

Reactie Clifford Chance LLP inzake het voorontwerp voor de Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement

1. Inleiding

Clifford Chance is al vele jaren betrokken bij omvangrijke, veelal internationale, faillissementen en herstructureringen. Wij maken dan ook graag van de mogelijkheid gebruik om onze zienswijze naar voren te brengen met betrekking tot het 5 september 2017 ter consultatie neergelegde voorontwerp voor de Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement (de "WHOA").

Met de WHOA doet de Nederlandse wetgever een tweede poging om een regeling in te voeren op basis waarvan de rechtbank een onderhands akkoord tussen een onderneming en zijn schuldeisers en aandeelhouders betreffende de sanering en herstructurering van schulden kan goedkeuren om zodoende het faillissement van de schuldenaar te voorkomen. De wetgever laat onzes inziens zien dat goed is gekeken en geluisterd naar alle reacties op het eerste consultatievoorstel, de Wet Continuïteit Ondernemingen II, en wij zijn dan ook positief gestemd over de WHOA.

In deze reactie bespreken wij de volgende elementen die naar onze mening bijzondere aandacht verdienen:

- i. Wederkerige overeenkomsten (paragraaf 2);
- ii. *Cram down* van schuldeisers en aandeelhouders (paragraaf 3);
- iii. Homologatie van het akkoord (paragraaf 4); en
- iv. Internationale bepalingen (paragraaf 5).

2. Wederkerige overeenkomsten

2.1 Het wijzigen of beëindigen van lopende overeenkomsten

Het voorgestelde art. 372 introduceert de mogelijkheid voor een schuldenaar die insolvent dreigt te raken en zijn schuldeisers en aandeelhouders daarom een akkoord aanbiedt, om – naast zijn bestaande schulden – ook toekomstige verplichtingen die voortvloeien uit lopende overeenkomsten te herstructureren. Op grond van lid 1 van art. 372 is de schuldenaar bevoegd om zijn wederpartij bij een lopende overeenkomst een voorstel te doen tot aanpassing van die overeenkomst. Stemt de wederpartij daarmee niet in, dan heeft de schuldenaar het recht de overeenkomst op te zeggen. De opzegging dient te geschieden tegen een tijdstip dat naar plaatselijk gebruik gangbaar is, met dien verstande, dat een termijn van drie maanden in elk geval voldoende zal zijn.¹ Na de wijziging dan wel beëindiging, resteert voor de wederpartij ex art. 372 lid 2 een vordering tot schadevergoeding jegens de schuldenaar.

Volgens de memorie van toelichting kan men bij art. 372 denken aan een huurovereenkomst voor een bedrijfsruimte, leaseovereenkomsten of doorlopende leveringsovereenkomsten.² Door de niet

¹ Art. 372, lid 1 van de WHOA.

² MvT p. 28.

C L I F F O R D

C H A N C E

limitatieve opsomming van de wetgever in de Memorie van Toelichting vermoeden wij dat art. 372 ziet op *alle* soorten wederkerige overeenkomsten. Dit lijkt ons een ongelukkige uitkomst.

Wij merken op dat ook in een Amerikaanse *Chapter 11* procedure de mogelijkheid bestaat tot het opzeggen van wederkerige overeenkomsten. *11 U.S.C. §1123(b)(2)* jo. *§365(a)* bepaalt dat een schuldenaar ten tijde van een *Chapter 11* procedure kan aangeven wederkerige overeenkomsten gestand te doen of kan opzeggen ("*may assume or reject*"), dit echter pas ná voorafgaande goedkeuring van een rechter. In Amerika geldt hierbij dat de rechter zal oordelen op basis van de enigszins liberale "*business judgment rule*", met andere woorden met een zekere mate van terughoudendheid. Jurisprudentie laat evenwel zien dat een rechter desondanks geen goedkeuring zal geven indien dit naar alle waarschijnlijkheid zal resulteren in een grote claim jegens de schuldenaar of indien het opzeggen van een wederkerige overeenkomst te kwader trouw geschiedt, in de zin van misbruik van recht.³

Daarnaast is het zo dat tijdens een WHOA procedure zogenoemde *ipso facto*-clausules ex art. 372 lid 3 geen werking toekomen. Dit in combinatie met een afgekondigde afkoelingsperiode zoals bedoeld in art. 375 lid 1 zet schuldeisers in beginsel voor minimaal twee, maar doorgaans vier maanden, volledig buitenspel wanneer een schuldenaar besluit om eenzijdig een bepaalde overeenkomst op te zeggen. Schuldeisers komen immers niet de bevoegdheid toe om tussentijdse geschillen te laten beslechten door de rechtbank.⁴ De enige mogelijkheid die schuldeisers in dergelijke gevallen lijken te hebben is de rechtbank verzoeken om met machtiging, ondanks de afgekondigde afkoelingsperiode, alsnog verhaal te mogen nemen op goederen die tot het vermogen van de schuldenaar behoren.

2.2 Conclusie en aanbeveling

Onzes inziens zou een rechterlijke toets niet misstaan in art. 372 van de WHOA. Voor een vrije ruimte zoals thans gecreëerd in art. 372 WHOA zijn de (financiële) belangen doorgaans simpelweg te groot en in het kader van een systeem van *checks & balances* is een rechtelijke toets daarom onmisbaar. Wij stellen daarom voor om art. 372 lid als volgt te wijzigen:

1. Een schuldenaar als bedoeld in artikel 370, eerste lid, kan aan een wederpartij met wie hij een wederkerige overeenkomst heeft gesloten, ook een voorstel doen tot wijziging van die overeenkomst. Stemt de wederpartij niet in met het voorstel, dan kan de schuldenaar [na voorafgaande goedkeuring door de rechtbank](#), de overeenkomst tussentijds doen eindigen, mits de opzegging plaatsvindt tegen een tijdstip waarop dergelijke overeenkomsten naar plaatselijk gebruik eindigen en daarbij de daarvoor overeengekomen of gebruikelijke termijn in acht genomen wordt, met dien verstande, dat een termijn van drie maanden in elk geval voldoende zal zijn.

Indien de invoering van rechterlijke goedkeuring niet is gewenst, zouden wij in ieder geval pleiten voor een uitzondering voor financieringsovereenkomsten, zoals leningsovereenkomsten, *intercreditor agreements*, *cash pooling arrangements* en nadrukkelijk ook *ISDA Master Agreements*, een standaarddocument voor derivatentransacties.

³ Zie bijvoorbeeld *In re Audra-John Corporation*, 140 B.R. 752, 755 (Bankr. Minnesota 1992) en *In re G Survivor Corporation*, 171 B.R. 755, 757-58 (Bankr. Southern District of New York 1994).

⁴ Art. 376, lid 1. Zie ook MvT, p. 32 waarin nog eens expliciet wordt genoemd dat de mogelijkheid om een rechter te laten oordelen over tussentijdse geschillen niet is opengesteld voor schuldeisers en aandeelhouders.

3. Cram down van schuldeisers en aandeelhouders

3.1 Achtergrond

De WHOA voorziet in zogenoemde *cram down* bepalingen, het opleggen van een akkoord aan individuele of complete klassen van schuldeisers ondanks een stem tegen het akkoord van een dergelijke individu of klasse. Een *cram down* kent dan ook twee variaties:

- i. Een individuele schuldeiser stemt tegen het akkoord terwijl de klasse waartoe deze individuele schuldeiser behoort vóór het akkoord stemt (zie art. 378 lid 4 WHOA) (horizontale *cram down*).
- ii. Een bepaalde klasse stemt tegen het akkoord maar het akkoord wordt op grond van art. 380 lid 1 WHOA door de schuldenaar voorgelegd aan een rechter omdat ten minste één andere klasse wel vóór het akkoord heeft gestemd en het akkoord vervolgens door een rechter wordt gehomologeerd (verticale *cram down* of *cross class cram down*).

De horizontale *cram down* (gebaseerd op de Engelse *scheme* regeling) is wat ons betreft een zeer wenselijk instrument dat onzes inziens over het algemeen goed is neergelegd in het wetsontwerp. Naar onze ervaring is het ontbreken van deze regeling in veel herstructureringen een van de grootste problemen geweest, waarvoor we naar Engeland moesten uitwijken.

De verticale *cram down* ligt veel ingewikkelder. De verticale *cram down* is geïmporteerd uit het Amerikaanse recht en is daar een gecompliceerd, tijdrovend en duur instrument. Het kan zeer effectief zijn maar leidt in de praktijk ook tot veel geschillen en procedures. Er zijn in Amerika dan ook aparte, gespecialiseerde, rechtbanken en rechters die dit soort zaken behandelen.

3.2 Conclusie en aanbeveling

De gedachte dat wij in Nederland met een allesomvattende en tevens simpele en effectieve regeling alle mogelijke problemen tussen verschillende klassen van schuldeisers kunnen oplossen zonder een daarop gerichte infrastructuur en instrumentarium, is wat ons betreft te ambitieus. Het instrumentarium van de Amerikaanse rechter is in dit soort zaken bijna oneindig (en wordt daarom ook wel aangeduid met "*bankruptcy magic*"). Hierbij draait de schuldenaar bovendien op voor alle kosten van alle adviseurs.

Wat ons betreft moeten we daarom in Nederland een systeem opzetten dat óf dit soort complexe zaken aankan (inclusief gespecialiseerde rechters, instrumentarium en rechtbanken) óf we moeten de werking van de verticale *cram down* beter beheersbaar maken.

Een verticale *cram down* regeling kan in veel gevallen nuttig zijn, maar wij merken graag op dat er in de praktijk vaak al een mogelijkheid bestaat om *cross class* problematiek te doorbreken. Dit speelt bijvoorbeeld in gelaagde financieringstransacties waarbij schuldeisers er vooraf (en zonder dwang van een andere partij) voor kiezen om in een bepaalde financieringslaag deel te nemen (waarbij geldt hoe meer risico, hoe meer rendement en andersom). Zogenoemde *intercreditor agreements* vormen meestal onderdeel van dergelijke transacties.

Intercreditor agreements maken dat de schuldeisers onderling precies weten waar ze aan toe zijn bij een herstructurering en geven de hoogst gerangschikte crediteur het recht om, binnen vooraf afgesproken grenzen (zoals bijvoorbeeld met rechterlijk toezicht, met gebruik van onafhankelijke waarderingsrapporten en/of begeleiding van een financieel adviseur of accountant), herstructureringen door te voeren. Dit middel is in de praktijk effectief toegepast en leidt tot veel rechtszekerheid voor investeerders. Wij pleiten er daarom voor dat het voor groepen crediteuren mogelijk moet blijven om

onderling bindende afspraken te maken over onderlinge herstructureringen die niet door de WHOA worden doorkruist.

De WHOA zou daarom specifiek moeten toestaan dat groepen crediteuren zich onderling verbinden als een klasse (bijvoorbeeld door middel van *intercreditor agreements*) en dat de WHOA dergelijke zakelijke en op basis van gelijkheid gemaakte afspraken (en zekerheden) niet doorkruist. Dit heeft het bijkomende (positieve) effect dat handelscrediteuren makkelijker buiten de herstructurering kunnen worden gehouden (zoals dit nu in onze ervaring in 95% van de gevallen zo is). Dit komt bovendien het zelf oplossende vermogen van gecombineerde klassen van schuldeisers ten goede.

Waar er geen afspraken zijn gemaakt of gemaakte afspraken onvoldoende blijken om tot een afdoende herstructurering te komen, kan de *cross class cram down* uitkomst bieden maar ook ruimte tot misbruik geven.

Vanuit de internationale financieringspraktijk (en rechtszekerheid) is het onwenselijk dat een laag gerangschikte klasse van schuldeisers (of aandeelhouders) vóór een akkoord stemt, de schuldenaar het akkoord vervolgens ter homologatie aanbiedt bij de rechtbank en de rechter het akkoord homologeert, terwijl een hoger gerangschikte klasse tegen het akkoord heeft gestemd. Zonder een dergelijke regeling kunnen schuldeisers en aandeelhouders die, al dan niet deels, *out-of-the-money* zijn (en alleen *hope value* hebben), samenspannen om een hoger gerangschikte schuldeiser mee te trekken in een onzeker plan. De beslissing of een dergelijk akkoord moet worden gehomologeerd moet wat ons betreft altijd aan een (zware) rechterlijke toets worden onderworpen en dat oordeel kan niet alleen aan een benoemde expert worden overgelaten. Wij begrijpen echter dat het de wens is om de belasting van rechterlijke macht niet noemenswaardig te gaan verzwaren en daarom zou dit soort *upstream cram down* niet mogelijk moeten zijn zonder voldoende steun van boven.

Wij pleiten er daarom voor om in de WHOA de eis op te nemen dat een voldoende aantal crediteuren die *in the money* zijn vóór het akkoord hebben gestemd alvorens het kan worden gehomologeerd en dat er moet worden aangetoond dat er in voldoende mate is gepoogd met de diverse *stakeholders* tot overeenstemming te komen. De stap naar de WHOA mag niet te lichtvaardig kunnen worden gezet.

Wanneer er sprake is van 'voldoende' en/of hoe dit verder vormgegeven kan worden, is iets waar wij graag nadere input op geven, bijvoorbeeld door het doen van tekstuele voorstellen. Voor nu is het echter van belang dat er aandacht komt voor deze situatie.

4. Homologatie van het akkoord

4.1 Inleiding

Het voorgestelde artikel 381 is misschien wel de meest in het oog springende nieuwe bepalingen van de WHOA. Duidelijk geïnspireerd door de Amerikaanse *chapter 11* en de Engelse *schemes of arrangement* schrijft dit artikel de algemene en bijzondere weigeringsgronden voor homologatie van een aangeboden akkoord voor. De algemene weigeringsgronden zijn voornamelijk formeel van aard en zijn voor een groot deel afgeleid van de weigeringsgronden zoals deze gelden voor het surseanceakkoord (vgl. art. 272 Fw). De aanvullende weigeringsgronden bevatten, onder meer, de codificatie van de Nederlandse variant van de *absolute priority rule*, een regel afkomstig uit de Amerikaanse *chapter 11* procedure. Voor een uitvoerige bespreking van de achtergrond, uitwerking en knelpunten van de *absolute priority rule* in de WHOA verwijzen wij graag naar een artikel van onze advocaten Charlotte Spierings en Jeroen Kolthof in het Tijdschrift voor Insolventierecht.⁵ In deze

⁵ C. Spierings en J.V. Kolthof, 'De *absolute priority rule* in de WHOA: achtergrond, uitwerking en knelpunten', *TvI* 2017/6, p. 243-250.

reactie maken wij echter graag nog van de mogelijkheid gebruik om twee specifieke elementen van de homologatiegronden te bespreken.

4.2 *Onduidelijke verhouding tussen de liquidatietoets en art. 381 lid 4 van de WHOA*

Art. 381 lid 4 sub e van de WHOA bepaalt dat een van de weigeringsgronden is dat een schuldeiser op basis van het akkoord geen aanspraak kan maken op een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat hij in faillissement naar verwachting in geld zou ontvangen. Blijkens de toelichting is deze bepaling erop gericht om schuldeisers slechts te kunnen onderwerpen aan – bijvoorbeeld – een *debt for equity swap*, indien een ruime meerderheid van de klasse daarmee akkoord is gegaan.⁶

Art. 381 lid 4 sub e van de WHOA kan, menen wij, ook worden gelezen als een liquidatietoets, in het bijzonder door het gebruik van de woorden 'ter hoogte van'. Strikt gelezen kan een schuldeiser homologatie dwarsbomen indien hij op grond van het akkoord geen uitkering in geld krijgt *ter hoogte van* het bedrag dat hij naar verwachting in faillissement zou ontvangen. Mogelijk problematisch is de verhouding tot de liquidatietoets die als algemene weigeringsgrond is opgenomen in art. 381 lid 3 sub d, op grond waarvan de rechter homologatie weigert indien de protesterende schuldeiser of aandeelhouder op basis van het akkoord rechten krijgt met een *aanmerkelijk* lagere waarde dan hij in faillissement zou krijgen. In de huidige formulering is het doel van art. 381 lid 4 sub e van het wetsvoorstel ambivalent en is de verhouding tussen beide artikelleden niet geheel duidelijk.

4.3 *De positie van aandeelhouders*

Artikel 381 lid 4, sub a en sub b geeft aan dat (i) schuldeisers die op basis van het akkoord rechten zouden krijgen die een lagere waarde hebben dan het bedrag van de vorderingen en (ii) aandeelhouders die op basis van het akkoord rechten zouden krijgen die een lagere waarde hebben dan het nominale bedrag van de aandelen waarvoor zij in die klasse behoren te zijn ingedeeld tegen het akkoord, op kunnen komen indien is voldaan aan de in sub a en b genoemde gronden. Opvallend is dat de wetgever ten aanzien van aandeelhouders aansluiting zoekt bij de nominale waarde van de aandelen.

Wij merken op dat, zeker bij beursgenoteerde bedrijven, de nominale waarde van een aandeel doorgaans sterk afwijkt van de marktwaarde. De huidige formulering van art. 381 lid 4 lijkt echter voor een schuldenaar de mogelijkheid te creëren om enkel de nominale waarde aan te bieden bij het akkoord. Stel dat van een bepaald (beursgenoteerd) bedrijf de aandelen, ondanks de financiële moeilijkheden nog, worden verhandeld voor € 50,- per stuk terwijl de nominale waarde van een aandeel € 1,- is. Op basis van het voorgestelde art. 381 lid 4 staat het een schuldenaar vrij om de aandeelhouders per aandeel € 1,01 aan te bieden zonder dat een aandeelhouder zich hier tegen kan verzetten. De klasse aandeelhouders ontvangt immers een bedrag dat hoger is dan de nominale waarde. Een ander handvat lijken de aandeelhouders bovendien ook niet te hebben. Art. 381 lid 3 sub d (de liquidatietoets) schrijft namelijk voor dat de rechter een aangeboden akkoord zal weigeren op verzoek van één of meer aandeelhouders die tegen het akkoord hebben gestemd en op basis van het akkoord rechten zouden krijgen die een aanmerkelijk lagere waarde hebben dan de betaling die zij naar verwachting zouden ontvangen bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement. De waarde van een aandeel in een failliet bedrijf zal doorgaans nihil zijn. In dat geval lijken de aandeelhouders in bovenstaand voorbeeld zich met € 1,01 nog in een riant positie te bevinden.

Bovenstaande situatie lijkt ons onwenselijk en wij vragen ons af in hoeverre de wetgever hier rekening mee heeft gehouden. De enige oplossing die aandeelhouders hier lijken te hebben is het wijzigen van

⁶ Concept-memorij van toelichting bij het wetsvoorstel, p. 40-41.

de statuten van een bedrijf door het aanbieden van een akkoord zoals bedoeld in de WHOA te onderwerpen aan voorafgaande goedkeuring. Aandeelhouders kunnen in dat geval voorkomen dat een schuldenaar-bestuurder een dergelijk akkoord aanbiedt. De minder oplettende aandeelhouders zullen daarentegen wel eens onaangenaam verrast kunnen worden door deze bepaling.

4.4 *Conclusie en aanbeveling*

Het lijkt ons raadzaam dat de wetgever de gebruikte bewoordingen van deze bepalingen nog eens nader bekijkt om te bezien of er aanpassingen mogelijk zijn te verduidelijking.

5. **Internationale bepalingen**

Bij gebrek aan effectieve herstructureringsmechanismen in eigen land en door relatief lage drempels voor de *schemes of arrangement* en de *chapter 11* hebben diverse grote ondernemingen door de loop der jaren heen gekozen om door middel van een van deze twee methoden een problematische schuldenlast te herstructureren. Ook diverse Nederlandse ondernemingen zijn reeds op deze manier geherstructureerd. Wij merken op dat de WHOA momenteel lijkt uit te gaan van puur nationale ondernemingen. De invoering van de WHOA is onzes inziens evenwel een mooie kans om Nederland te presenteren als jurisdictie waar ook buitenlandse ondernemingen geherstructureerd kunnen worden. Zeker met het oog op de Brexit is niet ondenkbeeldig dat de Engelsrechtelijke *scheme of arrangement* die voorloperspositie zal verliezen.

De WHOA kent echter geen ruime bevoegdheidsbepalingen zoals in Engeland of Amerika. Derhalve dient te worden beschouwd op basis waarvan een gehomologeerd akkoord in het buitenland zal worden erkend ingeval van grensoverschrijdende herstructureringen.

Voor een uitvoerige uiteenzetting van de voor- en nadelen over toepasselijkheid van de herziene Insolventieverordening wijzen wij graag op het Preadvies van de Vereniging Handelsrecht met daarin beschouwingen over de WHOA alsmede naar overige ingezonden reacties op de WHOA waarin het belang wordt benadrukt van duidelijke internationale bepalingen.

Wij willen evenwel nog graag opmerken dat het niet ondenkbeeldig is, en in de praktijk veel zal voorkomen, dat een Nederlands concern vennootschappen heeft in niet-Europese landen, of bijvoorbeeld in Denemarken. De WHOA zou ook in die situaties moeten voorzien. Het verdient daarom aanbeveling, en onzes dient de wetgever er zelfs naar te streven, om in de WHOA zelf expliciet *niets* te zeggen over een COMI eis voor de schuldenaar die een akkoord wenst aan te bieden om zo de mogelijkheid open te houden van toepasselijkheid van het commune Nederlandse IPR. Artikel 3 van het Wetboek van Rechtsvordering schrijft namelijk voor dat de Nederlandse rechter in verzoekschriftprocedures al rechtsmacht kan aannemen indien de zaak voldoende met de rechtssfeer van Nederland verbonden is. Naar Engels voorbeeld zouden overeenkomsten waarin in de jurisdictieclausule voor Nederlandse recht als het toepasselijke recht is gekozen dan voldoende kunnen zijn om rechtsmacht aan te nemen.
