerstukken I, 2020-2021, 35249, C (memorie van antwoord)  
Kamerstukken I, 2020-2021, 35249, nr. 4 (handeling)

#### *Parlementaire geschiedenis*

MvA II Inv., *Parl. Gesch. Boek 3* (Inv. 3, 5 en 6), p. 1246  
MvA II Inv., *Parl. Gesch. Wijziging Rv. e.a.w.* (Inv. 3,5 en 6), p. 157

#### *Europese regelgeving*

Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van Richtlijn 2012/30/EU 2016/0359 (COM/2016/723/FINAL).

### **8.4. Geraadpleegde online bronnen**

#### **Abram & Cvak 2018**

M. Abram & F. Cvak, 'ICLG to: corporate recovery & insolvency 2018, Austria', Global Legal Group, april 2018, te vinden op: [www.acc.com](http://www.acc.com) (laatst geraadpleegd op 4 december 2020).

#### **Centraal Planbureau 2020**

Centraal Planbureau, 'Blijvende economische schade van de coronacrisis', augustus 2020, te vinden op: [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl) (laatst geraadpleegd op 15 november 2020).

#### **Corstens, Fokkens & Rotscheid 2013**

G.J.M. Corstens, J.W. Fokkens & A. Rotscheid, 'Hoge Raad der Nederlanden – Verslag over 2012', 19 april 2013, te vinden op: [www.hogeraad.nl](http://www.hogeraad.nl) (laatst geraadpleegd op 13 december 2020).



### **Dubbeling 2017**

E. Dubbeling, 'Internetconsultatie WHOA, reactie Nederlandse Vereniging van Banken', 29 november 2017, te vinden op: <https://www.tweedekamer.nl/downloads/document?id=1f7ef423-0e8f-4ff9-a730-fcf483ab0bba&title=Advies%20NVvB.pdf> (laatst geraadpleegd op 17 november 2020).

### **Hermans 2020**

Hermans, 'Open brief insolventieadvocaten, 'Insolventiejuristen roepen politiek op tot onmiddellijke invoering WHOA', *NJB Blog*, 18 maart 2020, te vinden op: [www.njb.nl](http://www.njb.nl) (laatst geraadpleegd op 15 november 2020).

### **Keukens e.a. 2017**

W. Keukens e.a., 'Internetconsultatie WHOA, reactie NautaDutilh', 29 november 2017, te vinden op: [www.internetconsultatie.nl/wethomologatie/reactie/92608/bestand](http://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie/reactie/92608/bestand) (laatst geraadpleegd op 16 november 2020).

### **Kortmann 2017**

S.C.J.J. Kortmann, Afscheidscollege Bas Kortmann: 'Het faillissement, een paradijs voor banken', 29 september 2017, te vinden op: [www.ru.nl/rechten](http://www.ru.nl/rechten) (laatst geraadpleegd op 13 december 2020).

### **De Leo, Barstra & Jonkers**

F. de Leo, W. Bartstra & A.L. Jonkers, 'Recht op cash-exit onder de WHOA: doorgedreven bescherming van de sterkste schuldeisers', *Corporate Finance Lab* 31 maart 2020, te vinden op: [www.corporatefinancelab.org](http://www.corporatefinancelab.org) (laatst geraadpleegd op 15 november 2020).

### **Moody's 2013**

Moody's, 'Default and recovery rates for project finance bank loans show high rate of full recovery', 4 februari 2013, te vinden op: [www.moody.com](http://www.moody.com) (laatst geraadpleegd op 20 november 2020).

### **Van den Sigtenhorst e.a. 2017**

R. van den Sigtenhorst e.a., 'Internetconsultatie WHOA, reactie De Brauw Blackstone Westbroek', 30 november 2017, te vinden op: [www.debrauw.com/wp-content/uploads/2014/11/20171130-Reactie-De-Brauw-op-consultatie-WHOA.pdf](http://www.debrauw.com/wp-content/uploads/2014/11/20171130-Reactie-De-Brauw-op-consultatie-WHOA.pdf) (laatst geraadpleegd op 16 november 2020).

