

Consultatie WHOA reactie NautaDutilh

Reactie NautaDutilh op het Conceptvoorstel Wet homologatie onderhands akkoord

NautaDutilh N.V.

Leden van het Restructuring & Insolvency team

Robert van Galen (team leader)

Barbara Rumora-Scheltema

Teun Struycken

Marc Orval

David Viëtor

Willem Keukens

Jochem Hummelen

Tom de Clerck

Robert Woudenberg

Bart Wijnstekers

29 november 2017

● **NautaDutilh**

Reeds in 1932 schreef de Amsterdamse hoogleraar Prof. F.G. Scheltema in de Groene Amsterdammer:

Gegeven nl. het feit, dat een zeker schuldenaar niet in staat is, zijn schulden ten volle te betalen, moet men zich afvragen, hoe op de meest doelmatige wijze uit de activa, die er wèl zijn, de crediteuren kunnen worden bevredigd. Die meer doelmatige wijze nu is lang niet altijd de afwikkeling door middel van faillissement. Want faillissement beteekent voor den schuldenaar de totale afbraak van zijn onderneming en het verlies van zijn broodwinning: het beteekent voor de schuldeischers een veelal overhaaste verkoop van de activa van hun schuldenaar, waardoor de opbrengst wordt gedrukt, welke opbrengst hun dan eerst ten goede komt na aftrek van de betrekkelijk hoge faillissementskosten. Aangenomen, dat de schuldenaar niet te kwade trouw is, - is dat wèl het geval, dan is liquidatie door middel van een faillissements-curator onvermijdelijk -, zal dus menigmaal zoowel het belang van den schuldenaar als dat van de schuldeischers meebrengen, dat faillissement wordt vermeden door middel van een regeling tusschen den schuldenaar en zijn crediteuren: een akkoord, waardoor de schuldeischers een zeker percentage van hun vorderingen ontvangen, en aan den anderen kant de schuldenaar in staat wordt gesteld, het leven van zijn onderneming te redden. Het beste bewijs voor de juistheid dezer stelling is, dat in de praktijk dergelijke regelingen herhaaldelijk tot stand komen. Maar wanneer die stelling juist is, wanneer werkelijk het algemeen belang onder bepaalde omstandigheden zulk een akkoord gewenscht doet zijn, dan mag de wetgever ook niet langer dulden, dat één onwillige schuldeischer dat akkoord kan breken; dan moet de wet de mogelijkheid scheppen, dat zulk een akkoord - mits natuurlijk onder rechterlijk toezicht tot stand gekomen - door den rechter voor de minderheid wordt bindend verklaard¹.

Deze tekst is nog steeds verrassend actueel en de leden van het Restructuring & Insolvency Team van NautaDutilh hebben dan ook met belangstelling kennis genomen van het Conceptwetsvoorstel Homologatie Onderhands Akkoord. Wij maken hierdoor graag gebruik van de geboden mogelijkheid om op het voorstel te reageren.

Vooropgesteld zij dat wij over het geheel genomen enthousiast zijn over de voorgestelde regeling. We beschouwen het onderhands dwangakkoord als een welkome toevoeging aan de praktijk. Eén van de elegante aspecten van het voorstel (maar zeker niet het enige) is wat ons betreft het feit dat het voorgestelde akkoord is in te zetten in een veelheid van situaties: van MKB tot internationale concerns. Het akkoord biedt daarmee een extra mogelijkheid in de internationale herstructureringspraktijk (naast alternatieven als de Amerikaanse Chapter 11 of de Engelse Scheme of Arrangement), hetgeen belangrijk is voor Nederland als vestigingsland van talloze vennootschappen die deel uitmaken van internationale groepen. Een ander belangrijk punt vinden wij de - zeker ten opzichte van het eerdere voorstel - evenwichtige rol van de rechter die betrokken wordt waar nodig, evenwel zonder dat de drempel voor de procedure te hoog zal zijn ook voor kleinere ondernemingen of herstructurerings.

Het R&I team van NautaDutilh houdt zich bezig met faillissementen en herstructurerings in alle soorten en maten. Een groot deel van de praktijk betreft zaken met een grensoverschrijdend aspect. Vanuit die internationale oriëntatie hebben leden van ons team ook veel overleg gevoerd over het conceptwetsvoorstel met internationale insolventiespecialisten, met name in het Verenigd Ko-

¹ Prof.Mr. F.G. Scheltema, "Een dwangakkoord buiten faillissement", in: De Groene Amsterdammer, no. 2864, 23 april 1932, p. 1. Een scan van dit artikel is aan het einde van deze consultatiereactie opgenomen.

ninkrijk en de Verenigde Staten. Ook zij kijken met belangstelling naar dit voorstel en waren in overgrote meerderheid positief over de mogelijkheden die het voorstel voor grensoverschrijdende situaties zou kunnen bieden.

Wij achten het weinig zinvol om een gedetailleerd commentaar per wetsartikel te geven en willen ons in het navolgende graag beperken tot een drietal onderwerpen.

Internationale erkenning

In de eerste plaats vragen wij graag aandacht voor het niet te overschatten belang dat bestaat bij een zo breed mogelijke internationale erkenning van een akkoord als voorzien in het conceptwetsvoorstel. De vraag of een herstructureringsregeling, althans de rechterlijke beslissing waarmee een dergelijk regeling wordt gesanctioneerd, in andere landen wordt erkend bepaalt mede de effectiviteit van de regeling maar ook haar aantrekkelijkheid in internationale context. Dat geldt overigens ook voor meer "nationale" situaties waar regelmatig niettemin grensoverschrijdende aspecten een rol spelen (bijvoorbeeld een actief in het buitenland, of buitenlandse schuldeisers). Wij menen dat de regeling zoals die thans is voorgelegd niet valt onder de (Herschikte) Insolventieverordening² ("IVO"), onder meer omdat zij geen openingsbeslissing kent in de zin van artikel 3 IVO. Ook de (Herschikte) EEX-Verordening³ is, zo volgt uit artikel 1 lid 2 sub b daarvan, niet van toepassing. Tegelijkertijd mag, gezien de concept Insolventierichtlijn⁴, worden aangenomen dat ook de Europese wetgever voorstaat dat herstructureringsoplossingen EU-wijde werking zullen hebben. Wij zouden dan ook in overweging willen geven dat de Nederlandse wetgever zich inspant voor EU-regelgeving waaronder ook het akkoord uit het conceptwetsvoorstel na homologatie althans de homologatiebeslissing automatisch en integraal wordt erkend in de EU.

Cash consideration

In de tweede plaats hebben de leden van ons team ernstige twijfels over de wenselijkheid van het voorgestelde artikel 381 lid 4 sub e (de "cash consideration"). Deze bepaling houdt, kort gezegd, in dat homologatie van een akkoord zal worden geweigerd op verzoek van schuldeisers uit een tegenstemmende klasse die onder het akkoord geen uitkering in geld ontvangen of een lagere uitkering in geld ontvangen dan zij in een faillissement zouden ontvangen. Deze regel, die bijvoorbeeld een uitgestelde betalingsregeling onmogelijk maakt en die in vergelijkbare regelingen in andere rechtsstelsels niet voorkomt, is niet goed te begrijpen (en zou wat ons betreft moeten worden heroverwogen) nu zij in een situatie van liquiditeitstekorten een voorwaarde inbouwt die liquiditeiten vereist. Maar daarnaast zien wij de volgende bezwaren:

- Voorop staat dat vrij snel aan de toegangsvoorwaarden voor toepasselijkheid van artikel 381 lid 4 sub e zal zijn voldaan. Immers, er zal vrij snel ten minste één klasse niet hebben ingestemd en de drempel voor instemming in tegenstemmen is laag (immers, 2/3e van het bedrag aan vorderingen moet hebben voorgestemd; 66,5% - oftewel een ruime gewone meerderheid - kan dus voorstemmen en dan is er wel sprake van een tegenstem voor de hele klasse);

² Verordening (EU) 2015/848 betreffende insolventieprocedures.

³ Verordening (EU) Nr. 1215/2012 betreffende rechterlijke bevoegdheid, erkenning en tenuitvoerlegging van beslissingen in burgerlijke en handelszaken.

⁴ 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 (COD)

- Daarnaast vloeit het idee van artikel 381 lid 4 sub (e) voort uit een verkeerde gedachte/toepassing van de creditors' bargain theory. Noodzakelijk, maar ook voldoende is dat een schuldeiser ten minste de relatieve waarde van zijn recht krijgt. Hij heeft geen recht op het respecteren van zijn absolute rechten. Correct daarbij is dat een uitkering in cash niet dezelfde waarde heeft als een vordering met dezelfde nominale waarde. Die waarde zou dan ook eigenlijk in de vordering moeten worden verdisconteerd via een opslag. De rechtvaardiging voor het afpakken van het recht op cash ligt daarbij in de hogere waarde van de totale pool of assets ten opzichte van een liquidatie (de groep van schuldeisers als geheel gaat er onder het akkoord op vooruit ten opzichte van een vereffening);
- Spiegelbeeldig geldt ook dat als slechts een bepaalde klasse een recht op cash heeft en de overige klassen die uitbetaald krijgen in vorderingsrechten niet worden gecompenseerd voor dit verschil in uitdelingswijze, de facto een ongerechtvaardigde herverdeling tot stand komt;
- Verder is de non-cash uitkering consistent met de figuur van het akkoord als hypothetische verkoop van de activa aan de schuldeisers. De verkoop is hypothetisch en logischerwijs daarmee de koopprijs ook;
- Het vereiste van een cash consideration zal een zeer serieus obstakel opleveren om bij grote herstructureringen de akkoordprocedure in Nederland te laten plaatsvinden en zal Nederland daarmee op achterstand zetten. Regels die niet vergelijkbaar zijn met regels in andere rechtssystemen en die bij voorbaat al niet worden gesteund door de toonaangevende adviseurs moeten niet in onze akkoordwetgeving terechtkomen omdat dit afdoet aan het uiteindelijke succes van de voorgestelde akkoordregeling;
- Er is ook geen goede reden voor de bepaling. Enerzijds zal de rechter op consciëntieuze wijze kunnen bepalen of het equivalent beter is dan een liquidatie-uitkering, anderzijds zijn vorderingen uit een akkoord doorgaans goed verhandelbaar zodat de schuldeiser die er vanaf wil hem kan verkopen;
- Door deze regel verwordt het herstructureringsplan tot een soort liquidatieakkoord, omdat altijd op een of andere manier (door verkoop assets of binnenhalen extra schuld) cash beschikbaar moet zijn. Dat gaat uit van een te beperkte opvatting van de mogelijkheden van een akkoord en staat volledig haaks op de bedoeling van dit plan, te weten met minder schuld de onderneming continueren, en doet daardoor af aan de kans van slagen van zo'n plan;
- Het risico bestaat dat het akkoord aldus verwordt tot een lawyers' paradise dankzij deze regel (wat nu juist niet de bedoeling is). Enerzijds zal het een waarderingsdiscussie worden (wel of niet in the money en indien wel voor hoeveel dan), maar anderzijds wordt het opstellen van het plan ook heel ingewikkeld omdat - wil een plan kans van slagen hebben - ook alvast een plan B moet worden voorbereid voor het geval er wel cash uit moet. Dat zal ertoe leiden dat de voorwaarden voor andere crediteuren ook zullen wijzigen omdat de situatie anders wordt. Dat bevordert niet een eenvoudig en efficiënt proces;
- Daar komt nog bij dat de bepaling een veel breder toepassingsbereik lijkt te hebben dan de situatie waarvoor zij kennelijk is geschreven volgens de toelichting (debt for equity swap ten aanzien van een klasse geseceureerde schuldeisers). Niet ondenkbaar is dus dat een ongesecureerde schuldeiser het akkoord gijzelt indien in de betreffende klasse nipt geen super majority is gehaald. Die schuldeiser zal dan met sub e in de hand homologatie kunnen tegenhouden. Daarbij is waardering een groot struikelblok; waarbij het overigens überhaupt de vraag is met alle variabelen of daar een betrouwbare waardering op is te plakken. De gedachte van de WHOA is juist dat specifieke schuldeisers de meerderheid niet langer kunnen gijzelen;

- De vraag is overigens of de toelichting bij de bepaling juist is. Die toelichting lijkt er van uit te gaan dat in faillissement de financiering wel "zal komen te eindigen" en de financier dan zijn pandrecht te gelde zal kunnen maken. Vaak zal echter sprake zijn van een syndicaats-financiering, waarbij een minderheid niet tot "actie" (opzegging en uitwinning) zal kunnen overgaan op grond van de contractuele bepalingen. Daarvoor is doorgaans 66 $\frac{2}{3}$ % nodig. Dus als een schuldeiser bijvoorbeeld 40% van de financiering verschaft, dan kan hij niet forceren dat de financiering wordt opgezegd en wordt uitgewonnen. Wanneer dus sprake is van een contractuele regeling op basis waarvan een schuldeiser niet de vereiste meerderheid heeft om op te zeggen en uit te winnen (en dus geen cash te krijgen op de secured assets), zou deze schuldeiser niet een akkoord moeten kunnen frustreren waarbij hij ook geen cash krijgt.

Nieuw geld en oude zekerheden

In de derde plaats begrijpen wij dat de regeling thans geen bepalingen bevat over de verhouding tussen "oude" en "nieuwe" financiers, waar dit in onze optiek wel wenselijk zou zijn. Wij zouden dan in overweging willen geven om aandacht te schenken aan de positie van verstrekkers van nieuwe financiering. Het gaat dan niet alleen om overbruggingsfinanciering in de zin van (het voorgestelde) artikel 42a, maar ook om partijen die nieuwe financiering verstrekken. In de praktijk zal het wenselijk zijn dat nieuwe of overbruggingsfinanciers een positie krijgen, in rangorde en/of zekerheden, die voor gaat op de oude financiers. Immers, zij maken in feite mogelijk dat een akkoord gerealiseerd kan worden en daarmee dat schuldeisers uitzicht krijgen op een hogere opbrengst dan in het alternatieve scenario, te weten faillissement. Daarbij past een sterkere positie en in elk geval niet een positie waarbij zij een lagere rang hebben dan de oude financiers. Van belang in dit verband is ook om te onderzoeken of en in hoeverre een dergelijke regeling in onze akkoordregeling zou kunnen passen zonder af te doen aan de flexibiliteit die het huidige voorstel geeft en met behoud van de 'light touch' aanpak om te komen tot homologatie van een akkoord. Zo gaat een 'priming DIP financing' in de US Chapter 11 gepaard met de nodige additionele voorwaarden om een zekere bescherming voor de oude schuldeisers in te bouwen, zoals supervisie door de rechter en de mogelijkheid voor de oude schuldeisers om hiertegen op te komen.

Daarnaast geldt meer in het algemeen dat een wijziging in ons Nederlandse zekerheidsregime gevolgen zou kunnen hebben voor de verstrekking van leningen aan kredietnemers, iets dat wellicht nader onderzoek zou behoeven.

Begrijpelijk is de wens in de praktijk om een 'rescue financing' te faciliteren. Daarbij dient wel aandacht te worden geschonken aan de mogelijke gevolgen daarvan voor de bestaande schuldeisers.



Contact details

**Robert van Galen**

Partner

T +31 20 7171 677

M +31 6 5186 9698

E robert.vangalen@nautadutilh.com**Barbara Rumora-Scheltema**

Partner

T +31 20 7171 449

M +31 6 5377 5828

E barbara.rumora-scheltema@nautadutilh.com**Teun Struycken**

Partner

T +31 20 7171 461

M +31 6 2021 0517

E teun.struycken@nautadutilh.com**Marc Orval**

Local Partner | London

T +44 20 7786 9114

M +44 7960 778 790

E marc.orval@nautadutilh.com**David Viëtor**

Partner

T +31 20 7171 464

M +31 6 2021 0522

E david.vietor@nautadutilh.com**NautaDutilh N.V.**

Beethovenstraat 400, 1082 PR Amsterdam

P.O. BOX 7113, 1007 JC Amsterdam

The Netherlands

T +31 (0)20 71 71 000

F +31 (0)20 71 71 111

E info@nautadutilh.comI www.nautadutilh.com