



Ministerie van Justitie en Veiligheid
Postbus 20301
2500 EH Den Haag
(ingezonden via www.internetconsultatie.nl)

30 november 2017

Betreft: Reactie PwC op consultatie voorontwerp Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement

1. Inleiding

PwC steunt het voorontwerp 'Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement' (hierna: 'voorontwerp'). Het voorontwerp is een verbetering ten opzichte van het eerdere WCO II-voorontwerp en een goede aanvulling voor de Nederlandse herstructureringspraktijk. Een aanvulling die mogelijk ook leidt tot behoud van werkgelegenheid door een kleiner aantal faillissementen. Dat is welkom. Want op het gebied van herstructureringsmogelijkheden loopt Nederland nog achter bij landen om ons heen. Momenteel bestaat *de facto* enkel de keuze tussen een zogenoemde 'consensuele deal' of een faillissement. Met dit voorontwerp wordt een inhaalslag gemaakt en kan worden voorkomen dat waarde onnodig verloren gaat, bijvoorbeeld door een faillissement. Ook kan worden voorkomen dat waarde onevenwichtig of oneerlijk wordt verdeeld.

Binnen onze herstructureringsafdeling zoekt PwC dagelijks naar oplossingen voor bedrijven in nood. Dit betreft niet alleen multinationals, maar ook familiebedrijven en zorginstellingen. Als financieel adviseurs spelen wij een rol in discussies tussen stakeholders over de waarde van de onderneming, hoe deze richting de toekomst kan worden verdeeld en welke partij vandaag de 'pijn' zou moeten nemen.

In de praktijk is het onderhandelen over een herstructurering vaak een zeer moeizaam proces. Partijen hebben ieder een eigen belang en proberen daarnaar te handelen. Hierbij wordt niet altijd gekeken naar wat de beste uitkomst is voor het collectief. Daardoor komt het regelmatig voor dat (i) de onderhandelingen stuklopen of tijd op raakt (niet zelden met faillissement tot gevolg) of (ii) dat een 'oneerlijke' afspraak tot stand komt omdat bepaalde stakeholders een zogenoemde *hold out*-positie hebben waardoor zij een reorganisatieplan kunnen tegenhouden als niet aan hun eisen wordt voldaan.¹ Kortom, waarde kan verloren gaan of onevenwichtig worden verdeeld: niet in lijn met de economische en juridische realiteit.² Daar komt bij dat sommige Nederlandse bedrijven momenteel uitwijken naar

¹ Momenteel hebben veel partijen een *hold out*-positie omdat unanimité vereist is voor een onderhandsakkoord. Dit betekent onder meer dat een crediteur die veel te verliezen heeft en de onderneming als collectief wil ondersteunen, kan worden gedwongen een crediteur met een klein, individueel belang volledig tegemoet te komen.

² Met de verwijzing naar de term 'economische en juridische realiteit' wordt bedoeld dat wordt gekeken naar de totale waarde die kan worden verdeeld en wie daar recht op heeft op basis van de rangorde in een faillissement. Een voorbeeld van onevenwichtige waardeverdeling wordt gevonden in de situatie waarin een crediteur zijn

PricewaterhouseCoopers Advisory N.V., Thomas R. Malthusstraat 5, 1066 JR Amsterdam, Postbus 9616,
1006 GC Amsterdam
T: 088 792 00 20, F: 088 792 96 40, www.pwc.nl

andere landen (met name het Verenigd Koninkrijk) om een financiële herstructurering te implementeren, omdat daar de *hold out* posities kunnen worden doorbroken. Met dit voorontwerp kan waarde bij een herstructurering evenwichtig worden verdeeld naar gelang de economische realiteit en de positie van de betrokkenen. Hierbij kan worden voorkomen dat een dwarsliggende minderheid een oplossing tegenhoudt voor het collectief. PwC verwacht bovendien dat de mogelijkheid tot een 'WHOA-traject' ook het gangbare consensuele traject zal faciliteren doordat partijen, onder de dreiging van de WHOA, zich constructiever opstellen.

Naast het positieve effect bij de vormgeving en implementatie van herstructureringen, verwacht PwC een aantal positieve en economische neveneffecten. Verwacht wordt dat het aantal faillissementen zal afnemen. Er is immers een extra alternatief om een noodlijdend bedrijf van de ondergang te redden. Een ander verwacht neveneffect is dat de secundaire markt voor schuld, meer liquide wordt. Met dit voorontwerp ontstaat een betere bescherming voor financiers bij herstructureringen; waarde van *in-the-money* crediteuren gaat minder snel naar *out-of-the-money* crediteuren of aandeelhouders. Daarnaast biedt dit voorontwerp partijen de mogelijkheid om, wanneer de onderneming de financiering niet meer kan dragen, eenvoudiger hun schuld om te zetten naar aandelen en de kapitaalstructuur weer dragelijk te maken zonder dat dit leidt tot een herverdeling van waarde van *in-the-money* partijen naar *out-of-the-money* partijen. Deze elementen zorgen ervoor dat de verhandelbaarheid én de waarde waartegen de schuld wordt verhandeld, verbeteren. Voor banken helpt dit bij het oplossen van de problematiek rondom *non-performing loans* ('NPLs') en de negatieve impact op het kapitaalbeslag van dit type leningen. Het zal naar verwachting eenvoudiger worden deze NPLs te verkopen tegen een betere prijs wanneer de secundaire markt meer liquide wordt. Tot slot krijgen aandeelhouders met dit voorontwerp mogelijkheden om ruimte te creëren in de kapitaalstructuur voor nieuwe geldinjecties bij situaties waarin zij dat normaal niet zou doen (bijvoorbeeld omdat er zelfs na de kapitaalinjectie geen eigen vermogen voor de aandeelhouder zou zijn). Deze verwachte positieve neveneffecten kunnen bijdragen aan de verbetering van het vestigings- en investeringsklimaat in Nederland en behoud van Nederlandse werkgelegenheid. In deze consultatiereactie wordt allereerst stilgestaan bij enkele belangrijke pijlers voor een goed dwangakkoord. Vervolgens wordt gekeken naar diverse thema's die in het voorontwerp aan bod komen. Daarna worden de pijlers en de thema's aan elkaar gekoppeld. Gelet op onze achtergrond (financieel adviseurs bij herstructureringen) zal de focus niet liggen op de juridische en technische aspecten van het voorontwerp, maar de praktische en economische uitwerking in de praktijk.

2. Belangrijke pijlers voor een dwangakkoord

Voordat enkele thema's uit het voorontwerp worden besproken, wordt kort stilgestaan bij enkele elementen waarvan wij geloven dat deze essentieel zijn voor een goed functionerend dwangakkoord. De (niet uitputtende) lijst is gebaseerd op onze ervaringen bij (internationale) herstructureringen en lessen die zijn geleerd in het buitenland.

2.1 Deal certainty / voorspelbaarheid

De effectiviteit en efficiëntie van onderhandelingen nemen toe wanneer het voor de betrokken partijen al op voorhand duidelijk is hoe het akkoord zal worden beoordeeld wanneer het via een dwangakkoord-regeling wordt geïmplementeerd. Als voor een *hold out*-crediteur op voorhand duidelijk is dat zijn positie geen stand zal houden, zal zijn opstelling bij de onderhandelingen over een oplossing navenant veranderen. Daarnaast is bij de onderneming waarschijnlijk maar zeer beperkte liquiditeit beschikbaar, wat vergt dat geen tijd verspild wordt; als onderneming heb je vaak maar één kans. De mogelijkheid tot een snel proces is dus van groot belang. Een ander belangrijk element is

vordering volledig moet afschrijven, maar de aandeelhouder kan blijven zitten en aanspraak kan maken op de waarde die wordt gecreëerd door de afschrijving van de crediteur. Dit terwijl een aandeelhouder bij een faillissement van de onderneming juist helemaal achteraan de rij zou staan.

voorspelbaarheid. Dit mes snijdt aan meerdere kanten: voorspelbaarheid is een eerste filter voor geschillen die worden voorgelegd aan de rechter (kan het proces mogelijk vertragen) en tegelijkertijd schept het de kaders waarbinnen de betrokken partijen hun onderhandelingen voeren. In het Verenigd Koninkrijk wordt de voorspelbaarheid vormgegeven door enerzijds de jarenlange ervaring en jurisprudentie die is ontwikkeld en anderzijds het onderbrengen van alle *Scheme of Arrangements* bij een kleine groep gespecialiseerde rechters. In het Verenigd Koninkrijk bestaat in feite een gespecialiseerde rechtbank voor *Schemes*. Via bijvoorbeeld specialisatie binnen de rechterlijke macht kan de *deal certainty* worden vergroot. Een belangrijk aspect van de Britse *Scheme* dat de *deal certainty* bevordert, bestaat eruit dat indien de rechter heeft vastgesteld dat het akkoord procedureel op de juiste wijze tot stand is gekomen, hij het besluit van de meerderheid volgt en de financiële inhoud van het akkoord niet aan een eigen herbeoordeling onderwerpt. Dit betekent dat, indien men met de vereiste meerderheden een deal heeft bereikt en zich ervan heeft verzekerd dat procedureel de juiste weg is gevolgd, men geen vrees hoeft te hebben dat de rechter de financieel-inhoudelijke beoordeling nog een keer over gaat doen (met alle kosten en vertraging van dien) met de mogelijkheid dat hij zijn eigen oordeel in de plaats stelt van de reeds bereikte overeenstemming.

Een meer overkoepelend en belangrijk element om de voorspelbaarheid te vergroten, is eenvoud. Een simpele regeling zorgt ervoor dat partijen kunnen inschatten waar ze aan toe zijn. Daarom is het van belang dat de uiteindelijke wet niet te complex wordt.

2.2 Flexibiliteit

Elke herstructurering is maatwerk. Bovendien is de dynamiek waarin de onderneming opereert tijdens een herstructurering vaak erg instabiel. Het is daarom essentieel dat een dwangakkoord-regeling flexibiliteit biedt. Zowel op het vlak van wie er betrokken wordt (hoe kleiner de betrokken groep, hoe kleiner de onrust) als voor welke oplossing wordt gekozen. Daarnaast is flexibiliteit in de doorlooptijden belangrijk. Liquiditeit is over het algemeen schaars, en daarmee ook de beschikbare tijd om tot een oplossing te komen. Bovendien zijn partijen vaak al langere tijd met elkaar in onderhandeling en dient het dwangakkoord soms enkel als implementatiemiddel. De Britse *Scheme of Arrangements* is hiervan het schoolvoorbeeld. Lange doorlooptijden om het plan vervolgens via een dwangakkoord te implementeren zijn in dat geval niet nodig. Uiteraard zijn ook ingewikkelde akkoorden denkbaar waar nu eenmaal meer tijd moet worden besteed met de betrokken partijen om tot een oordeel over het voorstel te komen. Daarom is flexibiliteit het sleutelwoord.

2.3 Elimineren van hold out posities van belanghebbenden

Een dwangakkoord zou aan het collectief ten dienste moeten staan om de waarde van een onderneming conform ieders economische en juridische positie te verdelen. Hiermee kan een evenwichtige en eerlijke waardeverdeling worden bewerkstelligd. Primair moet een dwangakkoord daarom op een effectieve manier *hold out* posities (zonder economische grondslag) van individuen kunnen doorbreken. Dit betekent eveneens dat de regeling zo moet worden vormgegeven dat het proces tot het komen van een gehomologeerd dwangakkoord zelf geen nieuwe *hold out* posities creëert en daarmee *nuisance value* aan bepaalde betrokkenen geeft.

2.4 Waarborgen tegen misbruik en bescherming tegenstemmende crediteuren

Een dwangakkoord kan zeer ingrijpende gevolgen hebben voor betrokken partijen (bijvoorbeeld indien de aandeelhouder zijn aandelen verliest, de gezeekerde crediteur moet een deel van de vordering afschrijven of zekerheden inleveren etc.). Het is daarom van groot belang dat er voldoende waarborgen in de regeling zijn ingebouwd om misbruik te voorkomen en tegenstemmende crediteuren te beschermen, mits daar een economische grond aanwezig is. Zo mag een *out-of-the-money* aandeelhouder geen waarde voor zichzelf kunnen creëren ten koste van de *in-the-money* crediteur, tenzij daarvoor uitdrukkelijke toestemming is verkregen. Het gemis aan een dergelijke waarborg was één van de grootste kritiekpunten op het voorstel voor de WCO II.

In het volgende onderdeel worden enkele thema's besproken, alsook de wijze waarop deze zijn verwerkt in het voorontwerp. Vooraf is het goed om op te merken dat PwC van mening is dat het voorontwerp bovenstaande pijlers al in grote mate tot uiting brengt. Waar wij dit in het voorontwerp onvoldoende terugzien, wordt dat hieronder benoemd.

3. Thema's

3.1. Doel en toepassingsbereik

In de Memorie van Toelichting ('MvT') van het voorontwerp wordt het doel en toepassingsbereik betrekkelijk eng geformuleerd. Voorstel is om deze definitie te verruimen.

Momenteel worden termen gebruikt als "rendabele bedrijfsactiviteiten" en "ter voorkoming van faillissement". Onze zorg is dat het toepassingsbereik hiermee onnodig wordt beperkt. Zo is het zeer waarschijnlijk dat de onderneming op het moment van het aanbieden van het akkoord nog geen "rendabele bedrijfsactiviteiten" heeft, maar dat juist de herstructurering hiervoor noodzakelijk is. Daarnaast lijkt de term "rendabel" uit te sluiten dat het voorontwerp kan worden ingezet voor bijvoorbeeld zorginstellingen of andere bedrijven zonder direct winst oogmerk. Ook kan het voorontwerp hierdoor niet worden ingezet om een onderneming gecontroleerd af te wikkelen (hetgeen de voorkeur zou kunnen genieten boven een faillissement, omdat hiermee meer waarde kan worden gerealiseerd). Ook onwenselijk lijkt de formulering "ter voorkoming van faillissement". Het is immers denkbaar dat het dwangakkoord onderdeel is van een grotere herstructurering waarbij bepaalde onderdelen van de onderneming via een faillissement worden afgewikkeld.

Het elimineren van *hold out*-posities en het eerlijk verdelen van de waarde onder de stakeholders, belangrijke pijlers voor een goed dwangakkoord, worden terecht genoemd in de MvT. Een belangrijk kernelement wat nog wel mist is het streven naar waardemaximalisatie.

Het criterium dat de onderneming met faillissement wordt bedreigd, lijkt ons voldoende om voor de WHOA in aanmerking te komen.

3.2. Bevoegdheid aanbieden akkoord

In het voorontwerp wordt de bevoegdheid tot het aanbieden van een akkoord gegeven aan de schuldenaar en, mits voldaan aan bepaalde voorwaarden, een deskundige (op verzoek van een schuldeiser).

De huidige aanbiedingsbevoegdheid van de deskundige via de schuldeiser, lijkt onvoldoende effectief. Onder het toetsingscriterium in artikel 371 lid 1, kan de rechtbank pas overgaan tot het aanstellen van een deskundige wanneer "geen akkoord is aangeboden waarvan redelijkerwijs verwacht mag worden dat de rechtbank dat zal homologeren". In de praktijk zal het voor de rechter in het begin van het WHOA-traject erg lastig zijn om hierover een oordeel te vellen, waardoor het voor de hand ligt dat de schuldenaar het voordeel van de twijfel krijgt ook in gevallen waarin dat niet wenselijk is. PwC raadt daarom aan de aanbiedingsbevoegdheid door een ander partij dan de schuldenaar, effectiever te maken. Dit is noodzakelijk om te voorkomen dat schuldeisers worden gedwongen met een minder evenwichtig plan genoegen te nemen, simpelweg omdat de schuldenaar weigert een 'eerlijker' plan voor te leggen en faillissement het alternatief is. Het laten aanbieden van een akkoord door een deskundige nadat het akkoordvoorstel van de schuldenaar heeft gefaald, is vanwege het gebrek aan tijd en de onzekerheid die een tweede akkoordtraject met zich brengt, meestal geen reële optie. Dat het voorontwerp het initiatief om een akkoord aan te bieden eerst bij de schuldenaar legt, is goed te begrijpen, maar de huidige drempel voor schuldeisers om de formulering van het voorstel in onafhankelijke handen te leggen, is te hoog om als motivatie te dienen voor de schuldenaar om een evenwichtig akkoord voor te stellen.

Een alternatief waaraan de wetgever zou kunnen denken, is een criterium waarin de rechter vaststelt dat het ‘gemeenschappelijk belang van de crediteuren’ gediend is met de benoeming van een onafhankelijke deskundige. Dit zou bijvoorbeeld aan de orde kunnen zijn wanneer een onafhankelijk akkoord niet gewaarborgd is, omdat de scheiding tussen leiding en eigendom beperkt is (bijvoorbeeld bij DGA-ondernemingen). Hoewel in beginsel onwenselijk, kan in het uiterste geval worden besloten dat altijd een deskundige moet worden benoemd. Dit is echter niet nodig indien het recht van crediteuren om de voorstelformulering in onafhankelijke handen te leggen, voldoende effectief is.

Naast de bevoegdheid voor de schuldeiser om te verzoeken een deskundige te benoemen, kan het management worden geholpen door zelf ook deze bevoegdheid te bezitten. Het management kan hiermee al in een vroeg stadium voorkomen dat ze vast komt te zitten in de *squeeze* tussen crediteuren en aandeelhouders. Ook kunnen zij op die manier een impuls geven aan het vertrouwen van alle partijen in het proces. Mogelijk kan dit al via de opgenomen maatwerkbeplanning, maar het zou goed zijn dit te expliciteren.

De combinatie van de verlaging van bovengenoemde drempel en de mogelijkheid voor het management om te verzoeken een deskundige te benoemen, kan de effectiviteit en kwaliteit van aangeboden akkoorden enorm ten goede komen.

Wij zijn voorstander van het gegeven, zoals momenteel opgenomen in het voorontwerp, dat er geen concurrerende akkoorden kunnen zijn. Concurrerende akkoorden brengen allerlei nieuwe complexiteiten met zich mee (zoals de vraag welk akkoord voorrang krijgt) en verlagen daarmee de voorspelbaarheid van het proces.

Wij willen de wetgever ook in overweging meegeven dat, alvorens de schuldenaar de bevoegdheid krijgt een akkoord aan te bieden, hij een redelijke inspanningsverplichting moet hebben om tot een consensuele deal te komen met alle stakeholders. Dit komt al tot uitdrukking in de MvT, maar zou mogelijk ook in de wettekst kunnen worden opgenomen. Het is dan wel van belang dat het geen zware toets wordt waarmee een *hold out*-positie voor dwarsliggende crediteuren wordt gecreëerd.

3.3. Forum & hoger beroep

Zoals eerder aangegeven zijn voorspelbaarheid en de mogelijkheid tot een snelle doorlooptijd, randvoorwaarden voor een goed functionerend dwangakkoord. Daarom is de in het voorontwerp opgenomen uitsluiting van hoger beroep een goede zaak. Dit is een essentieel onderdeel om de WHOA in de praktijk te laten slagen. Hoger beroepsmogelijkheden vergroten de onzekerheid over de uitkomst van het proces en kosten veel tijd. Tijd waarvoor vaak geen financiering beschikbaar is. Bovendien sluit dit aan bij de huidige praktijk van executieprocedures, waar ook geen hoger beroep mogelijk is.³

Momenteel is opgenomen dat de rechtbank die bevoegd is om over het faillissement te beslissen, de bevoegde rechtbank is. Dit betekent dat de groep rechters die met de WHOA in aanraking kan komen, groot is. Afhankelijk van hoeveel WHOA-zaken jaarlijks worden behandeld, kunnen rechters hierdoor maar beperkt ervaring opdoen met de WHOA.⁴ Dit wordt versterkt door de interne roulatie binnen de rechtbank. Om ervaring op te kunnen bouwen en de kwaliteit, voorspelbaarheid en snelheid van beslissingen te bevorderen, zou het goed zijn dat WHOA-zaken worden geconcentreerd bij één rechtbank of een beperkt aantal rechtbanken. Hierdoor kan expertise worden opgebouwd en geconcentreerd. Dit komt de kwaliteit en voorspelbaarheid ten goede. Als we kijken naar het succes van de Engelse *Scheme of Arrangements* dan is dit voor een groot deel te danken aan de

³ In zekere zin kan de WHOA ook als executieprocedure worden beschouwd.

⁴ Onze verwachting is dat het aantal WHOA-zaken beperkt zal zijn, vanwege de preventieve werking.

expertise en voorspelbaarheid van een beperkte groep gespecialiseerde rechters door wie deze zaken worden behandeld.

De wetgever zou tevens kunnen overwegen een hoger griffierecht te vragen om hiermee de investeringen in de rechterlijke macht ten behoeve van deze specialisatie te bekostigen (bijvoorbeeld door het griffierecht afhankelijk te maken van omzetcategorie). Dit griffierecht zal dusdanig moeten worden opgebouwd, dat ook het MKB gebruik kan maken van deze regeling.

Tot slot is het welkom als het WHOA-traject ook in het Engels kan worden afgelegd. Dit vanwege het internationale karakter waarin we in Nederland opereren en het feit dat de WHOA ook bij grote internationale ondernemingen met internationale financiers zal worden toegepast.

3.4. Flexibiliteit geboden in de regeling

PwC is tevreden met de door het voorontwerp geboden flexibiliteit. Het feit dat het voorontwerp is opgesteld als een kaderregeling helpt hierbij.

Het voorontwerp biedt momenteel de mogelijkheid om bepaalde schuldeisers wel, en bepaalde schuldeisers niet te betrekken bij het plan. Dit zal in de praktijk helpen om een maatwerkoplossing te vinden voor de onderneming, welke zoveel als mogelijk in de luwte kan worden voorbereid. De operatie kan in dat geval (met partijen die verder buiten het akkoord blijven) zoveel mogelijk doorgaan.

Ook de flexibiliteit in de doorlooptijd van het WHOA-traject is verstandig. In veel gevallen wordt al geruime tijd onderhandeld tussen partijen en is een lang WHOA-traject om het plan te implementeren niet nodig, of zelfs schadelijk. Omdat de termijnen zijn opgenomen als minimumtermijnen, is er voldoende flexibiliteit om langere termijnen te hanteren wanneer nodig.

3.5. Homologatie van het akkoord

In het huidige voorontwerp komt een akkoord voor homologatie in aanmerking wanneer één klasse heeft voorgestemd. Alhoewel wij voorstander zijn van een lage drempel om homologatie te kunnen aanvragen, hebben wij de zorg dat deze lage drempel mogelijk leidt tot misbruik door een aandeelhouder of gelieerde partij. Een mogelijkheid kan zijn om in het voorontwerp op te nemen dat de voorstemmende klasse niet een aandeelhoudersklasse of (in)direct gelieerde partij van de vennootschap of aandeelhouder mag zijn, tenzij dit de enige klassen zijn die in het akkoord betrokken zijn. Andere alternatieven zijn ook denkbaar, waarbij het wel eenvoudig en effectief moet blijven.

Onze zorg ten aanzien van dit punt hangt sterk samen met de mogelijkheid voor crediteuren om te kunnen verzoeken om een deskundige die het akkoord kan aanbieden. Wanneer de drempel op dit punt niet omlaag gaat (zie ook paragraaf 3.2 hierboven), zal extra bescherming nodig zijn voor *in-the-money* crediteuren en zijn mogelijk verdergaande aanpassingen nodig.

3.6. Waarborgen voor misbruik en bescherming van tegenstemmende klassen

Het huidige voorontwerp lijkt de juiste waarborgen tegen misbruik en voor de bescherming van tegenstemmende schuldeisers te bieden, terwijl het belang van het collectief in het oog wordt gehouden.⁵

⁵ Dit blijkt bijvoorbeeld uit de weigeringsgronden voor homologatie. Deze zijn opgesplitst in algemene weigeringsgronden voor elke tegenstemmer en weigeringsgronden voor tegenstemmers in een klasse die tegen het akkoord heeft gestemd.

Dit punt is een grote verbetering ten opzichte van het eerdere voorontwerp (WCO II). In het bijzonder de verwerking van (het principe achter) de *absolute priority rule*, het gegeven dat bezwaren kenbaar moeten worden gemaakt door een schuldeiser wanneer ze het konden weten en de mogelijkheid tot het benoemen van een deskundige of monitor door de rechtbank, bieden vergaande waarborgen. De mogelijkheid tot *cross-class cram down*, waarbij naast de *out-of-the-money* ook de *in-the-money* en gezeekerde crediteuren kunnen worden gedwongen het akkoord te aanvaarden, maakt het een krachtig instrument.⁶

Een ander interessant element van het voorontwerp, is dat de schuldenaar een schuldeiser in een klasse die heeft tegengestemd de optie moet bieden te kunnen kiezen voor betaling in contanten van zijn vordering tegen faillissementswaarde. Dit biedt een goed vangnet voor *in-the-money* crediteuren, terwijl de belangen van het collectief niet uit het oog worden verloren. Het feit dat dit mogelijk extra financiering vergt voordat een plan kan worden geïmplementeerd, biedt een extra waarborg. Het zal niet mogelijk zijn een nieuwe financier te vinden wanneer de reorganisatiewaarde niet daadwerkelijk hoger ligt dan de liquidatiewaarde. Vice versa zal het financieren van de liquidatiewaarde in contanten makkelijker zijn (of zelfs onnodig) als de reorganisatiewaarde wel significant hoger is dan de liquidatiewaarde. Daarmee introduceert de regel indirect een marktmechanisme om te toetsen of reorganisatiewaarde (boven de liquidatiewaarde) daadwerkelijk aanwezig is. Dit voorkomt ook dat niet-levensvatbare ondernemingen ten onrechte worden voortgezet en concurrentievervalsing ontstaat doordat ondernemingen financiering kunnen afdwingen tegen condities die de rechter vaststelt en niet door de markt worden gedragen. Bovendien is de mogelijkheid tot betaling in contanten nodig om de gezeekerde crediteurenklasse bescherming te bieden wanneer hen een akkoord wordt opgelegd waarbij zij hun zekerheden moeten opgeven. Dit artikel is een waarborg dat zij in elk geval niet slechter af zijn dan bij faillissement (het alternatief ten opzichte van het akkoord).

Alhoewel het huidige artikel 381 lid 4 naar ons idee de juiste principes uiteenzet (ook in samenhang met de MvT), hebben wij de zorg dat in de praktijk behoefte zal zijn aan uitzonderingen die momenteel nog niet vervat zijn. Er lijken ook nog een aantal inconsistenties te zijn tussen de sub-paragrafen. Het is bijvoorbeeld niet duidelijk waarom de uitzondering waarmee lid 4 sub a eindigt (nieuw geld uitzondering) niet terugkomt bij lid 4 sub c. Daarnaast lijkt de tegenstrijdigheid in de huidige formulering van artikel 381 lid 4 sub a en sub d ervoor te zorgen dat de mogelijkheid om dwangcrediteuren te betalen, ten faveure van een hoger gerangschikte klasse, niet mogelijk is. Dwangcrediteuren (over het algemeen handelscrediteuren, zoals een essentiële leverancier) zijn in de praktijk cruciaal om de planwaarde te kunnen realiseren. De mogelijkheid om hen buiten het akkoord te houden en volledig te voldoen (inclusief achterstallige betalingen), waarbij het bestuur ook niet achteraf het risico op verwijt krijgt van selectieve betaling wanneer een faillissement volgt, is daarom essentieel. In de huidige opzet van artikel 381 lid 4, kunnen tegenstemmers in een tegenstemmende klasse het akkoord tegenhouden in het geval een dwangcrediteur volledig (of nagenoeg volledig) wordt betaald of buiten het plan blijft, terwijl de tegenstemmer in een hoger gerangschikte klasse zit en niet volledig wordt voldaan. Dit creëert een *hold-out* positie voor deze tegenstemmers en dat is onwenselijk. Maar zelfs als dit probleem is opgelost, zullen bestuurders terughoudend zijn met het betalen van achterstallige bedragen gedurende het akkoordtraject omdat zij, wanneer het akkoord niet tot stand komt en faillissement volgt, achteraf het verwijt kunnen krijgen crediteuren selectief te hebben betaald. Om onze zorg op dit punt weg te nemen, stellen wij voor om ofwel artikel 381 lid 4 hiervoor aan te passen, ofwel een apart artikel op te nemen waarin betaling (van achterstallige bedragen) aan dwangcrediteuren expliciet wordt geregeld.

⁶ De ingrijpende mogelijkheid tot *cross-class cram down* versterkt het belang van de eerder genoemde punten ten aanzien van de bevoegdheid tot het aanbieden van een akkoord (paragraaf 3.2) en de drempel wanneer een akkoord voor homologatie in aanmerking komt (paragraaf 3.5).

De hierboven geschetste situaties zijn slechts twee voorbeelden van vele mogelijke uitzonderingen. De wetgever zou kunnen onderzoeken of er een mogelijkheid is om in de wet, wanneer met de WHOA wordt gewerkt in de praktijk, ruimte te maken om deze uitzonderingen toe te voegen. Een alternatief kan zijn om een meer *principle based* artikel 381 lid 4 te formuleren.

Centraal in de waarborgensystematiek van dit voorontwerp staan de termen “liquidatiewaarde” en “planwaarde”.⁷ Onze zorg is dat deze termen in de praktijk tot discussie gaan leiden als zij vanuit de wetgever niet verder worden toegelicht. Het lijkt ons bijvoorbeeld verstandig in de MvT expliciet op te nemen dat de “liquidatiewaarde” niet de waarde is wanneer bijvoorbeeld de tafels en stoelen verkocht worden, maar de waarde die de onderneming zou opbrengen wanneer deze via een faillissement zou worden verkocht, waarbij ook (delen van) de onderneming als *going concern* kan worden verkocht. Het uitgangspunt bij faillissement is immers waarde-maximalisatie voor alle stakeholders. Een concept wat uitgaat van de verkoop van stoelen en tafels, doet hier geen recht aan. Voor de planwaarde denken wij dat het goed zou zijn om expliciet te maken dat het hier gaat om de waarde van de onderneming na homologatie/implementatie van het akkoord en na injectie van eventueel nieuw geld. Verduidelijking van deze concepten zal overigens niet de discussie wegnemen over de daadwerkelijke getallen, maar het draagt er wel aan bij dat de discussie tot de getallen beperkt kan blijven.

4. Conclusie

De regeling is weliswaar nog niet perfect, maar verdient steun. Met de komst van de WHOA zal er een inhaalslag gemaakt worden in Nederland en tegelijkertijd een achterstand op het internationale speelveld inhalen. Al is het voorontwerp geen wondermiddel waarmee elke herstructurering kan worden geëffectueerd, kan worden verwacht dat de enkele dreiging van de WHOA helpt om herstructureringen efficiënter vorm te geven en de waarde eerlijker te verdelen. Dit conform de economische en juridische realiteit. Daarnaast kan Nederland profiteren van het behoud van waarde en werkgelegenheid, naast de andere in de inleiding genoemde positieve economische neveneffecten. De WHOA zal een impact hebben op de herstructurerings- en financieringsmarkt. Vanuit de ervaring die met de WHOA wordt opgedaan kan de wet verder geoptimaliseerd worden.

Wel raden wij aan om het toepassingsbereik van de regeling te verruimen en de zaken in beginsel zoveel als mogelijk te concentreren in één of een beperkt aantal fora. Dit laatste zal de voorspelbaarheid van het proces voor alle betrokkenen ten goede komen. Daarnaast is het essentieel voor een functionerend dwangakkoord dat hoger beroep blijft uitgesloten om *deal certainty* en snelheid te verzekeren. Wij vrezen dat het invoeren van beroep, de werking van de WHOA in de praktijk ernstig kan belemmeren. Bij een herstructurering bij dreigend faillissement is hiervoor simpelweg geen tijd beschikbaar. Ook is het van belang dat in het uiteindelijke wetsvoorstel het aanbiederrecht voor een ander dan de schuldenaar effectiever wordt vormgegeven en dat een oplossing wordt bedacht voor uitzonderingen op de geformuleerde weigeringsgronden in artikel 381 lid 4 komt (zoals betaling dwangcrediteuren).

Vanzelfsprekend zijn wij te allen tijde bereid onze zienswijze nader toe te lichten en met u mee te denken over praktische oplossingen.

⁷ Elke crediteur moet tenminste liquidatiewaarde krijgen onder het plan, of zelfs in contanten uitbetaald kunnen worden uitbetaald onder bepaalde omstandigheden, en spreekt het voorontwerp op verschillende punten over het eerlijk verdelen van de planwaarde. De planwaarde is ook de lat waarlangs de weigeringsgronden worden gelegd voor homologatie van artikel 381 lid 4.



Met vriendelijke groet,
PricewaterhouseCoopers Advisory N.V.

drs. P.R.H. Wolterman
Partner Deals
peter.wolterman@pwc.com
T: 088 792 50 80

mr. drs. K.F.G. Beke
Senior manager Deals
koos.beke@pwc.com
T: 088 792 70 68