

Aan: de procureur-generaal der Hoge Raad

Datum: 23 januari 2024

Referentie: N6241

1 Inleiding

1.1 De Nederlandse Vereniging van Banken (“NVB”) maakt graag gebruik van de mogelijkheid om opmerkingen in te dienen in verband met een voorgenomen voordracht en vordering tot cassatie in het belang der wet.¹ Het voornemen heeft betrekking op Rechtbank Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:20233:2800 (het “Vonnis”). Het betreft een vonnis in een procedure op basis van de Wet Homologatie Onderhands Akkoord (“WHOA”).

1.2 Het gaat daarbij blijkens het persbericht op de website van de Hoge Raad in het bijzonder om twee vragen:

“De vraag of de WHOA toelaat dat een akkoord ertoe leidt dat kredietverstrekkers worden verplicht om op basis van voorafgaand aan de herstructurering bestaande kredietfaciliteiten in de toekomst het werkkapitaal te blijven financieren, op gewijzigde condities. Verder de vraag of de WHOA toelaat dat een akkoord feitelijk wijziging brengt in de onderlinge verhouding van uitkeringsrechten van de schuldeisers.”²

1.3 Het betreft twee vragen die voor de financierings- en herstructureringspraktijk van groot belang zijn. De NVB hecht er dan ook aan namens haar leden een gezamenlijk standpunt in te nemen over deze twee rechtsvragen.

1.4 Volledigheidshalve zij vermeld dat diverse leden van de NVB als schuldeiser betrokken waren in de WHOA-procedure die leidde tot het Vonnis. Sommige banken stemden voor het akkoordvoorstel, andere niet. De in deze opmerkingen opgenomen standpunten reflecteren de gezamenlijke opvatting van de NVB-leden, inclusief de leden die als schuldeiser betrokken waren in de concrete zaak.

1.5 In dit document schetst de NVB in paragraaf 2 allereerst enkele hoofdlijnen van de WHOA. Deze schets acht zij van belang voor een goed begrip van het juridische krachtenveld waarin de voorgenomen vragen opspelen. Teneinde een goed begrip van de casus die voorlag bij de rechtbank te faciliteren, worden in paragraaf 3 bovendien enkele begrippen en fenomenen uit de financieringspraktijk nader toegelicht en geduid.

¹ De NVB heeft zich bij het formuleren van deze opmerkingen laten bijstaan door prof. mr. T.T. van Zanten (cassatieadvocaat bij Wijn & Stael en hoogleraar Overeenkomst en Zekerheid aan de Rijksuniversiteit Groningen) en mr. dr. A.M. Mennens (advocaat bij Wijn & Stael en fellow van het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht van de Radboud Universiteit).

² <https://www.hogeraad.nl/actueel/nieuwsoverzicht/2023/november/procureur-generaal-vraagt-informatie-derden-voorafgaand-voorgenomen>.

In paragraaf 4 staat de vraag centraal in hoeverre het WHOA-akkoord financiers kan verplichten om (voorwaardelijk) overeengekomen, maar nog niet benutte financieringsruimte ter beschikking te stellen. Paragraaf 5 staat in het teken van de tweede rechtsvraag; de vraag of de contractuele rangorde gewijzigd kan worden door middel van het WHOA-akkoord. In paragraaf 6 wordt geconcludeerd dat beide vragen ontkennend moeten worden beantwoord.

2 Enkele hoofdlijnen van de WHOA

2.1 Inleiding

2.1.1 Nadat in paragraaf 2.2 eerst de achtergrond en aanleiding van de WHOA zijn geschetst, komen in paragraaf 2.3 de hoofdlijnen van de akkoordprocedure aan bod. Teneinde de voorgenomen vragen van context te voorzien, wordt in paragraaf 2.4 stilgestaan bij de (totstandkoming van) de bijzondere regeling voor wijziging en opzegging van overeenkomsten die in art. 373 Fw is voorzien. In paragraaf 2.5 komt een ander, voor een goed begrip van het speelveld cruciaal onderdeel van de WHOA-regeling aan bod: het (gewijzigde) *cash out*-recht.

2.2 Achtergrond en aanleiding

2.2.1 Met de inwerkingtreding van de WHOA op 1 januari 2021 is een nieuwe akkoordregeling aan de Faillissementswet toegevoegd. Op basis van deze regeling kan de rechtbank overgaan tot homologatie van een onderhands akkoord betreffende de herstructurering van de schulden van een schuldenaar, zodat de schuldeisers of aandeelhouders (hierna ook gezamenlijk aangeduid als “vermogensverschaffers”) die niet met het akkoord hebben ingestemd toch aan het akkoord kunnen worden gebonden.³ De regeling staat open voor ondernemingen⁴ die in een toestand verkeren waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat zij insolvent zullen raken.⁵

2.2.2 Met de WHOA is beoogd het reorganiserend vermogen van ondernemingen te versterken. De wet vormt in wezen een versterking van het minnelijk traject waarin schuldenaren in overleg met hun schuldeisers tot een oplossing voor de problematische schuldenlast proberen te komen en daarmee een faillissement proberen te voorkomen.⁶ De veronderstelling is daarbij dat met een herstructurering meer waarde kan worden gerealiseerd ten opzichte van het alternatieve (faillissements)scenario. Deze grotere waarde wordt wel aangeduid met de term “reorganisatiewaarde”.⁷ Niet alleen de schuldenaar, maar ook de gezamenlijke vermogensverschaffers hebben daar belang bij.

³ *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 4.

⁴ Zie art. 369 lid 1 Fw.

⁵ Zie art. 370 lid 1 Fw.

⁶ Een WHOA-akkoord kan blijkens de memorie van toelichting ook worden ingezet om een onderneming die geen overlevingskansen meer heeft of zal krijgen, af te wikkelen, zie: *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 1-2.

⁷ In de toelichting omschreven als de waarde die met het akkoord behouden kan blijven of gerealiseerd kan worden, zie *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 5-6; 50. Op p. 48 wordt deze waarde ook wel aangeduid als de *going concern*-waarde.

Voor de inwerkingtreding van de WHOA was het in beginsel slechts mogelijk om een onderhands schuldsaneringsakkoord tot stand te brengen, als alle schuldeisers met het akkoordvoorstel instemden. De Hoge Raad stelde in 2005 in het Payroll-arrest voorop dat het een schuldeiser in beginsel vrijstaat het aangeboden akkoordvoorstel te weigeren, ook al weet de schuldeiser van de slechte financiële positie van de schuldenaar. Een schuldeiser heeft immers recht op voldoening van zijn vordering (*'pacta sunt servanda'*) en van een schuldeiser kan doorgaans niet worden verwacht dat hij het belang van de schuldenaar laat prevaleren. De Hoge Raad overwoog bovendien dat bij de totstandkoming van een buitengerechtelijk akkoord de waarborgen ontbreken die wel gelden indien het akkoord zou worden aangeboden op basis van één van de in de Faillissementswet vervatte akkoordprocedures. Daarom is volgens de Hoge Raad slechts plaats voor toewijzing van een vordering tot medewerking aan een onderhands akkoord in “zeer bijzondere omstandigheden”, die misbruik van bevoegdheid inhouden.⁸

2.2.3 De wetgever signaleerde dat elke individuele vermogensverschaffer daardoor een prikkel heeft om instemming te weigeren om daarmee een betere positie voor zichzelf te creëren. Hoewel de Nederlandse informele reorganisatiecultuur ondanks deze veronderstelde prikkel sterk ontwikkeld is en bovendien doorgaans bijzonder effectief is,⁹ bestond er in enkele situaties een feitelijk onoplosbaar *'hold out'*-probleem. Het gedrag van een of enkele dwarsliggers kon een faillissement veroorzaken of kon er toe leiden dat andere vermogensverschaffers – om een faillissement en daarmee de teloorgang van de potentiële meerwaarde te voorkomen – een onevenredig deel van de herstructureringslasten voor hun rekening namen. Daarmee werd *'freerider'*-gedrag in feite beloond. Dit probleem wordt in de rechtseconomie ook wel het *'collective action'*-probleem genoemd: alle individuele partijen hebben de mogelijkheid een bepaald gebruik van aanwezige waarde te blokkeren, waardoor de mogelijke meerwaarde die tot stand kan komen door gezamenlijk op te trekken, niet gerealiseerd wordt.¹⁰ De WHOA biedt een oplossing voor dit *'collective action'*-probleem. De wetgever hoopte dat de WHOA als een *'stok achter de deur'* zou fungeren: omdat de WHOA een effectief middel is om onredelijke dwarsliggers te binden, was de verwachting dat vaker een consensuele oplossing bereikt zou worden.¹¹

2.2.4 Met de WHOA is de hoge begrenzing van *'misbruik van bevoegdheid'* in feite vervangen door een set complexe en gedetailleerde regels die bepalen wanneer een rechter een onwillige of zwijgende schuldeiser of aandeelhouder kan binden aan een akkoord.

⁸ HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7799, rov. 3.5.3-4, NJ 2006/230 m.nt. Van Schilfgaarde; JOR 2005/257 (*Payroll*). Zie in dit verband ook: HR 24 maart 2017, NJ 2017/466 m.nt. Verstijnen; JOR 2017/209 m.nt. A.M. Mennens (*Mondia/V&D*).

⁹ Zie daarover A.M. van Amsterdam, Insolventie in economisch perspectief (diss. VU Amsterdam), Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2004, p. 236-237; J.A.A. Adriaanse, N.J.H. Huls, J.G. Kuijl & P. Vos, Informele reorganisatie in het perspectief van surseance van betaling, WSNP en faillissement (WODC-rapport nr. 224), Den Haag: Boom Juridische Uitgevers, p. 99-100; A.M. Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement* (diss. Nijmegen), Serie OO&R deel 118, Deventer: Wolters Kluwer 2020, par. 2.4.2.

¹⁰ Dit wordt ook wel het *anticommons*-probleem genoemd: zie Mennens 2020, par. 3.3.3.

¹¹ *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 1-2.

Kern van die regels is dat een redelijk akkoord aan niet- of tegenstimmende vermogensverschaffers kan worden opgelegd, mits aan een aantal voorwaarden voor homologatie van het akkoord is voldaan.¹² Volgens Verstijlen heeft de WHOA “gestandaardiseerd” of “gekanaliseerd” waartoe de redelijkheid en billijkheid een schuldeiser nopen. De wetgever heeft daarbij gezocht naar een evenwicht tussen fundamentele privaatrechtelijke kernbeginselen zoals partijautonomie, contractsvrijheid en de paritas creditorum enerzijds en het streven naar waardemaximalisatie en het voorkomen van onnodige faillissementen anderzijds.¹³

2.2.5 Daarbij is de wetgever niet over één nacht ijs gegaan. De WHOA kent een lange voorgeschiedenis. Het wetsvoorstel werd in november 2012 aangekondigd.¹⁴ Vanaf het begin van het wetgevingsproces werd veel overleg gevoerd met wetenschap, praktijk en diverse belangengroeperingen. Op 14 augustus 2014 ging het Voorontwerp Wet Continuïteit Ondernemingen II (“**Voorontwerp WCO II**”) in internetconsultatie.¹⁵ Naar aanleiding van de ontvangen reacties is het voorstel ingrijpend aangepast. Het aangepaste voorstel werd op 5 september 2017 ter consultatie voorgelegd, dit keer onder de naam ‘Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement’ (“**Voorontwerp WHOA**”).¹⁶ Het uiteindelijke wetsvoorstel is op 5 juli 2019 ingediend bij de Tweede Kamer. Door de jaren heeft het wetgevingstraject op veel aandacht vanuit wetenschap, praktijk en belangenorganisaties kunnen rekenen.¹⁷ Bij het ontwerpen van de regeling heeft de Nederlandse wetgever bovendien inspiratie ontleend aan de Engelse *scheme of arrangement* en de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure.¹⁸ Het Europese recht is eveneens van invloed geweest op het ontwerp van de wettelijke regeling. De WHOA is namelijk de implementatie gaan vormen van de Herstructureringsrichtlijn.¹⁹

¹² Mennens 2020/4.

¹³ Vgl. F.M.J. Verstijlen, ‘De WHOA binnen het privaatrecht’ in: *Overeenkomst en zekerheid*, (R&P nr. InsR20) 2023.

¹⁴ *Kamerstukken II* 2012/13, 29 911, nr. 74, p. 2.

¹⁵ Het Voorontwerp WCO II, de bijbehorende toelichting en de consultatiereacties zijn te raadplegen op <https://www.internetconsultatie.nl/wco2>.

¹⁶ Het Voorontwerp WHOA, de bijbehorende toelichting en de consultatiereacties zijn te raadplegen op <https://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie>.

¹⁷ Er werd niet alleen input geleverd in de internetconsultatie. In de periode 2012-2020 zijn talloze expertmeetings, stakeholdersmeetings, symposia en congressen georganiseerd. Er zijn diverse proefschriften en preadviezen verschenen over het onderwerp, naast de vele artikelen die in vaktijdschriften werden gepubliceerd. Zie voor een overzicht: Mennens 2020, par. 3.6.4.

¹⁸ *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 4.

¹⁹ Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 (Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie) (*PbEU* 2019 L 172). Aanvankelijk was de wetgever voornemens het onderdeel ‘preventieve herstructureringsstelsels’ uit de Herstructureringsrichtlijn te implementeren in de surseanceregeling (zie *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 4 en *Kamerstukken II* 2018/19, 33 695, nr. 18, p. 3), maar uiteindelijk is gekozen om dat onderdeel te implementeren in de WHOA. Zie daarvoor de memorie van toelichting bij de desbetreffende implementatiewet: *Kamerstukken II* 2021-2022, 36 040, nr. 3, p. 19. Het wetsvoorstel voor de WHOA (dat in de Tweede Kamer werd ingediend enkele weken nadat de Herstructureringsrichtlijn door de Europese wetgever was aangenomen) was wel reeds in lijn gebracht met de definitieve tekst van de Herstructureringsrichtlijn, zie *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 4, p. 5 en 6. Bij gelegenheid van de implementatiewet zijn nog enkele beperkte wijzigingen in de WHOA doorgevoerd, teneinde er zeker van te zijn dat het Nederlandse recht in lijn is met de Herstructureringsrichtlijn.

De Herstructureringsrichtlijn laat lidstaten echter op veel onderwerpen ruimte om eigen keuzes te maken. Uit het voorgaande volgt dat de WHOA een vrucht is van een langdurig en zorgvuldig wetgevingstraject. Het is een eigen regeling geworden met diverse – ten opzichte van buitenlandse rechtstelsels – unieke elementen.²⁰

2.2.6 De wetgever hoopte een procedure te introduceren die in de praktijk efficiënt en flexibel zou kunnen worden toegepast, teneinde een snelle finale beslissing van de rechter te verkrijgen.²¹ De wetgever heeft de WHOA zoveel als mogelijk vormgegeven als een kaderregeling. Dit zou partijen in de praktijk de meeste ruimte bieden om een akkoord tot stand te brengen dat is toegesneden op de specifieke omstandigheden van het geval.²²

2.2.7 Tijdens de parlementaire behandeling van de WHOA is een amendement aangenomen op grond waarvan binnen drie jaar na de inwerkingtreding van de WHOA aan de Staten-Generaal een verslag moet worden toegezonden dat ziet op de doeltreffendheid en de effecten van de wet in de praktijk.²³ Het evaluatieonderzoek wordt in opdracht van het WODC uitgevoerd door een gecombineerd team van Leidse en Groningse onderzoekers.²⁴ Gelet op de wettekst dient het evaluatierapport uiterlijk op 31 december 2023 te worden aangeboden. Op het moment dat deze schriftelijke opmerkingen werden opgesteld, was het rapport nog niet verschenen. Inmiddels is het rapport gepubliceerd op maandag 22 januari. Gezien de deadline die de procureur-generaal heeft gesteld, zijn de uitkomsten van dat onderzoek niet meegenomen bij deze opmerkingen.

2.3 De akkoordprocedure op hoofdlijnen

2.3.1 Hoewel de WHOA een complexe regeling met de nodige optionele “flankerende voorzieningen”²⁵ is geworden, bevat een WHOA-akkoordprocedure in de kern twee standaardelementen: de stemming over het akkoordvoorstel en de homologatie.

2.3.2 Het akkoordvoorstel wordt ter stemming voorgelegd aan alle stemgerechtigde partijen. Dat zijn de schuldeisers en aandeelhouders van wie de rechten worden gewijzigd op basis van het akkoord. De stemming vindt plaats in klassen van schuldeisers of aandeelhouders. Art. 374 Fw bevat voorschriften over de klassenindeling. Bij de klassenindeling zijn twee elementen van belang: i) de rechten die vermogensverschaffers hebben bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement en ii) de rechten die zij op basis van het akkoord aangeboden krijgen. Indien deze rechten zodanig verschillend zijn dat van een vergelijkbare positie geen sprake is, dienen de vermogensverschaffers in separate klassen te worden ingedeeld.

²⁰ Zie bijvoorbeeld de regeling voor de wijziging en opzegging van overeenkomsten (zie par. 2.3) en het *cash out*-recht (zie par. 2.4).

²¹ *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 2 en 18.

²² *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 6 en 29.

²³ Zie *Stb.* 2020, artikel IIA en voor het amendement: *Kamerstukken II* 2019-2020, 35 249, nr. 8.

²⁴ <https://www.wodc.nl/onderzoek-in-uitvoering/welk-onderzoek-doen-we/3387---evaluatie-wet-homologatie-onderhands-akkoord>.

²⁵ Zoals een afkoelingsperiode (art. 376 Fw) en de mogelijkheid dat een observator (art. 379 jo. 380 Fw) of herstructureringsdeskundige (art. 371 Fw) wordt benoemd.



- 2.3.3 Een klasse schuldeisers heeft met het akkoord ingestemd, indien een groep van schuldeisers die samen ten minste twee derden vertegenwoordigen van het totale bedrag aan vorderingen behorend tot de schuldeisers die binnen die klasse hun stem hebben uitgebracht, vóór het akkoord stemde.²⁶ Voor aandeelhouders geldt een soortgelijk criterium.²⁷ De vereiste meerderheid is dus gerelateerd aan de omvang van het financieel belang van vermogensverschaffers. Het *aantal* voorstemmende vermogensverschaffers is – anders dan het geval is bij het surseance- en faillissementsakkoord – niet relevant.²⁸
- 2.3.4 Als ten minste één klasse vóór het akkoord heeft gestemd, kan een homologatieverzoek bij de rechtbank worden ingediend.²⁹ Een toewijzende homologatiebeslissing heeft tot gevolg dat alle stemgerechtigde vermogensverschaffers aan het akkoord gebonden worden en leidt in die zin tot contractsdwang. De WHOA opent de mogelijkheid om niet alleen een minderheid binnen een klasse, maar zelfs een tegenstemmende klasse³⁰ aan het akkoord te binden. Die laatste vorm van dwangdeelname wordt een ‘*cross class cram down*’ genoemd.
- 2.3.5 Art. 384 Fw bevat de gronden voor afwijzing van een homologatieverzoek en vormt daarmee een kernbepaling van de WHOA-regeling. Dit artikel bepaalt immers wanneer vermogensverschaffers – ondanks het feit dat zij tegen stemden of wellicht helemaal niet stemden – gebonden kunnen worden aan een akkoord. Het akkoord moet ‘redelijk’ en ‘eerlijk’ zijn, wil het kunnen worden opgelegd.³¹ Deze normen zijn nader uitgewerkt in art. 384 lid 2 t/m 4 Fw. In deze artikelen zijn de diverse gronden voor afwijzing van het homologatieverzoek opgenomen (deze worden in par. 2.3.7-2.3.9 besproken).
- 2.3.6 De wijze waarop de rechtbank het homologatieverzoek beoordeelt, is afhankelijk van de stemuitslag en van de omstandigheid of tegenstemmende vermogensverschaffers een afwijzingsverzoek³² hebben ingediend. Art. 384 Fw bevat twee soorten afwijzingsgronden: algemene weigeringsgronden en aanvullende weigeringsgronden. De *algemene* weigeringsgronden bepalen wanneer de rechtbank het homologatieverzoek ambtshalve dient te weigeren. De rechtbank toetst alleen of er *aanvullende* afwijzingsgronden bestaan, indien stemgerechtigden een beroep doen op het bestaan van een dergelijke weigeringsgrond. Bij de (hierna in par. 2.3.8-2.3.9 inhoudelijk te bespreken) aanvullende afwijzingsgronden kan qua wijze van toetsing nog onderscheid worden gemaakt tussen de afwijzingsgrond in art. 384 lid 3 Fw en de afwijzingsgronden in art. 384 lid 4 Fw.

²⁶ Art. 381 lid 6 Fw.

²⁷ Zij het dat de waarde niet gerelateerd wordt aan de waarde van de vorderingen, maar aan het geplaatst kapitaal, vgl. art. 381 lid 6 Fw.

²⁸ Vgl. art. 145 en 268 lid 1 Fw.

²⁹ Indien het akkoord betrekking heeft op schuldeisers die in een faillissement een uitkering tegemoet zou kunnen zien, dan dient die ene instemmende klasse uit dergelijke ‘*in the money*’-schuldeisers te bestaan, zo volgt uit de tweede zin van art. 383 lid 1 Fw.

³⁰ Een klasse waarin de vereiste meerderheid niet werd gehaald.

³¹ *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 5 en 17.

³² Een verzoek tot afwijzing van het homologatieverzoek kan op grond van art. 383 lid 7 Fw door stemgerechtigde schuldeisers worden ingediend.

Op art. 384 lid 3 Fw kunnen alle tegenstemmende vermogensverschaffers een beroep doen, ongeacht of zij 'overstemd' zijn in hun klasse of niet. Dat ligt anders voor de aanvullende afwijzingsgrond die is neergelegd in art. 384 lid 4 Fw: de rechtbank toetst slechts aan dat artikellid op verzoek van een tegenstemmende vermogensverschaffer die is ingedeeld in een klasse die níét met de voorgeschreven meerderheid met het akkoord heeft ingestemd. Anders gezegd: indien een bepaalde klasse bij meerderheid vóór het akkoord stemde, kan de minderheid van die klasse zich niet meer op de beschermingsregels van lid 4 beroepen.

- 2.3.7 De algemene afwijzingsgronden zijn in belangrijke mate geïnspireerd op de reeds bestaande akkoordregelingen. Veel van de in dat artikel genoemde weigeringsgronden hebben betrekking op een zuivere besluitvorming. Daarnaast bepaalt art. 384 lid 2 sub i Fw dat de rechtbank homologatie ook (ambtshalve) af kan wijzen indien er 'andere redenen zijn die zich tegen homologatie verzetten'. Deze 'open' mogelijkheid om ambtshalve de homologatie te weigeren is ook onderdeel van de regelingen van het surseance- en faillissementsakkoord.³³ De wetgever heeft de invulling van deze norm aan de rechtspraak overgelaten. In een enkele uitspraak is de 'sub i'-grond gekoppeld aan de omstandigheid dat het akkoord 'redelijk' moet zijn, wil het homologatieverzoek kunnen worden toegewezen.³⁴
- 2.3.8 De eerste aanvullende afwijzingsgrond is de *best interests*-test (ook wel '*no creditor worse off*-test' genoemd). Op basis van deze test wijst de rechtbank het homologatieverzoek af indien summierlijk blijkt dat een schuldeiser of aandeelhouder op basis van het akkoord slechter af is dan bij een faillissement van de schuldenaar.
- 2.3.9 De overige aanvullende afwijzingsgronden spelen een rol wanneer er sprake is van tegenstemmende klassen. De *cross class cram down*-mogelijkheid leidt tot een vergaande mate van contractsdwang. In de consultatiefase is dan ook uitvoerig gediscussieerd over de vraag onder welke voorwaarden het akkoord kan worden opgelegd aan een tegenstemmende klasse. De principiële vraag die beantwoord diende te worden was onder welke voorwaarden een klasse gedwongen kan worden partij te worden bij het akkoord. Het uiteindelijke wetsvoorstel koos voor een tweeledige regel. In de eerste plaats kan een tegenstemmende klasse slechts gebonden worden indien deze klasse op basis van het akkoord conform de rangorde meedeelt in de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd, de reorganisatiewaarde. Deze rangorderegeling is iets minder absoluut dan de '*absolute priority rule*' die onderdeel uitmaakt van de Amerikaanse Bankruptcy Code. In aansluiting op de ruimte die de Herstructureringsrichtlijn daarvoor biedt, zijn namelijk afwijkingen van de rangorde mogelijk indien daarvoor een redelijke grond bestaat.³⁵ Deze regel is uiteindelijk opgenomen in art. 384 lid 4 sub b Fw. De tweede fundamentele regel die onderdeel uitmaakte van het wetsvoorstel was het zogenaamde 'uitstaprecht', ook wel aangeduid als het '*cash out*'-recht.

³³ Art. 153 lid 3 en art. 272 lid 3 Fw.

³⁴ Rb. Amsterdam 21 juni 2023, ECLI:NL:RBAMS:2023:4152 (*WHOA Steinhoff*), rov. 11.1.

³⁵ Art. 11 lid 2, tweede alinea Herstructureringsrichtlijn.



Dit gaf tegenstemmende klassen altijd de mogelijkheid om de rechtsverhouding met de schuldenaar af te wikkelen. Tijdens de parlementaire behandeling is het uitstaprecht bij amendement gewijzigd. Dit (gewijzigde) uitstaprecht komt uitgebreider aan bod in par. 2.5. Tot slot is – eveneens als gevolg van een amendement – opgenomen dat ‘kleine MKB-schuldeisers’ ten minste 20% van hun vordering voldaan moeten krijgen. Volledigheidshalve zij nog eens benadrukt dat de rechtbank slechts toetst of het akkoord aan de zojuist besproken verdelingsregels voldoet op verzoek van een tegenstemmer uit een tegenstemmende klasse.

2.4 De wijziging van (rechten uit) overeenkomsten: via art. 370 Fw of via art. 373 Fw?

2.4.1 Uitgangspunt is dat het de schuldenaar in beginsel vrijstaat zelf te bepalen wat hij zijn schuldeisers en aandeelhouders aanbiedt en hoe hij het akkoord inricht.³⁶ De buitengrenzen van de inhoud van het akkoord worden onder meer (indirect) bepaald door de homologatiecriteria, de gronden voor afwijzing van het homologatieverzoek.

2.4.2 Art. 370 lid 1 Fw bepaalt dat het akkoord kan voorzien in een wijziging van de rechten van vermogensverschaffers. De memorie van toelichting verduidelijkt wat daaronder kan worden verstaan:

“Bij een «wijziging van de rechten van de schuldeisers en de aandeelhouders» gaat het om een wijziging van het recht van een schuldeiser of aandeelhouder om nakoming door de schuldenaar van de op hem rustende verplichtingen af te dwingen. Gedacht kan worden aan:

- een gehele of gedeeltelijke kwijtschelding van een openstaande vordering, waarbij de schuldenaar geheel of gedeeltelijk wordt verlost van zijn betalingsverplichting en het recht van de schuldeiser om jegens de schuldenaar (volledige) betaling te vorderen, komt te vervallen;*
- een uitstel van betaling, waarbij de schuldenaar meer tijd krijgt om aan zijn betalingsverplichtingen te voldoen en het recht van de schuldeiser om betaling op het oorspronkelijk afgesproken moment af te dwingen, komt te vervallen, of*
- een «debt for equity swap», waarbij een gedeelte van een vordering van een schuldeiser wordt omgezet in een aandelenbelang en dus ook zeggenschap in de vennootschap, terwijl het aandelenbelang en de daaraan verbonden zeggenschap van de bestaande aandeelhouders verwateren.”³⁷*

2.4.3 Uit het voorgaande citaat wordt duidelijk dat de aanbieder van het akkoord veel vrijheid toekomt. Het is daarbij goed om te bedenken dat in veel gevallen het akkoordaanbod in ieder geval niet voor alle klassen een uitkering in contanten zal inhouden. De reorganisatiewaarde kan ook onder de schuldeisers verdeeld worden in de vorm van vermogenstitels: bijvoorbeeld een schuldtitle die recht geeft op uitgestelde, gedeeltelijke en/of gespreide betaling of een kapitaalstiel zoals aandelen in de vennootschap.³⁸

³⁶ Kamerstukken II 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 34.

³⁷ Kamerstukken II 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 9.

³⁸ Zie Tollenaar 2016, par. 3.4.1 (“Herstructureren is uitkeren in een andere vorm dan contanten.”).



- 2.4.4 De WHOA bevat in art. 373 Fw een bijzondere regeling voor de aanpassing en opzegging van overeenkomsten. Uit de toelichting bij deze bepaling blijkt dat de wetgever voor de toepassing van deze regeling denkt aan overeenkomsten die als een “molensteen om de nek van de onderneming” hangen. De huurovereenkomst wordt daarbij als voorbeeld genoemd.³⁹ De regeling van art. 373 Fw is van toepassing op alle typen overeenkomsten, behalve op arbeidsovereenkomsten en financiële zekerheidsovereenkomsten (“fzo’s”).⁴⁰ De schuldenaar kan zijn contractspartij een voorstel doen tot wijziging van de met die partij gesloten overeenkomst. Dat is niets nieuws onder de zon: een contractspartij kan altijd proberen om op basis van consensus tot wijziging van een overeenkomst te komen. Nieuw is dat wanneer de wederpartij het wijzigingsvoorstel niet aanvaardt, de schuldenaar op grond van art. 373 Fw de bevoegdheid heeft om de overeenkomst op te zeggen.⁴¹ Een dergelijke vergaande opzegbevoegdheid heeft de curator in faillissement niet (eens).⁴² Om de opzegging te effectueren heeft de schuldenaar wel nog toestemming van de rechter nodig. Het verzoek om toestemming is onderdeel van het door de schuldenaar in te dienen homologatieverzoek.⁴³ De schuldenaar kan een overeenkomst namelijk slechts opzeggen indien het WHOA-akkoord gehomologeerd wordt.⁴⁴ De wet bevat slechts één grond waarop de rechter dat verzoek om toestemming – op verzoek van de wederpartij van de schuldenaar⁴⁵ – kan afwijzen: hij kan dat slechts indien de schuldenaar zich niet in de door de WHOA vereiste staat van insolventie bevindt.⁴⁶ Na de eenzijdige opzegging heeft de wederpartij recht op een schadevergoeding. Die schadevergoedingsvordering kan gesaneerd worden in het akkoord, bijvoorbeeld door de wederpartij betaling van een bepaald percentage van die vordering aan te bieden.⁴⁷
- 2.4.5 Het maakt voor de wederpartij veel uit of de voorgestelde wijziging van zijn aanspraken via de route van art. 373 Fw of via de in par. 2.2 besproken akkoord-procedure verloopt. De positie van de wederpartij is immers veel sterker indien de wijziging over de band van art. 373 Fw plaatsvindt: zij kan de voorgestelde wijziging van de overeenkomst weigeren, waarna deze haar vervolgens niet eenzijdig kan worden opgedrongen: de overeenkomst blijft ongewijzigd in stand, óf de schuldenaar zegt de overeenkomst op, waardoor een schadevergoedingsvordering ontstaat die kan worden gesaneerd in het akkoord. Een eenzijdige wijziging van de overeenkomst is niet mogelijk binnen de WHOA. Indien de ‘wijziging van rechten’ plaats zou vinden via het akkoord (op grond van art. 370 Fw) kan de schuldeiser weliswaar stemmen over het voorstel, maar in dergelijk geval is het mogelijk dat hij overstemd wordt binnen zijn klasse.

³⁹ *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 10 en 44.

⁴⁰ Vgl. art. 369 lid 4 sub a en c Fw; *Kamerstukken II* 2018/19, 35 240, nr. 3, p. 44; *Kamerstukken II* 2021-2022, 36 040, nr. 3, p. 80.

⁴¹ Art. 373 lid 1 tweede zin Fw.

⁴² Zie voor een betoog voor de introductie van een dergelijke bevoegdheid: T.T. van Zanten, *De overeenkomst in het insolventierecht* (diss. Groningen, Serie Recht en Praktijk Insolventierecht deel 3), Deventer: Kluwer 2012, par. 5.6, met verdere verwijzingen.

⁴³ Art. 373 lid 1 jo. 383 lid 7 Fw.

⁴⁴ Art. 373 lid 1 tweede zin Fw.

⁴⁵ Op grond van art. 383 lid 8 Fw kan de wederpartij bij de rechter een verzoek tot weigering van de opzegging indienen.

⁴⁶ Art. 384 lid 5 jo. 384 lid 2 sub a Fw.

⁴⁷ Art. 373 lid 2 Fw.

Indien er geen sprake is van algemene weigeringsgronden en de *best interests*-test evenmin wordt geschonden, kan hij worden gebonden aan het akkoord. Zelfs als de vereiste meerderheid in zijn klasse niet wordt gehaald, kan de rechtbank het akkoord homologeren indien voldaan is aan de voorwaarden van art. 384 lid 4 Fw.

- 2.4.6 Het is dus van belang dat onderscheid wordt gemaakt tussen een (reeds bestaand) vorderingsrecht dat is ontstaan uit een overeenkomst (dat via art. 370 Fw gewijzigd kan worden) en een wijziging van een toekomstige verplichting van de schuldenaar die voortvloeit uit een reeds bestaande (duur)overeenkomst (zodat wijziging slechts consensueel kan plaatsvinden). Zoals in de commentaren op de wet terecht wordt opgemerkt, wordt in de Kamerstukken weinig over dit onderscheid gezegd.⁴⁸ De pre-parlementaire geschiedenis bevat in dit verband daarentegen wel enkele belangrijke gezichtspunten.
- 2.4.7 Het Voorontwerp WCO II bepaalde dat ook “toekomstige verplichtingen, voortvloeiend uit reeds bestaande rechtsverhoudingen” middels een pre-insolventieakkoord konden worden gewijzigd.⁴⁹ De wetgever beoogde de mogelijkheid te openen om overeenkomsten die als “een molensteen om de nek van de schuldenaar” hangen, te wijzigen. De wetgever noemde de verplichtingen van de huurder onder een huurovereenkomst en de renteverplichtingen uit een kredietovereenkomst als voorbeeld. Op grond van het systeem van het Voorontwerp WCO II konden overeenkomsten voor de toekomst worden gewijzigd door middel van een akkoordbesluit. De wederpartijen werden beschermd door de homologatiecriteria, waaronder de *best interests*-test. Bovendien was in het voorgestelde art. 373 lid 4 Fw voorzien in een bijzondere opzegbevoegdheid voor de wederpartij die de voorgestelde wijziging niet zag zitten. Op de voorgestelde regeling is de nodige kritiek geuit, onder meer omdat andere contractspartijen in feite bepaalden of een wijziging acceptabel was.⁵⁰
- 2.4.8 Tollenaar heeft in zijn proefschrift verdedigd dat contractsbeëindiging geen voorwerp van de stemming over een akkoord zou mogen zijn, maar dat de beëindiging een bevoegdheid van de aanbieder van het akkoord dient te zijn. Voorts bepleitte hij dat een eenzijdige wijziging van een overeenkomst niet tot de mogelijkheden zou moeten behoren.⁵¹ Deze suggesties van Tollenaar zijn door de wetgever verwerkt in het tweede voorontwerp dat in internetconsultatie is gegaan. Art. 372 Voorontwerp WHOA bevatte een regeling voor de herstructurering van een “lopende overeenkomst”.

48 Zie Schreurs & Van den Berg, in: GS Faillissementswet, aant. 4.1 bij art. 370 Fw (actueel t/m 24 juli 2023); Van den Sigtenhorst, in: T&C Insolventierecht, aant. 4 bij art. 370 Fw (actueel t/m 22 oktober 2023).

49 MvT Voorontwerp WCO II, p. 45.

50 Vgl. M.L. Lennarts, ‘De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation?’, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015 (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 128), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 9.6; N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss. Groningen), Deventer: Wolters Kluwer 2016, par. 8.2.8, 8.10 en 10.4; Zie over het ruime potentiële toepassingsbereik van deze regeling: A.M. Mennens & F.E.J. Beekhoven van den Boezem, ‘Wijziging van toekomstige verplichtingen middels een dwangakkoord buiten insolventie: toekomstmuziek?’, *Tvl* 2015/32; De Brauw, consultatiereactie WCO II, par. 2.11; Clifford Chance, Consultatiereactie WCO II, par. 6; NVB, Consultatiereactie WCO II, p. 12-13; NOvA, Consultatiereactie WCO II, p. 18-19; VNO-NCW, consultatiereactie WHOA, p. 5; INSOLAD, Consultatiereactie WCO II, p. 7. De reacties op het Voorontwerp WCO II zijn te raadplegen op <https://www.internetconsultatie.nl/wco2>.

⁵¹ Tollenaar 2016, § 8.2.8.

De kern van de regeling zoals die uiteindelijk in 373 Fw is opgenomen, is daarin reeds goed zichtbaar. Het Voorontwerp WHOA bepaalde dat de schuldenaar zijn wederpartij een wijzigingsvoorstel kan doen. Stemt deze daarmee niet in, dan kreeg de schuldenaar het recht om de overeenkomst op te zeggen. De schadevergoedingsvordering die aldus zou ontstaan, kon worden gewijzigd in het akkoord. De toelichting bij het Voorontwerp WHOA vermeldt:

“Voorts biedt de voorgestelde regeling de schuldenaar de mogelijkheid om – naast zijn bestaande schulden – toekomstige verplichtingen die voortvloeien uit lopende overeenkomsten te herstructureren. Daarbij moet bijvoorbeeld gedacht worden aan de huur van een kantoorpand die naar beneden moet worden bijgesteld om te voorkomen dat zij als een molensteen rond de nek van de onderneming blijft hangen en aldus een succesvolle reorganisatie hindert.”⁵²
(onderstreping NVB)

Tijdens deze tweede internetconsultatieronde zijn nog diverse suggesties voor verbetering van de regeling gedaan, die zijn verwerkt in het uiteindelijke voorstel voor art. 373 Fw. Tijdens de parlementaire behandeling van de WHOA is de tekst van art. 373 Fw niet meer gewijzigd.

- 2.4.9 De wetgever heeft dus een flinke draai gemaakt ten opzichte van het Voorontwerp WCO II. De wijziging van overeenkomsten is niet langer een akkoordbesluit, maar een separaat traject dat parallel loopt aan de totstandkoming van een akkoord. Indien de wederpartij niet instemt met de door de schuldenaar voorgestelde wijziging, kan de schuldenaar de overeenkomst slechts als geheel opzeggen. Een middenweg is er niet. Eenzijdige wijziging is uitgesloten.
- 2.4.10 Uit de memorie van toelichting bij de WHOA, maar ook reeds uit de toelichtingen bij Voorontwerp WCO II en het Voorontwerp WHOA, volgt dat de wetgever een regeling heeft willen treffen voor het herstructureren van overeenkomsten met een negatieve waarde. Anders gezegd: de regeling biedt de schuldenaar de mogelijkheid onder bezwarende overeenkomsten uit te komen.⁵³ Uit de parlementaire geschiedenis volgt niet dat de wetgever ook een regeling heeft willen maken voor de aanpassing van overeenkomsten die voor de schuldenaar juist waardevol zijn.⁵⁴ Dergelijke wijzigingen kunnen dan ook slechts *consensueel* tot stand komen. Uit het voorgaande volgt dat wijzigingen van overeenkomsten (uiteeraard) evenmin via een andere route – zoals die van art. 370 Fw – kunnen worden opgelegd.
- 2.4.11 Het is duidelijk dat het bij wijzigingen die via art. 370 Fw kunnen plaatsvinden moet gaan om de nakoming van op de schuldenaar rustende verplichtingen. In de literatuur worden de grenzen van art. 370 Fw verkend.

⁵² MvT Voorontwerp WHOA, p. 6.

⁵³ J.E.P.A. van Hooff & D.D. Nijkamp, 'Wijziging en beëindiging van overeenkomsten onder de WHOA' in: R.F. Feenstra e.a. (red.), *Wet Homologatie Onderhands Akkoord. INSOLAD Jaarboek 2021*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, par. 11.3.2, M.J. de Boeck en J.J. van Hees, 'Essentiële overeenkomsten bij reorganisaties', *FIP* 2023/265, par. 4.1.

⁵⁴ De Boeck en Van Hees 2023, par. 4.1.

Zo is debat gevoerd over de vraag of met het akkoord slechts verbintenissen tot betaling van een geldsom kunnen worden gewijzigd of dat er meer ruimte voor wijzigingen bestaat. Bovendien is de vraag opgeworpen of de inhoud van de wijzigingen nauw verband moet houden met de beoogde herstructurering.⁵⁵ Ook is onder verwijzing naar de toelichting bij het Voorontwerp WHOA bepleit dat *toekomstige* vorderingen niet gewijzigd kunnen worden over de band van art. 370 Fw.⁵⁶ Anderen bepleiten dat alle vorderingen die in lijn met het Jongepier q.q./Crédit Suisse-arrest⁵⁷ voor verificatie in aanmerking zouden komen, via een akkoord gewijzigd kunnen worden.⁵⁸

2.4.12 De NVB hecht eraan te vermelden dat zij zich zorgen maakt over de ontwikkeling in de WHOA-jurisprudentie waarin er ruim baan lijkt te worden gegeven voor de 370 Fw-route. De in sommige akkoorden voorgestelde wijzigingen grijpen diep in op de door contractspartijen uitonderhandelde risicoverdeling en staan bovendien ver af van de voorbeelden van 'wijziging van rechten' die de wetgever in de toelichting noemde.⁵⁹ Naast de wijzigingen die werden doorgevoerd in de zaak die leidde tot het Vonnis, is bijvoorbeeld ook het 'oprollen' van rente (zogenaamde '*payment in kind*'-rente)⁶⁰ een ingrijpende wijziging van de contractuele afspraken, die financiers slechts onder zeer bijzondere omstandigheden bereid zijn te accepteren, omdat het risico van wanbetaling daardoor toeneemt, welk risico zich pas verwezenlijkt als de "opgerolde" rente opeisbaar wordt. De NVB vindt het een zorgwekkende ontwikkeling dat dergelijke ingrijpende wijzigingen in de rechtspraak toelaatbaar worden geacht via het akkoordtraject.⁶¹

2.4.13 Hoewel de literatuur over de grenzen van de inhoud van het akkoord relatief beperkt is, wordt de opvatting dat met het akkoord in ieder geval geen nieuwe verplichtingen kunnen worden opgelegd vrij breed gedragen:

- Tollenaar en Mennens verwijzen naar de notie van een akkoordregeling als insolventiesysteem. Volgens hen krijgen crediteuren bij wijze van (gedeeltelijke) voldoening van hun bestaande vorderingen bepaalde rechten op de voor verdeling beschikbare waarde toegekend.

⁵⁵ N.W.A. Tollenaar 'Wetsvoorstel Homologatie Onderhands Akkoord onder de loep genomen', *Tvl* 2019/32, par. 9; Mennens 2020, par. par. 4.7 en 7.3; Van Rossum, De implementatie van een WHOA-akkoord in de praktijk, *HERO* 2020/W-002, par. 4; M. Mouthaan & R.M. Leeuwenburgh, 'Homologatie en de gevolgen van het akkoord' in: *De WHOA van wet naar recht* (R&P nr. INSR18), Deventer: Wolters Kluwer 2021, par. 11.3.1 en 11.3.2.

⁵⁶ Mennens 2020/359.

⁵⁷ HR 23 maart 2018, ECLI:NL:HR:2018:424, *NJ* 2018/290 (*Credit Suisse/Jongepier q.q.*).

⁵⁸ J.L. Sijnders, 'Fixatiebeginsel en de WHOA', *FIP* 2021/172; F.A. van de Wakker in zijn annotatie bij het Vonnis in *JOR* 2023/193, onder 5.

⁵⁹ Zie par. 2.4.2.

⁶⁰ In een dergelijk geval wordt de rente niet betaald, maar bij de hoofdsom opgeteld.

⁶¹ Het akkoord in de (in par. 2.5.5 te bespreken) Sportscholen-WHOA hield onder meer in dat de rente werd opgerold en werd ge-PIK-ed, zie Zie Rb. Amsterdam 3 november 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6522, *JOR* 2022/103 m.nt. O. Salah, rov. 3.4.

Het akkoord kan crediteuren echter geen nieuwe financiële verplichtingen opleggen.⁶² Van Rossum sluit zich hierbij aan.⁶³

- Van de Wakker stelt – onder verwijzing naar art. 37 Fw – “dat een toekomstig recht waarvan de tegenprestatie nog niet is verricht” niet op basis van art. 370 Fw gewijzigd moet kunnen worden. Dergelijke rechten kunnen volgens hem slechts worden gewijzigd door de onderliggende overeenkomst over de band van art. 373 Fw te wijzigen.⁶⁴
- Verstijlen zit op dezelfde lijn. Hij benadrukt daarbij dat art. 370 Fw het mogelijk maakt om *rechten* van schuldeisers te wijzigen, en niet zozeer om *verplichtingen* te wijzigen.⁶⁵

2.4.14 Dat het akkoord geen nieuwe (financiële) verplichtingen kan opleggen, vindt overigens ook steun in de pre-parlementaire geschiedenis. In de toelichting bij het Voorontwerp WHOA was nog opgenomen dat aandeelhouders gedwongen zouden kunnen worden een “aanvullende investering” te doen.⁶⁶ Bovendien verklaarde het voorgestelde art. 382 lid 2 Fw de artt. 2:81/192 BW buiten toepassing, waardoor aandeelhouders dus wel degelijk nieuwe verplichtingen zouden kunnen worden opgelegd. Na kritiek in de literatuur en consultatie is deze bepaling geschrapt in het uiteindelijke wetsvoorstel.⁶⁷ Het WHOA-akkoord kan dus geen nieuwe (financiële) verplichtingen opleggen aan vermogensverschaffers.

2.4.15 Indien in een concreet geval de slotsom is dat een bepaalde gewenste wijziging niet plaats kan vinden via het akkoord, moet daarvoor dus de route van art. 373 Fw bewandeld worden. Zoals reeds toegelicht zal het via die route slechts met instemming van de wederpartij tot een wijziging van de overeenkomst kunnen komen. Stemt de wederpartij niet in, dan is wijziging eenvoudigweg uitgesloten. Hier is geen sprake van een lacune, maar van een bewuste keuze van de wetgever. De wetgever heeft immers – zoals uiteengezet in par. 2.4.4 – met name een uitweg willen bieden voor schuldenaren die gebukt gaan onder overeenkomsten met een negatieve waarde, de zogenaamde ‘molenstenen’. Er is – mede gelet op de kritiek die werd geuit op het verstrekkende voorstel in WCO II – niet gekozen voor een verderstrekkende wijzigingsmogelijkheid.

⁶² Mennens 2020/371; N.W.A. Tollenaar, ‘De akkoordprocedure onder het Voorontwerp WHOA’, in: H.J. De Kluiver (red.), *Het dwangakkoord buiten faillissement* (preadviezen Vereniging Handelsrecht), Zutphen: Paris 2017, par. 2.9.1. Zij beschrijven beiden dat het onder omstandigheden denkbaar is dat andersoortige verplichtingen worden opgelegd.

⁶³ Van Rossum 2020, par. 4.

⁶⁴ F.A. van de Wakker in zijn annotatie bij het Vonnis in *JOR* 2023/193, onder 5.

⁶⁵ F.M.J. Verstijlen in zijn annotatie bij het Vonnis in *NJ* 2023/184, onder 6.

⁶⁶ S.C.E.F. Moulen Janssen & G.J.C. Rensen, ‘Notariële overpeinzingen bij de WHOA’, *WPNR* 2018/7178; Tollenaar 2017, par. 2.9.1; *Reactie INSOLAD op het Voorontwerp WHOA op de tweede consultatieversie van de WHOA*, p. 19; *Reactie van de Gecombineerde commissie vennootschapsrecht op het Voorontwerp WHOA*, p. 3. *Laatstgenoemde consultatiereacties zijn te raadplegen via www.internetconsultatie.nl/wethomologatie.*

⁶⁷ Zie S.C.E.F. Moulen Janssen, *De positie van aandeelhouders bij preventieve herstructurerings* (diss. Nijmegen), Serie VDHI nr. 163, Deventer: Wolters Kluwer 2020/6.5.11.

De Boeck en Van Hees schrijven hierover:

“Uit de parlementaire geschiedenis blijkt niet dat daarmee (met art. 373 Fw, aanvulling NVB) ook is beoogd een regeling te treffen voor de aanpassing van overeenkomsten die juist niet bezwarend zijn, maar essentieel voor de voortzetting van de onderneming en daarmee voor het slagen van de reorganisatie.”⁶⁸

- 2.4.16 De slotsom is dan ook dat wijzigingen van overeenkomsten consensueel plaats dienen te vinden. De regeling van art. 373 Fw voorziet immers slechts in de mogelijkheid van eenzijdige *opzegging*. De rechtbank gaat in het kader van de machtiging voor de gevraagde opzegging slechts na of de schuldenaar zich in staat van ‘dreigend faillissement’ bevindt. Zij oordeelt niet in hoeverre de weigering van een wijzigingsvoorstel redelijk is,⁶⁹ laat staan dat zij – indien zij meent dat de wederpartij zich onredelijk opstelt – kan beslissen om tot *wijziging* van de overeenkomst over te gaan. In de literatuur wordt wel voorzichtig gepleit voor de invoering van een dergelijke rechterlijke wijzigingsbevoegdheid in het kader van insolventieprocedures.⁷⁰ Hoe ver men daarin zou willen gaan, is een keuze die de wetgever zal moeten maken na afweging van de verschillende belangen die daarmee gemoeid zijn, waarbij het belang dat men hecht aan het redden van in de kern levensvatbare ondernemingen, onder meer⁷¹ dient te worden afgezet tegen de eisen van het handelsverkeer en meer in het bijzonder de voorspelbaarheid in contractuele verhoudingen.⁷² Het onderwerp heeft de aandacht van de wetgever.⁷³
- 2.5 De schrapping van het ‘cash out’-recht voor bedrijfsmatige zekerheidsgerechtigde financiers
- 2.5.1 In par. 2.3.9 kwam aan bod dat de WHOA een vergaande mate van dwangdeelname mogelijk maakt: het akkoord kan ook aan een “tegenstemmende”⁷⁴ klasse worden opgelegd. In het Voorontwerp WHOA en ook in het uiteindelijke wetsvoorstel was voor dergelijke tegenstemmende klassen een ultieme waarborg opgenomen. Onder beide regelingen kon het akkoord alleen gehomologeerd worden indien de tegenstemmende klasse een uitkering in contanten was aangeboden ter grootte van het bedrag dat zij in geval van liquidatie van het

⁶⁸ De Boeck en Van Hees 2023, par. 4.1.

⁶⁹ Op grond van art. 384 lid 5 Fw kan de rechtbank het opzeggingsverzoek slechts afwijzen indien de schuldenaar zich niet in de WHOA-toestand bevindt. Zie daarover bijvoorbeeld Van Hooff & Nijkamp 2020, par. 11.5.

⁷⁰ De Boeck en Van Hees 2023, par. 5; F.A. van de Wakker in zijn annotatie bij het Vonnis in JOR 2023/193, onder 10; T.T. van Zanten en A.M. Mennens, ‘In de wurggreep van de wederpartij’ in: R.F. Feenstra e.a. (red.), *Wet Homologatie Onderhands Akkoord. INSOLAD Jaarboek 2021*, Deventer: Wolters Kluwer 2021, par. 12.5.

⁷¹ Zo heeft het redden van onderneming heeft niet alleen positieve gevolgen, maar kan het ook leiden tot oneerlijke concurrentie door ondernemingen die hun schulden niet terugbetalen ten koste van andere – gezonde – ondernemingen. Vgl. de parabel over de destructieve cyclus die al te laagdrempelige sanering door middel van dwangakkoorden teweeg kan brengen: S.H. de Ranitz, ‘*De voortzetting van de onderneming tijdens insolventie: nu en straks*’, in: *De bewindvoerder een octopus*, Deventer: Kluwer, 2008, p. 191-192.

⁷² Van Zanten en Mennens 2021, par. 12.5.

⁷³ Zie de discussienota insolventierecht d.d. 1 november 2021, p. 19, te raadplegen via <https://www.internetconsultatie.nl/consultatieinsolventie>.

⁷⁴ Een klasse waarin de in art. 381 lid 6 of lid 7 Fw voorgeschreven meerderheid niet is gehaald.

vermogen van de schuldenaar in faillissement zouden hebben verkregen.⁷⁵ Dit uitstaprecht of 'cash out'-recht is gepropageerd door Tollenaar.⁷⁶ In de memorie van toelichting verwoordt de wetgever de ratio van dit uitstaprecht als volgt:

"[Schuldeisers die niet met de vereiste meerderheid met het akkoord hebben ingestemd] kunnen niet gedwongen worden om in de onderneming te blijven investeren, als zij bij een faillissement van de schuldenaar een uitkering in geld tegemoet zouden kunnen zien."⁷⁷

- 2.5.2 Tijdens de parlementaire behandeling van de WHOA is het uitstaprecht bij amendement geschrapt voor "schuldeisers (...) met een voorrang die voortvloeit uit pand of hypotheek (...) die de schuldenaar bedrijfsmatig een financiering hebben verstrekt" (hierna kortheidshalve: "zekerheidsgerechtigde bedrijfsmatige financiers").⁷⁸ De gedachte achter die schrapping is als volgt verwoord:

"Deze bepaling kan schadelijk zijn, doordat reorganisatie meestal niet door kan gaan als een te grote groep schuldeisers contant geld eist. Dit geldt vooral als financiers van de onderneming dit doen. Zij verstrekken leningen waarbij doorgaans sprake is van zekerheidsrechten. In faillissement krijgen zij de waarde van het daarbij verstrekte onderpand uitgekeerd in contanten. Het kan dan gaan om vrij grote bedragen. Dit betreft in het bijzonder financiers van wie de bedrijfsactiviteit bestaat uit het verstrekken van kredieten en het deelnemen in aandelenkapitaal van ondernemingen. Herfinanciering is dan vaak de enige uitweg, maar zeker wanneer reorganisatie in een laagconjunctuur of recessie plaatsvindt zal dat heel moeilijk zo niet onmogelijk zijn. Doel van dit amendement is om te voorkomen dat de totstandkoming van het akkoord om die reden onmogelijk wordt."⁷⁹

Het resultaat van deze wijziging is dat een klasse financiers die het akkoord niet ziet zitten onder omstandigheden wel degelijk aan het akkoord gebonden kan worden dat niet voorziet in een contante betaling, maar in een aanbod dat (bijvoorbeeld) inhoudt dat de financier zijn bestaande vordering op een later moment (gedeeltelijk) krijgt terugbetaald.⁸⁰

⁷⁵ Art. 384 lid 4 sub b Voorontwerp WHOA. Overigens bevatte het Voorontwerp WCO II in feite al een cash out recht voor zekerheidsgerechtigde financiers ter grootte van de onderhandse verkoopwaarde van het onderpand, vgl. art. 373 lid 2 sub a Voorontwerp WCO II.

⁷⁶ Tollenaar 2016, par. 2.6.6.4. Zie over het uitstaprecht ook G.Á.C. Orbán & S. Jansen, 'WHOA: de cashoptie is dood, lange leve de cashoptie?' *FIP* 2020/224; Mennens 2020, par. 9.6.5.3.

⁷⁷ *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 17.

⁷⁸ *Kamerstukken II* 2019/20, 35 249, nr. 24. Zie het (als gevolg van het aangenomen amendement) gewijzigde art. 384 lid 4 sub c en d Fw.

⁷⁹ *Kamerstukken II* 2019/20, 35 249, nr. 24.

⁸⁰ Uit art. 384 lid 4 sub d Fw volgt overigens expliciet dat een dergelijke klasse niet gebonden kan worden aan een akkoord dat hen (certificaten van) aandelen biedt, indien deze klasse daarnaast niet eveneens het recht heeft om te kiezen voor een uitkering in een andere vorm.

- 2.5.3 Tijdens de behandeling in de Eerste Kamer is gesproken over de consequenties van de schrapping van het uitstaprecht. De minister licht toe dat het aanbod aan zekerheidsgerechtigde bedrijfsmatige financiers bijvoorbeeld “aanpassing van de financieringsvoorwaarden zoals uitgestelde of verspreide betaling van de schuld” kan behelzen. De minister voegt daar aan toe:

“Dit betekent echter niet dat een bedrijfsmatige financier tot in het oneindige of voor een onredelijk lange termijn gedwongen kan worden om een onderneming te blijven financieren. De WHOA omvat namelijk verschillende waarborgen om ervoor te zorgen dat de belangen van de betrokken vermogensverschaffers (d.w.z. de schuldeisers en de aandeelhouders) worden gerespecteerd. Deze waarborgen behoeden bedrijfsmatige financiers voor een scenario waarbij sprake is van een oneindige of onredelijk lange financieringsverplichting. Dit zou immers een ongerechtvaardigde inbreuk op hun belangen meebrengen.”⁸¹

- 2.5.4 De minister bespreekt twee belangrijke waarborgen die de positie van de tegenstemmende klasse van bedrijfsmatige zekerheidsgerechtigde financiers beschermen:⁸²

- I. De toets of de nakoming van het akkoord voldoende is gewaarborgd (art. 384 lid 2 sub e Fw). De minister overweegt dat de rechter, indien het akkoord een uitgestelde of verspreide terugbetaling inhoudt zal beoordelen of voldoende aannemelijk is gemaakt dat de onderneming de lening binnen de voorgestelde nieuwe termijn zal kunnen terugbetalen.
- II. Het *no creditor worse off*-beginsel en de *absolute priority rule* (art. 384 lid 3 en 4 sub b Fw). Onder verwijzing naar de toelichting op het amendement vermeldt de minister dat de voorwaarden van de herfinanciering of de verlenging van de looptijd “marktconform” moeten zijn en dat dit “in de regel [zal] inhouden dat een rentevergoeding wordt toegekend en de vordering gedekt blijft door zekerheden”.

Naar verwachting zal de vraag of een bepaald akkoordaanbod aan de zojuist besproken waarborgen voldoet, nog de nodige jurisprudentie en literatuur opleveren.⁸³

- 2.5.5 Uit het voorgaande volgt dat de WHOA het mogelijk maakt dat financiers tegen hun wil langer moeten wachten op terugbetaling van reeds verstrekte en opgenomen financieringen, ook als deze financiers zonder het WHOA-akkoord de mogelijkheid zouden hebben gehad om de financieringsrelatie af te wikkelen. De financier kan als gevolg van het akkoord immers (tijdelijk) geen terugbetaling van het opeisbare krediet vorderen.

⁸¹ *Kamerstukken I*, 35 249, nr. C, p. 2.

⁸² *Kamerstukken I*, 35 249, nr. C, p. 2-4.

⁸³ Zie hierover bijvoorbeeld: S. Rollfs of Roelofs, ‘De WHOA en het herstructureren van syndicaatsfinancieringen’, *FIP* 2023/3, par. 6.3; Orbán & Jansen 2020, par. 4; . G.A.G. Kerstjens en S. Jansen, ‘Slechter af bij gedwongen doorfinanciering?’, in: *Het bancaire belang* (Serie OO&R, nr. 141), Deventer: Wolters Kluwer 2023.

2.5.6 In wezen worden deze financiers gedwongen om nog een tijdje langer schuldeiser te blijven van de schuldenaar terwijl zij tegen het akkoord hebben gestemd en in een faillissement door uitwinning van de zekerheden een bedrag in contanten zouden hebben ontvangen. De eerste zaak waarin een *cross class cram down* ten aanzien van een zekerheidsgerechtigde, bedrijfsmatige financier plaatsvond staat in de rechtspraak bekend als de “**Sportscholen-WHOA**”.⁸⁴ In die zaak stemde een financier tegen het akkoordvoorstel dat – samengevat – inhield dat de financier moest dulden dat bepaalde financieringsvoorwaarden werden aangepast, als gevolg waarvan verzuimen werden geheeld en moest wachten op terugbetaling van het *reeds verstrekte krediet* van meer dan € 100 miljoen.⁸⁵ De financier werd aan het akkoord gebonden omdat een *andere* klasse voor het akkoord stemde,⁸⁶ en de rechtbank oordeelde dat zich geen gronden voor afwijzing van het homologatieverzoek voordeden.

2.5.7 In dit verband wordt in de WHOA-praktijk en -literatuur wel gesproken van gedwongen “doorfinancieren”⁸⁷ of van een “doorfinancieringsplicht”.⁸⁸ Tollenaar verduidelijkt in zijn dissertatie wat hiermee door hem bedoeld wordt:

“Met “doorfinancieren” doel ik niet op het verstrekken van nieuw geld, maar het in één of andere vorm langer beschikbaar stellen van reeds ter leen verstrekt geld dan oorspronkelijk overeengekomen, bijvoorbeeld door de oorspronkelijke lening te verlengen (“door te rollen”) of te converteren in nieuwe schuldinstrumenten of aandelen. Waar de crediteuren bij verkoop aan een derde in contanten worden “uitgenomen” en hun financieringsrelatie beëindigen, blijven zij de onderneming als verschaffer van vreemd- en/of eigen vermogen doorfinancieren indien de waarde van de onderneming aan hen anders dan in geld wordt uitgekeerd.”⁸⁹

Het begrip “doorfinancieren” heeft in de doctrine ook een andere betekenis. De afgelopen decennia is gedebatteerd over de introductie van een zogenaamde ‘doorfinancieringsplicht’ (zie par. 4.6.5-4.6.7). In dat kader werd echter voornamelijk bedoeld op een plicht om *nieuwe* financiering te verstrekken.

2.5.8 De situatie waarin een *bestaand*⁹⁰ vorderingsrecht uit een overeenkomst wordt gewijzigd via het akkoord hetgeen erin resulteert dat de financiers moeten ‘doorfinancieren’ moet in het kader van de WHOA echter zorgvuldig worden onderscheiden van de situatie waarin financiers gedwongen worden nieuwe financiering te verschaffen, althans dit laatste te doen op andere voorwaarden dan waartoe zij aanvankelijk bereid waren.

⁸⁴ Het betrof een besloten akkoordprocedure, als gevolg waarvan de naam van de schuldenaar niet publiekelijk bekend is.

⁸⁵ Zie Rb. Amsterdam 3 november 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6522, JOR 2022/103 m.nt. O. Salah.

⁸⁶ Als gevolg daarvan werd voldaan aan het in art. 383 lid 1 Fw neergelegde en in par. 2.3.4 besproken ontvankelijkheidsvereiste.

⁸⁷ Vgl. Kerstjens & Jansen 2023, par. 17.1 en 17.2; Mennens 2020/151.

⁸⁸ F.M.J. Verstijlen, ‘WHO: omkering van waarden’, NJB 2020/1718.

⁸⁹ Tollenaar 2016, p. 23.

⁹⁰ Vgl. Rb. Amsterdam 3 november 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6522, JOR 2022/103 m.nt. O. Salah, In rov. 10.15 overwoog de rechtbank dat in dat geval sprake was van een “wijziging in de voorwaarden van bestaande vorderingsrechten uit hoofde van de kredietovereenkomst”.

Het gaat bij 'nieuwe financiering' om het feitelijk verschaffen van *additionele* financiering (bijvoorbeeld in de vorm van een lening, krediet of bankgarantiefaciliteit) ten opzichte van financiering die op het moment van homologatie reeds is opgenomen. Om het onderscheid tussen deze twee fenomenen scherp aan te zetten, zal de verplichting om nieuwe financiering te verschaffen in dit document steeds worden aangeduid als de verplichting tot "bijfinanciering". De voorgenomen vordering tot cassatie in het belang der wet heeft deels betrekking op deze situatie van 'bijfinanciering'.

3 Diverse vormen en verschijningsvormen van financiering

3.1 Inleiding

3.1.1 In rov. 2.2 van het Vonnis wordt uiteengezet hoe de financiering van de desbetreffende WHOA-schuldenaar was vormgegeven. Voor een goed begrip van de casus die voorlag bij de rechtbank, alsmede om de implicaties van de antwoorden op de twee geïdentificeerde rechtsvragen nader te kunnen duiden, zal in deze paragraaf kort stil worden gestaan bij enkele van de gehanteerde begrippen.

3.2 Vormen van financiering

3.2.1 Er bestaan twee grondvormen van bancaire financiering: de geldlening en het rekening-courantkrediet. In de zaak die leidde tot het Vonnis is met name het rekening-courantkrediet van belang. De essentie van een rekening-courantkredietovereenkomst is dat de bank betalingsopdrachten ook uitvoert zonder dat het saldo op de bankrekening daarvoor toereikend is. Verzochte betalingen worden echter slechts toegestaan voor zover het debetsaldo van de rekening niet hoger wordt dan de overeengekomen kredietlimiet. Het verschil tussen het krediet dat de klant daadwerkelijk heeft benut en de overeengekomen kredietlimiet, wordt de 'kredietruimte' genoemd. Het rekening-courantkrediet wordt door ondernemingen meestal gebruikt om te voorzien in hun werkkapitaalbehoefte. De bank en de kredietnemer kunnen ook overeenkomen dat de kredietnemer op meerdere manieren over diens rekening-courantkrediet kan beschikken. Naast de mogelijkheid van het verrichten van reguliere betalingen in rekening-courant kan dan bijvoorbeeld worden gedacht aan het doen stellen van bankgaranties. Een dergelijke structuur wordt dan soms 'bankgarantiefaciliteit' genoemd.⁹¹ Ook kan krediet worden verstrekt in de vorm van *letters of credit*, om grensoverschrijdend betalingsverkeer te faciliteren.

3.2.2 De rechtbank gebruikt op diverse plaatsen in het Vonnis het begrip 'kredietfaciliteit' en 'kredietruimte'. Het is echter van belang te vermelden dat het begrip 'kredietfaciliteit', net zo min als 'krediet' een vastomlijnde betekenis heeft in de financieringspraktijk, laat staan in de juridische literatuur. In sommige gevallen wordt het woord 'krediet' als synoniem voor 'rekening-courantkrediet' gebruikt.

⁹¹ Uit o.m. rov. 2.2 van het Vonnis blijkt dat bij bankgarantiefaciliteiten nog onderscheid kan worden gemaakt tussen 'covered' en 'uncovered' faciliteiten. Daarmee wordt bedoeld op faciliteiten die konden profiteren van een gedeeltelijke garantie van een derde en faciliteiten waarbij deze gedeeltelijke garantie ontbrak.

In andere gevallen kan het begrip 'krediet' allerlei vormen van financiering omvatten. De NVB hanteert in dit document dan ook zoveel mogelijk de overkoepelende begrippen 'financieringsfaciliteit' en 'financiering'. Onder die overkoepelende begrippen kunnen immers alle verschijningsvormen van financiering worden geschaard.

- 3.2.3 In rov. 2.2 van het Vonnis wordt gesproken over '*committed*' en '*uncommitted*' financieringsfaciliteiten. In geval van een *uncommitted* faciliteit is een financier op geen enkele manier gehouden om de financieringsruimte te verstrekken, ook niet als aan vooraf voorgestelde voorwaarden is voldaan. De bank hoeft in geval van een *uncommitted* faciliteit pas financiering te verstrekken indien zij instemt met een daartoe strekkend verzoek van de kredietnemer. In geval van een *committed* financieringsfaciliteit is de financier tot het moment van aflopen, opheffing of opzegging van de financieringsfaciliteit verplicht de financiering te verstrekken mits de kredietnemer aan de vooraf overeengekomen voorwaarden voldoet. Onder die voorwaarden valt in ieder geval dat de schuldenaar niet in verzuim mag zijn, bijvoorbeeld omdat hij niet tijdig betaalt of omdat bepaalde convenanten of andere afspraken worden geschonden. De precieze voorwaarden zijn afgestemd op het specifieke risicoprofiel van de schuldenaar. De voorwaarden zijn daardoor bovendien van invloed op de prijs van het krediet. De bedoeling van deze afspraken is dat geen gebruik kan worden gemaakt van het krediet als niet wordt voldaan aan de van te voren overeengekomen voorwaarden.⁹² In de zaak die leidde tot het Vonnis waren dergelijke, de financier beschermende afspraken ook gemaakt.
- 3.2.4 Met name bij bedrijven met een projectmatig businessmodel, hangt het gebruik van de financieringsfaciliteit samen met de hoogte van de omzet. De omvang van de benodigde financiering hangt af van de omvang van het benodigde werkkapitaal (voorraad, onderhanden werk en debiteuren) dat gefinancierd moet worden. Als nieuwe projecten uitblijven ontstaat de situatie dat de limiet van de financieringsfaciliteit (die is gebaseerd op (veel) meer projecten) veel hoger is dan het getrokken deel van de faciliteit. In geval van een lagere omzet zal er immers een lagere financieringsbehoefte bestaan. Het ligt in dat geval voor de hand de kredietlimiet te verlagen, om zo recht te doen aan de nieuw ontstane feitelijke situatie: de lagere omzet leidt immers tot een lagere werkkapitaalbehoefte. Als er eenmaal een verzuim is ontstaan, kan de kredietnemer – tenzij partijen gezamenlijk tot nadere afspraken komen – geen nieuwe financiering opnemen.

⁹² In gesyndiceerde financieringen is het gebruikelijk dat de kredietnemer verplicht is om van tijd tot tijd te bevestigen dat aan deze voorwaarden wordt voldaan. Deze verplichting geldt tevens op het moment dat de kredietnemer gebruik maakt van de financiering, bijvoorbeeld bij het verzoek om een bankgarantie te stellen. Hetzelfde geldt als het gaat om een 'regulier' rekening-courantkrediet. In dat geval wordt doorgaans overeengekomen dat de kredietnemer *geacht* wordt bij ieder gebruik van het rekening-courantkrediet een verklaring te doen dat aan de voorwaarden van het gebruik daarvan wordt voldaan en geen sprake is van verzuim.

3.3 Gesyndiceerde financiering

Inleiding

3.3.1 Een gesyndiceerde financiering is een vorm van financiering die wordt aangeboden door een groep van financiers (vaak bestaande uit een groep nationale en/of internationale banken) wanneer de totale financiering te groot is voor een individuele financier gegeven de kapitaalbasis en/of de risicobereidheid van die individuele financier. Door het vormen van een syndicaat van financiers wordt de omvang van de financiering en het kredietrisico over de groep van financiers verspreid.

3.3.2 De financiering wordt verstrekt op basis van financieringsvoorwaarden (onder meer bestaande uit commerciële voorwaarden, kredietvoorwaarden en juridische voorwaarden) die voor alle financiers van het syndicaat gelden. Elke financier neemt deel voor een bepaald percentage van de totale financiering. Daardoor staat ook het totaalbedrag aan financieringsverplichtingen voor elke individuele financier binnen het syndicaat vast.

3.3.3 Een gesyndiceerde financiering kan worden gebruikt voor een of meer leningen, een kredietfaciliteit of een combinatie daarvan. Meestal is er sprake van een combinatie van financieringen, omdat de kredietnemer verschillende financieringsbehoeften heeft. De totale financiering kan dan bestaan uit diverse onderdelen met verschillende looptijden, tranches, risico's, rentes, en andere voorwaarden. De kredietnemers bij een gesyndiceerde financiering zijn meestal (middelgrote tot grote) bedrijven (vaak bestaande uit diverse vennootschappen), instellingen of overheidsinstanties.

Marktomvang gesyndiceerde financiering

3.3.4 De markt voor gesyndiceerde financiering heeft zich vanaf de jaren tachtig van de vorige eeuw fors ontwikkeld. Naar schatting stond er in 2019 USD 4,6 biljoen aan gesyndiceerde leningen uit.⁹³ Met name in de Verenigde Staten is de markt omvangrijk. In Europa staat ongeveer 30% van het wereldwijde volume uit.

Agent en zekerhedenagent

3.3.5 Bij een syndicaat worden een agent en een zekerhedenagent benoemd. De agent is de intermediair tussen de groep van financiers en de kredietnemers en zorgt voor communicatie en administratie. De zekerhedenagent houdt de door de kredietnemers verstrekte zekerheden ten behoeve van het syndicaat, wint die zekerheden uit en verdeelt de opbrengsten onder de financiers met inachtneming van de contractuele afspraken. Aldus kan enkel de zekerhedenagent zekerheden vrijgeven of anderszins daarover beschikken; de betrokken banken kunnen dat zelf niet doen, maar kunnen de zekerhedenagent daartoe wel instrueren. De agent kan een van de betrokken financiers zijn, maar dat hoeft niet het geval te zijn. Datzelfde geldt voor de zekerhedenagent. Er zijn ook onafhankelijke partijen die de rol van (zekerheden)agent vervullen.

⁹³ Zie <https://fastercapital.com/nl/inhoud/Markt-voor-gesyndiceerde-leningen--onderzoek-naar-de-groei-en-trends.html#Historische-groei-van-de-markt-voor-gesyndiceerde-leningen>.

Financieringsovereenkomst gesyndiceerde financiering

- 3.3.6 Voor internationale syndicaten is de financieringsdocumentatie min of meer gestandaardiseerd. Hiervoor wordt gebruik gemaakt van de Engelstalige modellen die zijn opgesteld door de Loan Market Association (“LMA”).⁹⁴ De LMA streeft naar standaardisering.⁹⁵ Ook in de lokale Nederlandse gesyndiceerde financieringsmarkt wordt vaak gebruik gemaakt van (Nederlandstalige) financieringsdocumentatie die gebaseerd is op de LMA documentatie.

Zekerheden en waterval in de intercreditorovereenkomst

- 3.3.7 Om verschillende redenen (waar hier nu niet verder op wordt ingegaan) is het niet wenselijk dat financiers binnen een syndicaat tot zekerheid voor hetgeen zij uit hoofde van de gesyndiceerde financiering te vorderen hebben eigen zekerheden verkrijgen, in stand houden en uitwinnen. Daarom worden die zekerheden zoals hiervoor vermeld gevestigd ten gunste van een zekerhedenagent. Om dit mogelijk te maken wordt er in de financieringsdocumentatie een parallelle schuld in het leven geroepen. Daarbij wordt een eigen vordering van de zekerhedenagent op de kredietnemers gecreëerd die parallel is aan de vorderingen van alle financiers die deelnemen in het syndicaat. Dit concept wordt uitgewerkt in de financieringsdocumentatie. Na een verzuim van de kredietnemers kan de zekerhedenagent haar vordering uit hoofde van de parallelle schuld verhalen op de opbrengst van de zekerheden. De zekerhedenagent verdeelt de opbrengst vervolgens onder de financiers. In dat kader worden – doorgaans in een zogenaamde ‘intercreditorovereenkomst’⁹⁶ – afspraken gemaakt over de volgorde waarin de verschillende onderdelen van de gesyndiceerde financiering na uitwinning van zekerheden zullen worden voldaan. Dit wordt de “waterval” genoemd. De intercreditorovereenkomst heeft dus betrekking op de rechtsverhouding tussen financiers onderling, en ziet niet zozeer op de rechtsverhouding tussen de financiers en de kredietnemer.

Stemrechten

- 3.3.8 De financieringsdocumentatie bevat afspraken over besluitvorming door het syndicaat. Besluiten van het syndicaat zijn onder meer nodig met betrekking tot een aanpassing van de financieringsvoorwaarden, het verstrekken van zogenoemde *waivers*⁹⁷, het eventueel verlengen van de looptijd van de financiering, het invoeren van een verzuim, het vervroegd beëindigen van de financiering en het vrijgeven of uitwinnen van zekerheden. Daarbij heeft elke financier een stem die overeenkomt met het aandeel (percentage) dat die financier in de totale financiering heeft.
- 3.3.9 Typisch voor veel gesyndiceerde financieringen is dat voor de meeste besluiten een gekwalificeerde meerderheid nodig is. De gekwalificeerde meerderheid is vaak gelijk aan 2/3 van de *commitments* die de leden van het syndicaat zijn aangegaan.

⁹⁴ Zie <https://www.lma.eu.com>.

⁹⁵ Op haar website vermeldt de LMA: “By establishing sound, widely accepted market practice, we seek to promote the syndicated loan as one of the key debt products available to borrowers across the region.”

⁹⁶ Zie over de LMA intercreditorovereenkomst: K.J. Ribbink en H.J. Steinvorst, ‘Crediteuren op één lijn: een introductie in de structuur van de LMA intercreditor agreement’, *FIP* 2020/357.

⁹⁷ Verklaringen waarbij – al dan niet tijdelijk of voorwaardelijk – afstand wordt gedaan van bepaalde bevoegdheden of rechten.

Voor bepaalde besluiten is evenwel unanimiteit vereist. Alle tot het syndicaat behorende financiers dienen met dergelijke besluiten in te stemmen. Vrijwel altijd is unanimiteit vereist met betrekking tot de volgende besluiten tot aanpassing van de financieringsdocumentatie:

- Een wijziging van de bepaling in de financieringsovereenkomst waarin is vastgelegd wat de meerderheid van financiers betekent;
- Het verlenen van uitstel van betaling met betrekking tot enig bedrag dat de kredietnemer uit hoofde van de financieringsdocumentatie verschuldigd is;
- Het aanpassen van de overeengekomen rentemarge;
- Een toename van het door een financier onder de financieringsovereenkomst gecommiteerde financieringsbedrag;
- Een aanpassing van de kredietnemers en garantiegivers, tenzij daar in de financieringsovereenkomst reeds in is voorzien;
- Een wijziging van de bepaling in de financieringsdocumentatie die uitdrukkelijk de instemming van alle financiers vereist;
- Een wijziging van de bepalingen die de verdeling van opbrengsten van zekerheden en de hiervoor genoemde waterval betreffen;
- Een aanpassing van de looptijd van de gesyndiceerde financiering; en
- Een wijziging van het toepasselijke recht of de bevoegde rechter.

- 3.3.10 Over de vraag welke besluiten unanimiteit vereisen worden meestal de in de LMA documentatie opgenomen standaarden gevolgd⁹⁸, zij het dat de lijst van dit soort besluiten soms wordt uitgebreid. Deze lijst van onderwerpen is essentieel voor de beslissing van financiers om al dan niet deel te nemen aan een syndicaatsfinanciering. Niet alleen financiers gaan ervan uit dat zij met betrekking tot voormelde besluiten zeggenschap hebben (en dus niet overstemd kunnen worden), ook voor toezichthouders zijn de bepalingen over de besluitvorming binnen syndicaten van belang. Bij het toezicht is de autonomie van een financier met betrekking tot onder meer de looptijd van een financiering relevant. Uitgangspunt is dat een financier bij het einde van de looptijd wordt afgelost, al dan niet uit een herfinanciering, en niet gedwongen kan worden langer te financieren dan overeen is gekomen.

⁹⁸ Zie I. van Gasteren, 'De LMA Facilities Agreement: een introductie in de structuur en de meest relevante bepalingen', *FIP* 2018/362. Van Gasteren schrijft: "Belangrijk is echter de lijst van wijzigingen of waivers die niet kunnen geschieden zonder dat 100% van de Lenders hiermee instemt. Clause 41.3 (All Lender matters) bevat vooral de bepalingen die voor de Lenders grote impact kunnen hebben, bijvoorbeeld het verlenen van uitstel tot betaling, verlengen van de looptijd, het verhogen van de Commitments, de vrijgave van zekerheden en de hoogte van de Margin. Deze 'All Lender matters' zorgen er in herstructureringen voor dat partijen op tijd andere oplossingen moeten overwegen, simpelweg omdat bij grotere syndicaten er altijd wel een Lender is die niet zomaar akkoord gaat met het verstrekken van extra geld of het verlengen van de looptijd van de financiering."

4 Kan het WHOA-akkoord financiers verplichten om overeengekomen, maar nog niet benutte financieringsruimte ter beschikking te stellen?

4.1 Inleiding

4.1.1 De eerste vraag die aanleiding zou vormen voor een vordering tot cassatie in het belang der wet is in het persbericht als volgt geformuleerd:

“(...) of de WHOA toelaat dat een akkoord ertoe leidt dat kredietverstrekkers worden verplicht om op basis van voorafgaand aan de herstructurering bestaande kredietfaciliteiten in de toekomst het werkkapitaal te blijven financieren, op gewijzigde condities”.⁹⁹

4.1.2 Volgens de NVB zou deze vraag in drie opzichten moeten worden aangescherpt. In de eerste plaats wordt in de gebezigde formulering ten onrechte geen onderscheid gemaakt tussen reeds verstrekte financiering en overeengekomen, maar nog niet benutte financieringsruimte. Zoals besproken in par. 2.5 volgt uit de parlementaire geschiedenis dat de WHOA het mogelijk maakt dat kredietverstrekkers de *reeds verstrekte en opgenomen* financiering voor een langere periode, en mogelijk tegen enigszins gewijzigde (maar marktconforme) voorwaarden, beschikbaar moeten houden en in die zin moeten *doorfinancieren*. De vraag die derhalve door de Hoge Raad zou moeten worden beantwoord is of financiers in het kader van een WHOA-akkoord kunnen worden verplicht om *bij* te financieren, doordat zij *nieuwe* financiering dienen te verstrekken. Onder ‘nieuwe financiering’ verstaat de NVB extra financiering ten opzichte van de op het moment van homologatie opgenomen financiering. Deze financiering kan in allerlei vormen plaatsvinden, zoals in de vorm van een lening, krediet of bankgarantiefaciliteit. In de tweede plaats ligt het in de rede dat de vraag niet wordt toegespitst op ‘werkkapitaal’, hetgeen immers allerlei afbakeningskwesaties met zich zou brengen. Het overkoepelende begrip ‘financiering’ is – zoals besproken in par. 3.2 – bruikbaar. Ten derde zijn de woorden “gewijzigde condities” voor meerdere uitleg vatbaar: zij zouden kunnen wijzen op gewijzigde contractuele voorwaarden, maar ook op gewijzigde omstandigheden. Wat de NVB betreft kan het WHOA-akkoord geen verplichting tot het verstrekken van nieuwe financiering behelzen voor zover de financiers daartoe onder de bestaande overeenkomst niet verplicht zouden zijn.

4.1.3 In de ogen van de NVB zou de volgende rechtsvraag centraal moeten staan in de vordering tot cassatie in het belang der wet:

“Kan een WHOA-akkoord ertoe leiden dat een financier wordt verplicht om na homologatie van het akkoord de reeds voor de herstructurering overeengekomen, maar op het moment van homologatie nog niet benutte financieringsfaciliteiten ter beschikking te stellen onder ten opzichte van de oorspronkelijke afspraken gewijzigde voorwaarden?”

⁹⁹ <https://www.hogeraad.nl/actueel/nieuwsoverzicht/2023/november/procureur-generaal-vraagt-informatie-derden-voorafgaand-voorgenomen>.

Het antwoord op die vraag dient volgens de NVB om diverse redenen ontkennend te luiden. Voordat zij dit verder uitwerkt, volgt in de volgende paragraaf een bespreking van het Vonnis op dit punt.

4.2 Bespreking van het Vonnis (rov. 4.4-4.9 en 4.34)

- 4.2.1 Vereenvoudigd weergegeven was de casus die voorlag in de WHOA-procedure die leidde tot het Vonnis als volgt. De schuldenaar werd gefinancierd door een syndicaat van financiers. De financiering bestond uit verschillende onderdelen, waaronder een opgenomen lening voor de bouw van het schip de Amazon (hierna: de “**Lening**”) en een uit meerdere delen bestaande kredietfaciliteit.¹⁰⁰ Een en ander was vastgelegd in een ‘Senior Facilities Agreement’ (de “**SFA**”), die op de in par. 3.3 besproken LMA modellen was gebaseerd. De vennootschap was door voortdurende grote verliezen sinds januari 2023 in verzuim met de terugbetaling van de Lening. Dit verzuim had tot gevolg dat niet alleen de Lening, maar ook de gehele kredietfaciliteit opeisbaar was. Bovendien kon door dit verzuim geen gebruik meer worden gemaakt van de bestaande financieringsruimte.
- 4.2.2 Het akkoord bevatte in de kern drie concrete wijzigingen. In de eerste plaats werd de looptijd van de Lening verlengd. Daarnaast werd voorgesteld om de door de financiers onderling overeengekomen rangorde te wijzigen. Ten derde bepaalde het akkoord dat de aan de financiers verpande aandelen in een belangrijke dochtermaatschappij zouden worden verkocht, zonder dat de integrale opbrengst daarvan aan de financiers zou toekomen ter aflossing van de financiering. Deze wijzigingen dienden via het akkoord plaats te vinden, omdat op basis van de SFA alle financiers moesten instemmen met deze wijzigingen¹⁰¹ en een aantal van hen dat niet wensten te doen.
- 4.2.3 De gewijzigde SFA werd als bijlage aan het akkoord gehecht. De in het akkoord voorgestelde wijzigingen hadden tot gevolg dat de financiers de vennootschap in beginsel moesten blijven financieren tot juni 2025. In het akkoord werd dit gevolg nadrukkelijk gepresenteerd als ‘voortzetting van bestaande financiering’, niet zijnde een ‘nieuwe financiering’. De wijzigingen in de SFA zouden slechts verband houden met de in par. 4.2.2 besproken wijzigingen, alsmede met de in het akkoord opgenomen verlaging van de kredietlimiet. Omdat de looptijd van de Lening werd verlengd door de homologatie van het akkoord, was deze niet langer opeisbaar, waardoor ook de kredietfaciliteit niet langer opeisbaar zou zijn en de vennootschap in beginsel weer zou kunnen beschikken over de financieringsruimte, zo luidde het betoog van de schuldenaar. De *strekking* van het akkoord was derhalve dat het nog niet benutte gedeelte van de kredietfaciliteit weer benut zou kunnen worden na homologatie van het akkoord.

¹⁰⁰ Zie rov. 2.2 van het Vonnis voor een bespreking van deze financieringen.

¹⁰¹ Vgl. par. 3.3.9-10 hierboven over dergelijke ‘*all lender consent*’-bepalingen.



- 4.2.4 Zes van de negen financiers stemden vóór het akkoord. Twee financiers stemden tegen en één financier onthield zich van stemming.¹⁰² Eén tegenstemmende financier diende een verzoek tot afwijzing van het homologatieverzoek in, waarin een beroep werd gedaan op diverse algemene afwijzingsgronden en op de *best interests*-test van art. 384 lid 3 Fw. Omdat deze bank binnen haar klasse was overstemd, kon zij geen beroep doen op art. 384 lid 4 Fw.¹⁰³
- 4.2.5 In het Vonnis wordt de rechtsvraag als volgt weergegeven: “[Kan een schuldeiser] via de WHOA worden gedwongen het werkkapitaal van de onderneming te blijven financieren?” en “Kan voortzetting van de financiering worden afgedwongen onder de WHOA?”.¹⁰⁴ Opvallend is dat de rechtbank de vraag of een verplichting om nieuwe financiering te verstrekken kan worden opgelegd, niet (alleen) in de sleutel van art. 370 Fw lijkt te plaatsen, maar (eveneens) in de sleutel van art. 384 lid 2 sub i Fw, de ‘open’ algemene weigeringsgrond.¹⁰⁵
- 4.2.6 De rechtbank overweegt in rov. 4.6:

“De rechtbank is van oordeel dat de WHOA in beginsel toelaat dat een akkoord ertoe leidt dat kredietverstrekkers worden verplicht op basis van (voorafgaand aan de herstructurering) bestaande kredietfaciliteiten in de toekomst het werkkapitaal te blijven financieren. Of dat in een concreet geval mogelijk is hangt ervan af (i) in hoeverre de verplichtingen waaronder die financiering plaatsvindt wezenlijk wijzigen en (ii) in hoeverre de in het kader van het akkoord beoogde (overige) wijzigingen van de kredietdocumentatie nog passen in de lijn van artikel 370 lid 1 Fw. Als wijziging niet kan via artikel 370 lid 1 Fw vervalt immers (bij afwijzing van een wijzigingsvoorstel door de wederpartij en (vervolgens) opzegging van de overeenkomst door de schuldenaar, zie artikel 373 Fw) in praktische zin de verplichting om in de toekomst financiering te blijven verstrekken.”

De toets die de rechtbank onder (i) formuleert is nieuw en niet terug te voeren op de wet. Bovendien is zij niet duidelijk: wat zijn de “verplichtingen waaronder de financiering plaatsvindt”? En wanneer is een wijziging “wezenlijk”? De rechtbank lijkt te beoordelen of de wijziging van de verplichting van dien aard is dat de voorwaarden waaronder de financiers in de toekomst financiering moeten verstrekken, veranderen.¹⁰⁶ Vervolgens concludeert zij dat dit niet het geval is, kort gezegd omdat de financiers op basis van de SFA reeds verplicht waren om krediet te verstrekken. Het enige dat volgens de rechtbank verandert, is dat de limiet wordt teruggebracht.¹⁰⁷

¹⁰² Zie rov. 3.5 van het Vonnis.

¹⁰³ Vgl. par. 2.3.6. De tegenstemmende bank had nog betoogd dat de klassenindeling onjuist was, als gevolg waarvan haar een beroep op art. 384 lid 4 Fw werd onthouden, maar de rechtbank oordeelt dat dat betoog niet slaagt. Zie rov. 4.17, 4.18 en 4.38.

¹⁰⁴ Zie rov. 4.4 en de het kopje boven deze rechtsoverweging.

¹⁰⁵ Zie rov. 4.34.

¹⁰⁶ Het woord ‘wezenlijk’ keert in de beoordeling overigens niet terug.

¹⁰⁷ Zie de een na laatste zin van rov. 4.7 en 4.8.



- 4.2.7 De toets die vervolgens onder (ii) is geformuleerd, betreft de vraag die in par. 2.4 aan bod kwam: wanneer is sprake van een wijziging van een (vorderings)recht, die via art. 370 Fw plaats kan vinden. Deze toets wordt door de rechtbank slechts aangelegd voor de *overige* beoogde wijzigingen, en dus niet zozeer voor de verplichting om nieuwe financiering te verstrekken. Het gaat hierbij om de wijziging van de waterval en de verlenging van de looptijd van de Lening.¹⁰⁸ Op dit onderdeel van het Vonnis zal daarom worden teruggekomen in par. 5, die betrekking heeft op de vraag of de contractuele rangorde kan worden gewijzigd via het WHOA-akkoord.
- 4.2.8 De rechtbank verwerpt het verweer van de tegenstemmende financier dat met het akkoord *nieuwe* verplichtingen zouden worden opgelegd. Volgens de rechtbank maakt het akkoord “slechts” mogelijk dat de schuldenaar weer gebruik kan maken van de niet-benutte financieringsruimte, omdat het bestaande verzuim als gevolg van de verlenging van de looptijd van de Lening wordt opgeheven.¹⁰⁹
- 4.2.9 De WHOA-rechtbank oordeelt dus dat het in beginsel mogelijk is dat een akkoord ertoe leidt dat kredietverstrekkers worden verplicht op basis van bestaande kredietfaciliteiten in de toekomst het werkkapitaal te blijven financieren. De NVB meent dat dit oordeel onjuist is en zal dit in de hierna volgende paragrafen toelichten.
- 4.3 Voor de wijziging van een overeenkomst moet de route van art. 373 Fw worden bewandeld
- 4.3.1 In par. 2.4 kwam aan bod dat de wetgever voor de wijziging van overeenkomsten een separate regeling in het leven heeft geroepen: de regeling van art. 373 Fw. Anders dan in het Voorontwerp WCO II het geval was, kan de wijziging van een overeenkomst in de WHOA niet via het akkoord plaatsvinden, maar dient daarvoor het traject van art. 373 Fw te worden doorlopen. Indien een wederpartij niet instemt met een door de schuldenaar voorgestelde wijziging, kan de schuldenaar de overeenkomst slechts als geheel opzeggen. Een wijziging van een overeenkomst kan niet eenzijdig worden opgelegd op basis van de WHOA. Dat is zoals besproken in par. 2.4.9 een welbewuste keuze van de wetgever. Die keuze en de daaraan ten grondslag liggende belangenafweging wordt doorkruist indien rechtbanken toestaan dat (bepaalde) wijzigingen van overeenkomsten tóch via het akkoordtraject kunnen plaatsvinden. Dat kan niet worden gerechtvaardigd door te verwijzen naar de beoogde flexibiliteit en het beoogde doel van de WHOA.
- 4.3.2 Dat de bestaande overeenkomst werd gewijzigd, staat buiten kijf.¹¹⁰ Twee belangrijke, in de SFA vervatte afspraken werden geschonden door de schuldenaar: i) de Lening werd niet op tijd terugbetaald; en ii) de opbrengst van de aan de financiers verpande aandelen werd niet integraal aangewend om de financiering af te lossen. Tekortkoming i) was ontstaan vóór homologatie van het akkoord, tekortkoming ii) dóór homologatie van het akkoord. Als gevolg van die tekortkomingen zouden de financiers op basis van de oorspronkelijke afspraken *niet* gehouden zijn geweest om nieuwe financiering te verstrekken.

¹⁰⁸ Zie rov. 4.9, tweede zin. Dit volgt ook het woord ‘overige’ in het citaat uit rov. 4.6.

¹⁰⁹ Rov. 4.7.

¹¹⁰ De gewijzigde SFA werd immers aan het akkoord gehecht.

Na homologatie van het akkoord waren zij dat wel. Annotatoren Van de Wakker en Verstijlen zijn dan ook kritisch op het door de rechtbank ingeslagen pad.¹¹¹ Van de Wakker meent dat de *committed* krediet faciliteit enkel op de voet van art. 373 Fw kan worden gewijzigd. Hij vraagt zich af of de beslissing van de rechtbank niet tot een omzeiling van art. 373 Fw leidt.¹¹² Verstijlen schrijft:

“De door Rabobank opgeworpen vraag of zij in de toekomst verplicht is te blijven financieren zonder dat zij de contractueel vereiste instemming heeft gegeven, brengt ons veeleer in het domein van art. 373 lid 1 Fw. Op grond van die bepaling kan de schuldenaar zijn wederpartij een voorstel doen voor een wijziging van de overeenkomst. Als de wederpartij daar niet mee instemt, heeft de schuldenaar de bevoegdheid de overeenkomst op te zeggen, mits de rechtbank er toestemming voor geeft en het akkoord wordt gehomologeerd. De wederpartij verkrijgt door deze voortijdige beëindiging een schadevergoedingsvordering, die kan worden meegenomen in het akkoord. De weg van art. 373 Fw kan er dus niet toe leiden dat de wederpartij moet presteren op andere voorwaarden dan zij bereid was te accepteren. (...) Het komt mij voor dat dit laatste de kern van de zaak is.”¹¹³

Hij concludeert:

“Twee rechtbanken passen de Whoa vrijzinnig toe, met als gevolg een forse verschuiving in de machtsverhoudingen tussen financiers en schuldenaren. Beide rechtbanken doen daartoe een beroep de beoogde flexibiliteit en het doel van de Whoa; ‘[e]en andere opvatting zou [...] het beoogde herstructureringstraject zinledig maken’ (r.o. 4.9). Het is een gevaarlijk argument omdat het geen grenzen kent. Die grenzen heeft de Whoa wel.”¹¹⁴

4.4 Nog niet benutte kredietruimte is geen bestaand recht van de schuldeiser, waardoor wijziging niet op de voet van art. 370 Fw kan plaatsvinden

- 4.4.1 Zoals aan bod kwam in par. 2.4.2, kan een schuldenaar op basis van art. 370 lid 1 Fw een akkoord aanbieden dat de ‘rechten van schuldeisers’ wijzigt. Het gaat daarbij om het recht van een schuldeiser om nakoming te vorderen van de *op de schuldenaar rustende verplichtingen*. Nog niet benutte financieringsruimte (in deze paragraaf ook aangeduid als ‘kredietruimte’) kwalificeert niet als een recht van een schuldeiser waarvan die schuldeiser nakoming kan vorderen. Pas indien de kredietruimte daadwerkelijk is benut door de schuldenaar, ontstaat een vordering van de financier op de schuldenaar tot terugbetaling. Dát vorderingsrecht kan wel gewijzigd worden door een akkoord.

¹¹¹ Dat pad begon overigens bij een beschikking in de Sportscholen-WHOA, zie daarover par. 5.2.3.

¹¹² F.A. van de Wakker in zijn annotatie bij het Vonnis in JOR 2023/193, onder 7 en 8.

¹¹³ F.M.J. Verstijlen in zijn annotatie bij het Vonnis in NJ 2023/184, onder 7 en 8.

¹¹⁴ F.M.J. Verstijlen in zijn annotatie bij het Vonnis in NJ 2023/184, onder 10.



- 4.4.2 Dat in geval van niet-benutte kredietruimte nog geen vordering van de financier op de schuldenaar bestaat, zelfs geen voorwaardelijke, volgt uit het arrest Van den Bergh/Vee- en Kalverenhandel Ben van der Walle.¹¹⁵ De Hoge Raad overwoog in dat arrest:

“3.5. Voor de bank die aan zijn cliënt een kredietfaciliteit heeft verschaft, ontstaat pas een verbintenis tot uitbetaling van een bedrag uit de kredietruimte (aan de cliënt zelf of aan een door deze aangewezen derde) wanneer die cliënt van zijn bevoegdheid tot afroep gebruik maakt. Het enkele bestaan van een kredietrelatie tussen bank en cliënt brengt dus niet mee dat de cliënt reeds op die grond een – vooralsnog voorwaardelijke – vordering heeft op de bank, ook al vindt de vordering die na afroep ontstaat haar onmiddellijke grondslag in de tussen bank en cliënt gesloten kredietovereenkomst (vgl. HR 25 maart 1988, nr. 13171, NJ 1989, 200). Hieruit volgt dat het enkele bestaan van een kredietrelatie tussen bank en cliënt nog geen voor beslag vatbare vordering van de cliënt op de bank impliceert.”

Voorts overweegt de Hoge Raad dat de bevoegdheid tot afroep van de beschikbare kredietruimte als een wilsrecht van de cliënt van de bank kwalificeert.¹¹⁶ Waar niet-benutte kredietruimte nog geen vordering van de cliënt op de bank constitueert, levert die niet-benutte kredietruimte uiteraard al helemaal geen vordering van de bank op de cliënt op. Laatstbedoelde vordering ontstaat pas nadat eerst de vordering van de cliënt op de bank is ontstaan, doordat zij van haar wilsrecht (i.e. de bevoegdheid tot afroep) gebruik heeft gemaakt, de bank het krediet heeft verstrekt en zo de vordering van de bank tot terugbetaling van het krediet in het leven heeft geroepen. Overigens geldt daarbij dat de bank – nadat het wilsrecht is ingeroepen – slechts krediet zal verstrekken indien aan de voorwaarden uit de bestaande kredietovereenkomst is voldaan, zie daarover uitgebreider par. 3.2 hiervoor.

- 4.4.3 Een van de tegenstemmende banken heeft in de zaak die leidde tot het Vonnis een beroep gedaan op dit arrest. Hoewel de rechtbank in rov. 4.8 enerzijds onderkent dat de verbintenis tot uitbetaling tot kredietruimte pas ontstaat indien de cliënt het wilsrecht terzake uitoefent, wijst zij het verweer van de bank van de hand. Volgens de rechtbank zegt het arrest niets over de *verplichting* die de bank jegens de cliënt heeft zodra dat wilsrecht is uitgeoefend.

¹¹⁵ HR 29 oktober 2004, ECLI:NL:HR:2004:AP4504, NJ 2006/203, m.nt. H.J. Snijders; JOR 2004/338 m.nt. A. van Hees.

¹¹⁶ Zie o.m. rov. 3.6.

- 4.4.4 Het oordeel van de rechtbank is op dit punt niet goed te volgen. Van een *recht* van de financier op de schuldenaar (zoals vereist voor toepassing van art. 370 Fw) is eenvoudigweg geen sprake. Verstijlen schrijft in zijn annotatie naar aanleiding van het Vonnis dan ook:

“Voor mijn gevoel gaat dat (rov. 4.8, aanvulling NVB) langs Rabobanks betoog heen, want de rechtbank onderschrijft hiermee juist dat het een toekomstige verplichting betreft en Rabobank betoogde dat die niet aan haar kan worden opgelegd. Met art. 370 Fw heeft het allemaal niet zo veel te maken. Dat ziet op rechten van schuldeisers, die worden geherstructureerd; niet op verplichtingen van een wederpartij, schuldeiser of niet.”¹¹⁷

4.5 Het akkoord kan geen nieuwe (financiële) verplichtingen opleggen

- 4.5.1 In par. 2.4.13 kwam aan bod dat in de literatuur breed gedeeld wordt dat het WHOA-akkoord geen nieuwe (financiële) verplichtingen aan schuldeisers kan opleggen. Er kan dus weinig twijfel bestaan over de vraag of het akkoord schuldeisers kan verplichten om nieuwe financiering te verstrekken.
- 4.5.2 Zoals de rechtbank onderkent in rov. 4.4 van het Vonnis had homologatie van het akkoord tot gevolg dat de financiers moeten ‘bijfinancieren’, en dus nieuw, additioneel krediet moeten verstrekken. De rechtbank meent echter dat het om (op de SFA gebaseerde) bestaande verplichtingen gaat, en niet om nieuwe, *via het akkoord* opgelegde verplichtingen.¹¹⁸ Dat oordeel miskent echter dat homologatie van het akkoord ook in de ogen van de rechtbank een noodzakelijke voorwaarde was voor het ontstaan van een ‘bijfinancieringsplicht’.¹¹⁹ Anders gezegd: als het akkoord niet gehomologeerd was, waren de financiers niet verplicht om nieuwe financiering te verstrekken aan de schuldenaar, omdat de schuldenaar in verzuim was.
- 4.5.3 Indien het akkoord expliciet had vermeld dat de financiers na homologatie verplicht waren de (voorwaardelijk) toegezegde, maar nog niet benutte financieringsruimte ter beschikking te stellen aan de schuldenaar was die wijziging onvermijdelijk afgestuit op de in deze en de voorgaande subparagraaf besproken argumenten dat i) geen sprake is van de wijziging van *rechten* van schuldeisers en ii) het akkoord geen nieuwe (financiële) *verplichtingen* mag behelzen. Deze door de wetgever beoogde beperkingen kunnen niet worden omzeild door de ‘bijfinancieringsplicht’ als een *indirect* gevolg van het akkoord te kwalificeren.

¹¹⁷ F.M.J. Verstijlen in zijn annotatie bij het Vonnis in *NJ* 2023/184, onder 6. Van de Wakker is eveneens kritisch op deze overweging, zie F.A. van de Wakker in zijn annotatie bij het Vonnis in *JOR* 2023/193, onder 7.

¹¹⁸ Vonnis, rov. 4.4.

¹¹⁹ In zijn annotatie bij het Vonnis veronderstelt Van de Wakker dat de voorwaarden van de SFA niet gewijzigd zijn, als gevolg waarvan de schuldenaar na homologatie niet zou voldoen aan de voorwaarden, onder meer omdat de Lening niet op de oorspronkelijk overeengekomen datum is afgelost en omdat de aan de financiers verpande aandelen in de werkmaatschappij zijn vervreemd. Deze veronderstelling is – hoewel goed te begrijpen bij lezing van het Vonnis – echter onjuist. Zoals besproken in par. 4.2.3 en eveneens ook uit het procesdossier zal blijken, moesten de voorwaarden van de SFA wel degelijk worden gewijzigd om te voorkomen dat de schuldenaar direct na homologatie wederom in verzuim zou zijn.



- 4.6 De wetgever heeft niet beoogd een 'bijfinancieringsverplichting' in het leven te roepen
- 4.6.1 De wet noch de wetsgeschiedenis bevat enige aanwijzing dat de wetgever heeft beoogd een 'bijfinancieringsverplichting' in het leven te roepen, die meebrengt dat een financier zou kunnen worden gedwongen nieuwe financiering¹²⁰ ter beschikking te stellen in afwijking van de daarover met de schuldenaar gemaakte afspraken. Integendeel.
- 4.6.2 In par. 2.5 kwam aan de orde dat oorspronkelijk was voorzien in een zogeheten *cash out*-recht, vanuit de gedachte dat schuldeisers die niet met de vereiste meerderheid met het akkoord hebben ingestemd, niet gedwongen kunnen worden om in de onderneming te blijven investeren, als zij bij een faillissement van de schuldenaar een uitkering in geld tegemoet zouden kunnen zien. Duidelijk is dat onder vigeur van een dergelijke regeling van een verplichting om *nieuw* geld te verstrekken in elk geval geen sprake kan zijn. Met het recht om tegen (gedeeltelijke) betaling van de openstaande schuld uit te stappen (*cash out*) is simpelweg onverenigbaar dat een financier tegelijkertijd zou kunnen worden verplicht nieuw geld te verstrekken (*cash in*) en zo in feite zou worden genoodzaakt zijn eigen *cash out* te financieren.
- 4.6.3 Deze *cash out*-optie is zoals besproken in par. 2.5.2 tijdens de parlementaire behandeling voor – kort gezegd – bedrijfsmatige financiers geschrapt, omdat gevreesd werd dat de totstandkoming van een akkoord veelal onmogelijk zou worden vanwege de veronderstelling dat financiers doorgaans “vrij grote bedragen” te vorderen zullen hebben, terwijl er in de regel niet zoveel *cash* beschikbaar is en de aanname dat een herfinanciering vaak niet op korte termijn kan worden gerealiseerd. Met de schrapping van de *cash out*-optie voor bedrijfsmatige financiers is dus louter beoogd de potentiële gevolgen van een *cash out* door de financier (een acuut financieringsprobleem) te voorkomen, niet om daarbij tevens een mogelijkheid te creëren een *cash in* af te dwingen. Dat de consequentie daarvan slechts een *doorfinancieringsplicht*¹²¹, en geenszins de introductie van een 'bijfinancieringsplicht' behelst volgt ook uit de toelichting op het amendement, waarin wordt opgemerkt dat “vooral [moet] worden gedacht aan een uitstel van betaling of het doorlopen van de lening”. Daaraan wordt toegevoegd dat sprake moet zijn van marktconforme voorwaarden en dat dit voor een gecureerde vordering in de regel zal inhouden dat een rentevergoeding wordt toegekend en “de vordering gedekt *blijft*” door zekerheden.¹²²
- 4.6.4 Dat de regeling van de WHOA sinds de schrapping van de *cash out*-optie de mogelijkheid zou bevatten om de financier een 'bijfinancieringsverplichting' op te leggen die inhoudt dat nieuwe financiering ter beschikking dient te worden gesteld al dan niet onder ten opzichte van de bestaande afspraken gewijzigde condities, zonder dat de wetgever daar ook maar één woord aan heeft gewijd, is gelet op het controversiële karakter van een dergelijke verplichting ook bepaald onaannemelijk.

¹²⁰ Zoals omschreven in par. 4.1.2.

¹²¹ In de par. 2.5.5-2.5.7 besproken zin.

¹²² *Kamerstukken II 2019/20*, 35 249, nr. 24.

Niet voor niets is in de afgelopen decennia bij gelegenheid van verschillende wetgevingsoperaties juist nadrukkelijk van de introductie van een dergelijke verplichting tot het verstrekken van nieuwe financiering afgezien.¹²³

- 4.6.5 In haar eind 1989 uitgebrachte rapport stelde de Commissie-Mijnssen een doorfinancieringsplicht na aanvang van de surseance van betaling voor. De commissie stelde voor om een verbod tot uitwinning van zekerheden en een verplichting de kredietovereenkomst te blijven nakomen in te voeren. De tevens voorgestelde regeling dat vóór surseance gesloten duurovereenkomsten tijdelijk moeten worden gecontinueerd, volstond niet; een verdergaande regeling was naar het oordeel van de commissie vereist.¹²⁴ Zo werd de mogelijkheid voorgesteld om een voor aanvang van de surseance gedane opzegging, beëindiging of verlaging van de kredietlimiet onder omstandigheden terug te draaien.¹²⁵ Indien in een tijdvak van zes maanden vóór het moratorium bestendig krediet zou zijn verstrekt boven de contractueel overeengekomen kredietlimiet, diende volgens de commissie gedurende het moratorium als kredietlimiet de gemiddelde limiet in het bedoelde tijdvak te worden aangehouden.¹²⁶
- 4.6.6 Op de voorstellen van de Commissie-Mijnssen is veel kritiek geleverd.¹²⁷ Illustratief is de 'Minderheidsnota' van lid Croon van de commissie, destijds hoofd Afdeling Juridische Zaken Binnenland van de Amro-bank, waarin hij nadrukkelijk afstand neemt van de doorfinancieringsverplichting.¹²⁸ De voorstellen hebben het nooit tot een wetsvoorstel gebracht, omdat zij blijkens een brief van Staatssecretaris Kosto uit 1994 ook naar het oordeel van de regering te ver gingen.¹²⁹ In de brief werd een alternatieve regeling voorgesteld op grond waarvan de rechtbank zou kunnen bepalen dat financiers worden verplicht de 'ingezette kredietlijnen' te handhaven. De doorfinancieringsplicht zou alleen kunnen worden opgelegd indien aannemelijk zou worden gemaakt dat 'de verhouding tussen de kredietstand op het tijdstip van de verlening van de voorlopige surseance en de daar tegenover staande zekerheden niet al te zeer [zou] wijzig[en]'. Daarbij moet een opzegging of eenzijdige beëindiging door de financier, kort vóór het van kracht worden van de doorfinancieringsplicht, als niet verricht worden beschouwd. Hiernaast werd voorgesteld om de voorlopige verlening van de surseance gepaard te doen gaan met het van rechtswege instellen van een tijdelijk uitwinningsverbod.¹³⁰ Ook deze rigoreus afgezwakte variant van de voorgestelde doorfinancieringsplicht heeft het echter niet tot een wetsvoorstel gebracht.

¹²³ Omdat in deze voorstellen steevast werd gesproken over een 'doorfinancieringsplicht' wordt dat begrip in par. 4.6.5-4.6.7 weer gehanteerd. Zoals in par. 2.5.7 werd besproken wordt de term 'doorfinancieren' pas sinds 2016 — in het kader van de WHOA — gebruikt om de situatie aan te duiden waarin een financier langer moet wachten op de terugbetaling van reeds verstrekt krediet.

¹²⁴ Zie het rapport van de Commissie-Mijnssen, p. 125.

¹²⁵ Zie het rapport, p. 131-132.

¹²⁶ Zie het rapport, p. 132-133.

¹²⁷ Zie voor een algehele bespreking van het rapport van de Commissie-Mijnssen: F. Meeter, *Het rapport van de Commissie-Mijnssen*, NIBE-Bankjuridische reeks deel 5, 1990, p. 1-28.

¹²⁸ Zie bijlage 3 bij het rapport, p. 290-302, waarover Meeter 1990, p. 9-12.

¹²⁹ Zie *Kamerstukken II*, 1993/94, 23 400 VI, nr. 36, p. 2.

¹³⁰ De mogelijkheid tot de afkondiging van een tijdelijk uitwinningsverbod bestond overigens sinds 1 januari 1992 reeds in de vorm van de afkoelingsperiode, maar de afkondiging daarvan is facultatief; zie art. 63a/241a Fw.

- 4.6.7 De MDW-werkgroep Modernisering Faillissementswet (tweede fase) deed in haar eindrapport in 2001 een nog verder uitgekleeft voorstel, dat niet veel meer behelsde dan de toepassing van de reeds in de jurisprudentie ontwikkelde criteria voor de opzegging van kredietovereenkomsten. Het ontwikkelen van nieuwe en zelfstandige wettelijke criteria voor het toekennen van kredieten na surseance moest volgens de werkgroep worden ontraden, “niet slechts omdat die per definitie zeer gecompliceerd van aard zijn, maar niet minder omdat het opleggen van een zelfstandige doorfinancieringsverplichting [lees: doorfinancieringsverplichting] een te sterke inbreuk zou maken op de algemene beginselen van burgerlijk recht”.¹³¹
- 4.6.8 Het op 1 november 2007 verschenen voorontwerp Insolventiewet bevatte in art. 3.4.1 lid 1 een doorleveringsverplichting voor leveranciers. Overeenkomsten tot het verstrekken van krediet werden echter van de doorleveringsplicht uitgezonderd. De Adviescommissie Insolventierecht van de Nederlandse Orde van Advocaten heeft in haar commentaar op het voorontwerp Insolventiewet gesteld deze keuze begrijpelijk te vinden. Zij overweegt daartoe onder meer dat er een wezenlijk verschil bestaat tussen de positie van leveranciers en financiers, nu de eerstgenoemden de mogelijkheid hebben vooruitbetaling van de door hen ten behoeve van de boedel te verrichten prestaties te verlangen, terwijl dit in het kader van kredietverlening uit de aard der zaak niet aan de orde is.¹³² Zoals bekend heeft (ook) het voorontwerp Insolventiewet de eindstreep niet gehaald.¹³³
- 4.6.9 In latere wetgevingsinitiatieven op het terrein van het insolventierecht is de vraag of er aanleiding is voor enigerlei vorm van verplichte ‘bijfinanciering’ niet meer aan de orde gekomen, zelfs niet bij gelegenheid van het ontwerp van de WHOA, waarin als vermeld nota bene in de mogelijkheid van een *cash out* voor de financier was voorzien. Tegen deze achtergrond is niet aannemelijk dat de wetgever met de enkele schrapping van de mogelijkheid van een *cash out* geheel stilzwijgend een vergaande vorm van verplichte bijfinanciering zou hebben geïntroduceerd. Ook in het Consultatiedocument insolventierecht uit 2021 wordt geen aandacht besteed aan de vraag of in een verplichting tot het verschaffen van nieuwe financiering zou moeten worden voorzien.¹³⁴
- 4.7 Dat met de WHOA geen ‘bijfinancieringsplicht’ kan worden opgelegd, is ook *redelijk*
- 4.7.1 Bij een oppervlakkige lezing van de in het Vonnis omschreven feiten en omstandigheden zou de indruk kunnen ontstaan dat de financiers die niet bereid waren om nieuwe financiering ter beschikking te stellen zich onredelijk opstelden: de financieringsruimte was toch al contractueel overeengekomen (en kwalificeerde als *committed*)?

¹³¹ Zie het rapport, p. 41-42.

¹³² Zie het Commentaar van de Adviescommissie Insolventierecht van de Nederlandse Orde van Advocaten, p. 27-28, dat is op te vragen via de Nederlandse Orde van Advocaten (www.advocatenorde.nl/juridische databank).

¹³³ Zie Aanhangsel van de Handelingen, *Kamervragen II* 2010/11, nr. 1014, p. 1-3.

¹³⁴ Zie <https://www.internetconsultatie.nl/consultatieinsolventie>.

Door deze financiers te verplichten deze financiering ter beschikking te stellen, werden zij slechts gehouden tot nakoming van afspraken die er al waren, zo zou de gedachte kunnen zijn. Ook de rechtbank lijkt op die koers te zitten. Zij overweegt immers:

“Op basis van de SFA zijn de Secured Lenders gehouden [verzoekster] krediet te verstrekken onder de beschikbare faciliteiten. (...) Het akkoord maakt slechts mogelijk dat [verzoekster] van die financiering weer gebruik kan maken, omdat de bestaande tekortkoming (zie onder 4.11.) wordt opgeheven.”

Volgens de rechtbank zijn de wijzigingen in de SFA niet van dien aard dat de voorwaarden waaronder de financiers in de toekomst financiering moeten verstrekken veranderen.¹³⁵

- 4.7.2 Die lezing en dat oordeel van de rechtbank miskennen echter niet alleen de juridische, maar ook de feitelijke context waarin de financiers verplicht werden om nieuwe financiering ter beschikking te stellen. De juridische context kwam aan bod in paragraaf 4.3-4.6. Daarin werd besproken dat de financiers verplicht werden nieuwe financiering te verstrekken terwijl zij daar op grond van de oorspronkelijke SFA niet verplicht toe zouden zijn. De feitelijke context laat zien dat het *redelijk* is dat geen verplichting tot het verstrekken van nieuwe financiering kan worden opgelegd. De feitelijke situatie was als gevolg van de herstructurering namelijk ingrijpend gewijzigd ten opzichte van de situatie waarin de SFA werd gesloten. Zo werd de belangrijkste dochtervennootschap – de *enige* winstgevende divisie van de schuldenaar – verkocht, als gevolg waarvan de kasstromen die door de onderneming gegenereerd werden er volstrekt anders uit kwamen te zien. De resterende bedrijfsonderdelen hadden namelijk sterk negatieve kasstromen. Bovendien werd de verkoopopbrengst – anders dan was afgesproken – niet integraal aangewend om de financiering af te lossen. Een aanzienlijk deel van de opbrengst werd aangewend om bestaande liquiditeitstekorten op te vangen.¹³⁶ Die constructie kwam feitelijk ook neer op het verplicht verstrekken van nieuwe financiering.¹³⁷ Ook vonden er diverse wijzigingen plaats in de tussen financiers geldende ‘waterval’: zo kregen enkele financiers een hogere rang en er werd een nieuwe financier ‘tussengeschoven’.¹³⁸ Tot slot werd de looptijd van de Lening verlengd. De financiers kregen als gevolg van al deze wijzigingen in feite een heel andere schuldenaar als contractspartij tegenover zich: het risicoprofiel van de onderneming zag er wezenlijk anders uit dan op het moment dat de SFA werd gesloten.

¹³⁵ Vonnis, rov. 4.7.

¹³⁶ Vonnis, rov. 4.30.

¹³⁷ Het is de vraag of het akkoord kan inhouden dat i) de financier – nadat aan hem verpande activa zijn verkocht en de opbrengst daarvan is aangewend voor aflossing van de financier – verplicht is de aflossingen opnieuw te verstrekken of ii) de aflossingsverplichtingen dusdanig aan te passen dat een gedeelte van de opbrengst aan de onderneming toekomt. De NVB meent dat de WHOA ook hiervoor geen grondslag biedt. Omdat zij begrijpt dat de P-G zich wil richten op de bijfinancieringsplicht die gebaseerd is op overeengekomen, maar nog niet benutte financieringsruimte laat zij dit punt verder rusten. Desgewenst is zij uiteraard bereid dit punt nader toe te lichten indien de P-G zou overwegen ook het hierop betrekking hebbende oordeel van de rechtbank in cassatie te bestrijden.

¹³⁸ Vgl. par. 5.2.1.

Desalniettemin werden de financiers verplicht om nieuwe financiering te verschaffen. In de annotaties bij het Vonnis wordt dan ook kritisch gereageerd op dit onderdeel van het Vonnis. Zo schrijft Van de Wakker:

“Het oordeel lijkt echter onvoldoende recht te doen aan de positie van Rabobank. De situatie waarin Rabobank nu wordt gehouden additioneel krediet te verstrekken, verschilt immers wezenlijk van de oorspronkelijke situatie.”¹³⁹

Verstijlen schrijft:

“Het is al nogal wat om met een Whoa-akkoord bestaande aanspraken van een schuldeiser te herstructureren, maar dat is gerechtvaardigd omdat het een meerwaarde creëert die ten goede komt aan allen die al aanspraken hebben op de schuldenaar. Het gaat nóg verder — naar mijn idee: te ver — om een partij te dwingen nieuwe middelen aan de schuldenaar te verstrekken en daarmee nieuwe aanspraken op te dringen, op voorwaarden die nimmer zijn geaccepteerd en die zij niet bereid is te accepteren.”¹⁴⁰ (onderstreping NVB)

- 4.7.3 De afspraken in een financieringsovereenkomst vormen in wezen de neerslag van de onderhandelingen over de omvang van de benodigde financiering en de risicoverdeling. De financiering is afgestemd op allerlei omstandigheden die van belang zijn voor het risicoprofiel van een onderneming, zoals de verwachte kasstromen van de onderneming, de rang van de verstrekte zekerheden, de verwachte winstgevendheid etc. Indien een financier als gevolg van een WHOA-akkoord (tegen zijn zin) nieuwe financiering moet verstrekken terwijl de contractuele afspraken zijn geschonden en de feitelijke omstandigheden waarin de oorspronkelijke overeenkomst is aangegaan zijn gewijzigd, wordt de risicoverdeling die in de overeenkomst besloten ligt verstoord. Een dergelijke inbreuk op de contractsvrijheid kan niet worden gerechtvaardigd door het belang van de continuïteit van de onderneming of door de belangen van andere schuldeisers. De WHOA staat een dergelijke vorm van contractsdwang dan ook niet toe. Dat ligt anders ten aanzien van de op het moment van homologatie *reeds verschaft* financiering. Op dat punt heeft de wetgever contractsdwang onder omstandigheden wel gerechtvaardigd geacht. Hij heeft daarbij het belang van de financier afgewogen tegen (onder meer) het belang van de schuldenaar bij de continuïteit van zijn onderneming en de belangen van andere vermogensverschaffers bij het behouden of creëren van meerwaarde. De uitkomst van die afweging werd besproken in par. 2.5: de WHOA maakt het mogelijk dat financiers langer moeten wachten op terugbetaling van reeds verstrekte financiering. Zoals besproken in par. 2.5.3-2.5.5 achtte de wetgever die inbreuk op de contractsvrijheid gerechtvaardigd, mits aan bepaalde waarborgen zou worden voldaan. Onder meer de *best interest*-test, de nakomingstoets en de prioriteitsregel moeten voorkomen dat ongerechtvaardigde inbreuken op de belangen van financiers gemaakt worden.¹⁴¹

¹³⁹ F.A. van de Wakker in zijn annotatie bij het Vonnis in *JOR* 2023/193, onder 2.

¹⁴⁰ F.M.J. Verstijlen in zijn annotatie bij het Vonnis in *NJ* 2023/184, onder 8.

¹⁴¹ Zie hierover uitvoerig de Memorie van Antwoord, *Kamerstukken I*, 35 249, nr. C, p. 2-4.



- 4.7.4 De rechtbank lijkt in het Vonnis echter op de koers te zitten dat financiers gehouden kunnen worden nog niet-benutte financieringsruimte ter beschikking te stellen, mits er maar geen 'wezenlijke wijzigingen' plaatsvinden. Dat via de WHOA niet-'wezenlijke wijzigingen' van (bestaande of) *toekomstige* verplichtingen (voortvloeiend uit reeds gesloten overeenkomsten) kunnen worden gerealiseerd, vindt geen steun in de wet of wetsgeschiedenis. Bovendien laat de zaak die leidde tot het Vonnis zien dat de rechtbank niet goed geëquipeerd is om voor financiers te bepalen of een bepaalde wijziging (c.q. 'bijfinancieringsverplichting') acceptabel is of zou moeten zijn. De homologatievoorwaarden bieden op dit punt geen houvast. Omdat de WHOA ervan uitgaat dat slechts bestaande aanspraken van vermogensverschaffers gewijzigd kunnen worden in het akkoord, hebben ook de aanvullende afwijzingsgronden slechts betrekking op de *bestaande* vorderingen van schuldeisers, en niet zozeer op de betalingen die deze schuldeisers op nog in de toekomst, *nieuw* te verstrekken financiering tegemoet zouden kunnen zien.
- 4.8 Een verplichting om nieuwe financiering te verstrekken kan niet gerechtvaardigd worden door de omstandigheid dat de voorstemmende klasse bestaat uit mede-contractanten van de tegenstemmende financier
- 4.8.1 Tot slot hecht de NVB eraan om te vermelden dat het feit dat de meerderheid van de medecontractanten van de tegenstemmende financier(s) vóór het akkoord stemde, het in par. 4.3-4.6 besprokene niet anders maakt, in die zin dat die omstandigheid zou rechtvaardigen dat de minderheid binnen het syndicaat gedwongen zou kunnen worden om nieuwe financiering te verstrekken. De WHOA biedt hier geen aanknopingspunten voor. De rechtbank is mogelijk gevoelig geweest voor dit argument, dat uit de koker van de observator kwam.¹⁴²
- 4.8.2 Indien bepaalde voorgestelde wijzigingen het toepassingsbereik van de WHOA te buiten gaan kunnen die wijzigingen eenvoudigweg niet opgelegd worden door de homologatie van een akkoord, al stemmen 999 van de 1000 schuldeisers voor. Zoals hiervoor uiteen werd gezet kan via het WHOA-akkoord direct, noch indirect, een 'bijfinancieringsverplichting' worden opgelegd.
- 4.9 Er zijn legio (andere) mogelijkheden waarop in de financieringsbehoefte van een noodlijdende onderneming kan worden voorzien
- 4.9.1 De vraag kan gesteld worden wat de gevolgen voor de financieringspraktijk zijn indien een financier niet door middel van een WHOA-akkoord kan worden gedwongen om nieuwe financiering te verstrekken en de onderneming niet kan beschikken over het ongetrokken deel van de kredietfaciliteit, terwijl het voor de onderneming van essentieel belang is om te kunnen voorzien in haar financieringsbehoefte. Op basis van het uitgangspunt dat financiering noodzakelijk is én de onderneming levensvatbaar is, kan bijvoorbeeld aan de volgende (combinatie van) mogelijkheden worden gedacht om in de ontbrekende financiering te voorzien.

¹⁴² Zie rov. 4.11.

- 1 Inbreng van extra eigen vermogen**
De behoefte aan financiering hoeft niet altijd met vreemd vermogen te worden ingevuld. De financieringsbehoefte kan ook worden ingevuld door extra eigen vermogen of een (achtergestelde) aandeelhouderslening in de onderneming in te brengen.
- 2 Alternatieve werkkapitaalfinanciering**
De onderneming kan op zoek gaan naar alternatieve, door een derde ter beschikking te stellen financiering. Denkbaar is dat bijvoorbeeld een factormaatschappij bereid is die financiering ter beschikking te stellen, omdat een factormaatschappij als “asset based” financier een financiering kan verstrekken die meebeweegt met de waarde van de (te verpanden) voorraden en vorderingen. Daardoor is vaak een wat ruimere financiering mogelijk.
- 3 Het aantrekken van een hoger of langer lopend leverancierskrediet**
Door het aantrekken van een hoger bedrag aan leverancierskrediet of door afspraken te maken over een langere betalingstermijn kan de behoefte aan werkkapitaalfinanciering afnemen. Leveranciers kunnen ook een eigen belang bij hebben om daar aan mee te werken, omdat zij op deze wijze hun eigen omzet op peil kunnen houden of zelfs kunnen vergroten.
- 4 Uitbreiding van de aandelen in een gesyndiceerde financiering**
Het is denkbaar dat het syndicaat dat de financiering ter beschikking zou kunnen stellen verdeeld is. Een deel van een syndicaat (uitgedrukt in een percentage van het commitment) kan daarmee instemmen en een ander deel niet. Deze situatie deed zich voor in de casus die leidde tot het Vonnis. Indien slechts een minderheid van een syndicaat van financiers niet bereid is de werkkapitaalfinanciering ter beschikking te blijven stellen, is het mogelijk dat de andere financiers het aandeel van de niet instemmende financiers in de financiering voor hun rekening nemen.
- 5 Uitnemen van de niet instemmende financier door een of meer syndicaatsleden**
Een variant op de vorige mogelijkheid is dat het gehele aandeel (dus niet alleen het ongetrokken deel) in de financiering door de bestaande financiers wordt overgenomen. Dit vereist uiteraard dat de instemmende en de niet instemmende financiers overeenstemming bereiken over de voorwaarden waaronder dit aandeel wordt overgedragen.
- 6 Uitnemen van de niet instemmende financier door een derde**
In de gesyndiceerde financieringsmarkt zijn derde partijen actief die bereid zijn om het aandeel van de niet instemmende financier in een gesyndiceerde financiering te kopen en over te nemen. Er zijn zelfs partijen actief die hiervan hun kernactiviteit maken. Vaak gebeurt het overnemen tegen een bepaalde korting waardoor de verkrijgende partij een relatief grote *upside* krijgt. Door overdrachten kan de samenstelling van een syndicaat in de loop der tijd veranderen. Van de mogelijkheid tot verkoop wordt regelmatig gebruikt gemaakt. Voor een bestaande financier

kan dit een mogelijkheid zijn om van zogenaamde “*non performing loans*” af te komen. Dit kan voor een bestaande financier bijvoorbeeld wenselijk (soms zelfs noodzakelijk) zijn als die onder toezicht staat en de exposure onder *non performing loans* relatief groot is.

- 4.9.2 Het is goed denkbaar dat er wordt gezocht naar een combinatie van bovengenoemde mogelijkheden. Of deze mogelijkheden of een combinatie daarvan in een concreet geval ook haalbaar zijn, zal afhangen van de specifieke omstandigheden van het geval en de bereidheid van de betrokken partijen om daar aan mee te werken en de benodigde concessies te doen.
- 4.10 Het argument dat de inzetbaarheid en effectiviteit van de WHOA ernstig beperkt zouden worden indien het akkoord geen ‘bijfinancieringsplicht’ kan opleggen snijdt geen hout en is bovendien gevaarlijk
- 4.10.1 Het argument dat de WHOA bedoeld is als flexibel instrument en dat beperkingen aan het toepassingsgebied van de akkoordregeling daarmee (dus) onwenselijk zijn, is – in de woorden van Verstijlen – gevaarlijk, omdat het geen grenzen kent.¹⁴³ De WHOA kent echter wel degelijk bepaalde door de wetgever getrokken grenzen. Bij het formuleren van die grenzen is de wetgever zoals besproken in par. 2.2.5 niet over één nacht ijs gegaan. Daaraan ligt onder meer veelvuldige consultatie van alle stakeholders en een zorgvuldige belangenafweging ten grondslag.
- 4.10.2 Dat de WHOA een bruikbaar instrument is voor ondernemingen die in de kern levensvatbaar zijn, maar gebukt gaan onder problematische schulden, is de afgelopen jaren wel gebleken. Zo zijn de nodige akkoorden gehomologeerd, zonder dat daarbij een verplichting tot het verstrekken van nieuwe financiering werd opgelegd. Ook zijn er de nodige akkoorden tot stand gekomen op basis van consensus, al dan niet in de schaduw van de dwangmogelijkheden die de Faillissementswet sinds januari 2021 biedt. De WHOA biedt dus in veel gevallen een oplossing voor het *hold out*-probleem dat in par. 2.1 werd geschetst.
- 4.10.3 Zoals in par. 4.9 is besproken, zijn er diverse mogelijkheden waarop de schuldenaar in zijn financieringsbehoefte kan voorzien. Een ‘bijfinancieringsplicht’ is daarvoor niet nodig en niet wenselijk. Bovendien biedt de WHOA zelf voldoende mogelijkheden voor een oplossing, zoals het voldoende aantrekkelijk maken voor de aandeelhouder(s) en financier(s) om extra kapitaal of financiering te verstrekken (afgezet tegen de optie om dat niet te doen). Er zou gewerkt kunnen worden met twee verschillende ‘aanbiedingen’ voor aandeelhouders en financiers, teneinde hen te stimuleren om nieuwe financiering te verstrekken.¹⁴⁴

¹⁴³ F.M.J. Verstijlen in zijn annotatie bij het Vonnis in NJ 2023/184, onder 10.

¹⁴⁴ Vgl. Mennens 2020/397 over de creatieve manieren waarop Engelse *schemes of arrangements* worden vormgegeven om financiers te prikkelen om een sanering van het reeds verstrekte krediet te accepteren, maar om tegelijkertijd ook nieuwe financiering te verstrekken.

Een dergelijke benaderingswijze is volledig in lijn met de opzet van de WHOA als akkoordprocedure,¹⁴⁵ terwijl de door de rechtbank gehanteerde route om te sleutelen aan verplichtingen juist vreemd is aan die procedure.

4.11 Tussenconclusie

4.11.1 De WHOA biedt geen ruimte voor het opleggen van een 'bijfinancieringsplicht' voor zover de financiers op basis van de oorspronkelijke overeenkomst niet gehouden zouden zijn om nieuwe financiering te verstrekken. Dit betreft immers een wijziging van een overeenkomst die slechts consensueel tot stand kan komen en niet eenzijdig kan worden opgelegd. Bovendien bestaat er in geval van niet-benutte financieringsruimte geen vordering van de financiers op de schuldenaar, als gevolg waarvan er geen 'wijziging van rechten' op grond van art. 370 Fw kan plaatsvinden. Uit de literatuur volgt daarnaast dat het WHOA-akkoord niet gebruikt kan worden om nieuwe verplichtingen op te leggen. Daarnaast volgt uit de parlementaire geschiedenis dat door de wijziging van het cash out recht onder omstandigheden een doorfinancieringsverplichting kan worden opgelegd. De wijziging heeft echter geenszins tot doel gehad om een gedwongen *cash in*, een 'bijfinancieringsverplichting' mogelijk te maken. Dat de wetgever geen verplichting tot het verstrekken van nieuwe financiering heeft geïntroduceerd, past bovendien volledig in het beeld dat alle in de afgelopen drie decennia gedane voorstellen om een dergelijke verplichting te introduceren het niet hebben gehaald. Voorts heeft de NVB uiteengezet waarom het redelijk is dat financiers niet verplicht kunnen worden om reeds overeengekomen, maar nog niet benutte financieringsruimte ter beschikking te stellen. Tot slot kwam aan bod dat een levensvatbare onderneming zelf in staat zou moeten zijn door (een combinatie van) mogelijkheden in de financieringsbehoefte te voorzien.

5 **Kan een WHOA-akkoord een wijziging van de contractuele rangorde bewerkstelligen?**

5.1 Inleiding

5.1.1 De tweede vraag die aanleiding zou vormen voor een vordering tot cassatie in het belang der wet is in het persbericht als volgt geformuleerd:

"(...) of de WHOA toelaat dat een akkoord feitelijk wijziging brengt in de onderlinge verhouding van uitkeringsrechten van de schuldeisers".

5.1.2 Deze formulering is wat onbepaald: wat wordt verstaan onder "feitelijk wijzigen" en wat is precies bedoeld met de "onderlinge verhouding van uitkeringsrechten"? Gelet op het feit dat de vordering zal worden ingesteld naar aanleiding van het Vonnis, gaat de NVB ervan uit dat het de P-G te doen is om de volgende rechtsvraag:

"Is wijziging van de tussen schuldeisers overeengekomen rangorde mogelijk op grond van art. 370 Fw?"

¹⁴⁵ De WHOA is nadrukkelijk ingestoken als kaderregeling zodat partijen een akkoord tot stand kunnen brengen dat toegesneden is op de specifieke omstandigheden van het geval, vgl. *Kamerstukken II 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 29.*

Het antwoord op die vraag dient volgens de NVB eveneens ontkennend te luiden. Voordat zij dit nader toelicht, volgt in de volgende paragraaf een bespreking van het Vonnis op dit punt.

5.2 Bespreking van het Vonnis op dit punt (rov. 4.35)

5.2.1 Er was in de zaak die leidde tot het Vonnis sprake van een gesyndiceerde structuur zoals besproken in par. 3.3. Het syndicaat had naast de SFA ook een intercreditor agreement (“ICA”) gesloten met een agent en een zekerhedenagent. Het akkoord stelde voor om diverse wijzigingen in deze ICA door te voeren. De rechtbank vatte de voorgestelde wijzigingen als volgt samen:

“Wijziging contractuele rangorde bij gedeeltelijke voldoening en bij uitwinning van zekerheden (waterval). Het gaat hierbij om:
o Voorrang geven aan V en VII (dus aan de bestaande posities uit hoofde van de Uncovered Bank Guarantee Facility en de hedging liabilities);
o Invoegen van HAL als Top-Up Guarantee Provider;
o Verhogen rang huidige Covered Bank Guarantee Facility liabilities, in die zin dat deze gelijk worden gesteld aan de Amazon lening en de General Incremental Covered Project Facility;
Voorts wordt de risicoverdeling aangepast in verband met het feit dat de huidige Covered Bank Guarantee Facility en Uncovered Bank Guarantee Facility worden gesplitst (zie hiervoor) en GO-cover kan worden aangevraagd.”¹⁴⁶

5.2.2 In par. 4.2.7 kwam reeds aan bod dat de rechtbank zich in rov. 4.6 de vraag stelt in hoeverre de in het kader van het akkoord beoogde wijzigingen nog passen in de lijn van art. 370 Fw. Deze toets wordt aangelegd voor de diverse beoogde wijzigingen, waaronder de beoogde wijziging van de in de ICA vervatte ‘waterval’.¹⁴⁷

5.2.3 Bij haar oordeel dat de voorgestelde wijzigingen mogelijk zijn, valt de rechtbank terug op een beslissing van de rechtbank Amsterdam uit 2021 in de Sportscholen-WHOA. In deze zaak werd de rechtbank gevraagd of de opeisingsdatum, de rentebetelingsverplichtingen en de convenanten konden worden gewijzigd in het akkoord.¹⁴⁸ De rechtbank overwoog:

“Met artikel 370 lid 1 Fw kunnen in een onderhands akkoord, anders dan bij een akkoord in surseance van betaling of in een faillissement, wijzigingen worden aangebracht in de (vorderings)rechten van schuldeisers. Hierbij gaat het om een wijziging van het recht van een schuldeiser om nakoming door de schuldenaar van de op hem rustende verplichtingen af te dwingen.

¹⁴⁶ Rov. 3.3 van het Vonnis.

¹⁴⁷ Zie rov. 4.9, tweede zin.

¹⁴⁸ Deze beslissing werd verkregen in het kader van een op grond van art. 378 Fw ingediend ‘aspectenverzoek’. In het uiteindelijke akkoordvoorstel werd de looptijd van de lening overigens niet verlengd, vgl. Rb. Amsterdam 3 november 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6522, JOR 2022/103 m.nt. O. Salah rov. 3.19 en 4.11.

Daarbij is van belang dat de wetgever heeft beoogd met de WHOA een flexibel instrument aan te bieden. De hier beoogde wijziging betreft een wijziging in de voorwaarden van bestaande vorderingsrechten uit hoofde van de Kredietovereenkomst. Met inachtneming van de beoogde flexibiliteit van de WHOA en de ratio van artikel 370 lid 1 Fw is de rechtbank met de herstructureringsdeskundige van oordeel dat het op directe wijze kunnen meenemen van de beoogde wijziging in lijn is met het beoogde doel van de WHOA procedure. Zoals de herstructureringsdeskundige terecht naar voren heeft gebracht zou een andersluidend standpunt er immers op neerkomen dat elke wijziging van een vordering die is vastgelegd in een overeenkomst alleen via de route van artikel 373 lid 1 Fw zou kunnen en dus nooit zonder toestemming van de schuldeiser, hetgeen slechts tot een opzegging zou kunnen leiden waardoor alle vorderingen direct opeisbaar worden. Daarmee kan een akkoord niet tot het beoogde resultaat leiden, namelijk het slechts wijzigen van bestaande vorderingsrechten uit de overeenkomst. De rechtbank ziet de beoogde wijziging van de maturity date en/of de rentebetelingsverplichtingen en/of de convenanten dan ook als een wijziging van het vorderingsrecht, waarover dus direct kan worden gestemd als onderdeel van het akkoord.”¹⁴⁹

5.2.4 Volgens de rechtbank moet dus worden uitgegaan van een ruime opvatting van het begrip “wijziging van het (vorderings-)recht” zoals bedoeld in art. 370 lid 1 Fw. De rechtbank constateert dat de wijziging van de ICA en de wijziging van de looptijd van de Lening noodzakelijk zijn voor het welslagen van het akkoord. Bovendien oordeelt zij dat deze wijzigingen samenhangen met de wijziging van de vordering tot betaling, waardoor de rechtbank de wijzigingen van de ICA en de looptijd kwalificeert als “wijzigingen van het vorderingsrecht” zoals bedoeld in art. 370 Fw.¹⁵⁰

5.2.5 De tegenstemmende bank had zich in de zaak die leidde tot het Vonnis op het standpunt gesteld dat de waterval *niet* kon worden gewijzigd via het akkoord. Deze financier verwees naar een uitspraak van de rechtbank Rotterdam van 15 december 2022 (hierna: het “**Rangwisselingvonnis**”).¹⁵¹ In die zaak ging het om de vraag of een rangwisseling via een WHOA-akkoord kon worden afgedwongen. Het ging in dat geval om pandrechten op debiteurenvorderingen. Een nieuwe (nood)financier zou op basis van het akkoord graag *eerste* pandrechten krijgen.¹⁵² Om dat mogelijk te maken zouden de twee andere pandhouders een lagere rang moeten accepteren. De rechtbank oordeelde in rov. 3.2 van het Rangwisselingsvonnis dat die rangwisseling niet kan worden afgedwongen via het akkoord:

¹⁴⁹ Rb. Amsterdam 5 augustus 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6519, JOR 2022/102 m.nt. Van den Sigtenhorst.

¹⁵⁰ Rov. 4.9 van het Vonnis.

¹⁵¹ Rb. Rotterdam 15 december 2022, ECLI:NL:RBROT:2022:11016, JOR 2023/189 m.nt. K. de Bruijn.

¹⁵² Deze casus lijkt dus sterk op de zaak die leidde tot het Vonnis, nu de voorgestelde wijziging van de rangorde in beide gevallen (mede) werd ingegeven door het feit dat er een nieuwe (nood)financier instapte.



“[D]e rechtbank [is] van oordeel dat artikel 370 lid 1 Fw niet in de mogelijkheid voorziet om via een akkoord een dergelijke rangwisseling van de zekerheidsrechten van individuele schuldeisers te bewerkstelligen. Artikel 17 lid 4 van de Richtlijn (EU) 2019/1023 (de Herstructureringsrichtlijn) biedt weliswaar de optie om verstrekkers van nieuwe of tussentijdse financiering het recht te geven om met voorrang terugbetaald te worden als er alsnog een faillissement volgt, maar in de huidige WHOA-regeling is deze optie niet overgenomen. In de Memorie van Toelichting bij de Implementatiewet richtlijn herstructurering en insolventie staat over deze optie op p. 24: “[h]iervan is in de huidige WHOA-regeling geen gebruik gemaakt en er is niet voor gekozen om dit alsnog te doen”.

- 5.2.6 In het Vonnis oordeelt de rechtbank dat de vergelijking met de zojuist geciteerde zaak niet opgaat. Zij overweegt als volgt:

“Daar ging het om een beoogde nieuwe financier die in het kader van het akkoord een eerste pandrecht wilde krijgen op vorderingen, waartoe noodzakelijk was dat de bestaande twee pandhouders een lager gerangschikt pandrecht zouden krijgen. Het ging daarbij dus om een goederenrechtelijke aanpassing van de rangorde, wat niet kan worden afgedwongen via de WHOA.”¹⁵³ (onderstreping NVB)

De rechtbank komt tot de slotsom dat de waterval gewijzigd kan worden over de band van art. 370 Fw. De NVB meent dat dit oordeel onjuist is en zal dit in de hierna volgende paragrafen toelichten.

- 5.3 Voor de wijziging van de ICA is geen plaats, nu dit niet de rechtsverhouding tussen de schuldenaar en schuldeiser(s) betreft

- 5.3.1 Het akkoord beoogde de ICA, en daarmee de onderlinge rechtsverhouding tussen diverse *schuldeisers* te wijzigen. De WHOA biedt daar geen grondslag voor. Het dwangakkoord heeft immers slechts betrekking op de rechtsverhoudingen tussen de schuldenaar en zijn schuldeisers.

- 5.3.2 In de literatuur bestaat discussie over de vraag of het akkoord ook de vorderingen van schuldeisers *op derden* (zoals bijvoorbeeld de bestuurders van de schuldenaar), kan wijzigen. De heersende leer is dat dat niet het geval is.¹⁵⁴ Het zou nog verder gaan om aan te nemen dat de rechtsverhouding die derden onderling met elkaar hebben, door middel van een akkoord kan worden gewijzigd. De wettelijke regeling biedt daar eenvoudigweg geen grondslag voor.

¹⁵³ Vonnis, rov. 3.35 laatste zin.

¹⁵⁴ Zie daarover Mennens 2020/400-402; D.F.H. Stein, *Hoofdelijke aansprakelijkheid* (diss. Nijmegen), Serie O&R, deel 144), Deventer: Wolters Kluwer 2023/269.

- 5.4 Indien wijziging van goederenrechtelijke zekerheidsrechten niet mogelijk is, dan moet eenzelfde resultaat niet feitelijk bewerkstelligd kunnen worden via de wijziging van de contractuele waterval
- 5.4.1 De NVB onderschrijft het Vonnis voor zover daarin wordt overwogen dat een goederenrechtelijke aanpassing van de rangorde via een WHOA-akkoord niet mogelijk is. Dat oordeel is geheel in lijn met de fundamentele keuze die de wetgever bij het ontwerpen van de WHOA heeft gemaakt. Uitgangspunt is immers dat de WHOA de bestaande rangorde *respecteert*, en dus niet wijzigt.¹⁵⁵ De wetgever hanteert daarbij een ruim begrip van rangorde: daaronder wordt verstaan rang die gebaseerd is op “Titel 10 van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek, een andere wet of een daarop gebaseerde regeling dan wel een overeenkomst” (onderstreping NVB).¹⁵⁶ In de Sportscholen-WHOA oordeelde de WHOA-rechtbank dat ook in structuren waarin wordt gewerkt met een parallelle schuld, de contractueel overeengekomen rangorde leidend is voor toepassing van de WHOA.¹⁵⁷
- 5.4.2 Hoewel de goederenrechtelijke rang van de zekerheidsrechten in dit geval juridisch-technisch gezien niet werd gewijzigd, omdat er sprake was van gemeenschappelijke zekerheden, gehouden door één zekerhedenagent,¹⁵⁸ werd de contractuele rangorde wél gewijzigd, hetgeen uiteraard effect heeft op de verdeling van de opbrengst van de zekerheden.¹⁵⁹ De rechtbank miskent dat aanpassing van de waterval uit de ICA precies hetzelfde effect heeft als de wijziging van de goederenrechtelijke rangorde zou hebben.¹⁶⁰
- 5.4.3 Hoewel de Rotterdamse rechtbank haar oordeel in het Rangwisselingsvonnis niet nader motiveert, zal dit oordeel ongetwijfeld zijn ingegeven door het in art. 374 lid 1 en 384 lid 4 sub b Fw bepaalde. Uit de tekst van die bepalingen blijkt immers nadrukkelijk dat de wetgever geen onderscheid maakt tussen rang die gebaseerd is op een overeenkomst (zoals een ICA) en rang die gebaseerd is op wettelijke bepalingen. Ook de memorie van toelichting bij art. 370 lid 1 Fw zal gewicht in de schaal hebben gelegd bij het oordeel van de rechtbank in het Rangwisselingsvonnis. In de toelichting is immers uitgewerkt dat slechts “het recht van een schuldeiser om nakoming door de schuldenaar van de op hem rustende verplichtingen af te dwingen” in het akkoord gewijzigd kan worden.¹⁶¹ Goederenrechtelijke zekerheidsrechten vallen evident niet onder deze omschrijving. Van Hooijdonk schrijft daarover:

¹⁵⁵ Zie par. 2.3.9.

¹⁵⁶ Zie art. 374 lid 1 en 384 lid 3 sub b Fw.

¹⁵⁷ Rb. Amsterdam 5 augustus 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6519, JOR 2022/102 m.nt. Van den Sigtenhorst, rov. 10.18. Een schuldeiser had bepleit dat er in geval van parallelle schulden sprake is van één zekerheidsrecht, en dat alle schuldeisers als gevolg daarvan een gelijke rang hadden. Zie voor dat (verworpen) argument rov. 5.7.

¹⁵⁸ Zie daarover par. 3.3.5.

¹⁵⁹ F.M.J. Verstijlen in zijn annotatie bij het Vonnis in NJ 2023/184, onder 10.

¹⁶⁰ Vgl. in dit verband HR 9 juli 2004, ECLI:NL:PHR:2004:AO7575, NJ 2004, 618 m.nt. P. van Schilfgaarde (*Bannenbergh e.a./NMB-Heller*), waarin het vestigen van een extra pandrecht qua rechtsgevolg in feite op één lijn wordt geplaatst met het sluiten van een contractueel arrangement dat hetzelfde beoogt.

¹⁶¹ *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 3, p. 9, zie ook par. 2.4.2.

“Een zekerheidsrecht kan immers pas worden uitgewonnen bij verzuim. Bovendien is de rangorde van schuldeisers toch vooral een aangelegenheid tussen deze schuldeisers onderling, terwijl artikel 370 lid 1 Fw ziet op de relatie schuldeiser-schuldenaar. In andere woorden: de schuldenaar zou met een rangwijziging hoofdzakelijk ingrijpen in zijn eigen concursus creditorum. Dit is een samenloop van crediteuren bij verhaal op de activa van de schuldenaar en dit heeft weinig van doen met de verhouding tussen debiteur en crediteur. Het ligt derhalve niet in de rede om een wijziging van de onderlinge rangorde van zekerheidsrechten onder ‘een wijziging van rechten van een schuldeiser om nakoming door de schuldenaar van een op de schuldenaar rustende verplichtingen af te dwingen’ te scharen.”¹⁶²

- 5.4.4 Bij de beoordeling van de vraag of een bepaalde wijziging via art. 370 Fw kan worden doorgevoerd, zou het geen verschil mogen maken of de rangorde is ontstaan als gevolg van de vestiging van diverse goederenrechtelijke zekerheidsrechten, of via een contractuele afspraak tussen de financiers. Het effect is immers hetzelfde. De redenering van de rechtbank in rov. 4.9 van het Vonnis doet gekunsteld aan. Hoewel er onmiskenbaar sprake is van “samenhang” tussen de waterval en met de vordering tot betaling, bestaat die samenhang evenzeer in geval van goederenrechtelijke zekerheidsrechten. Het argument dat de wijziging van de ICA noodzakelijk was voor het welslagen van het akkoord overtuigt evenmin: ook de wijziging van goederenrechtelijke zekerheidsrechten kan noodzakelijk zijn voor het welslagen van de herstructurering, maar dat maakt niet dat wijziging over de band van art. 370 Fw kan plaatsvinden.
- 5.5 De wetgever heeft er bewust voor gekozen om geen ‘priming liens’ te introduceren
- 5.5.1 Art. 17 lid 4 Herstructureringsrichtlijn geeft lidstaten de mogelijkheid om te bepalen dat verstrekkers van interim of nieuwe financiering het recht krijgen om met voorrang te worden terugbetaald. Een dergelijke regeling zou een stimulans kunnen zijn voor kredietverstrekkers om financiering te verstrekken aan schuldenaren in financiële moeilijkheden.¹⁶³ Het fenomeen dat een bestaande of nieuwe financier – na goedkeuring van de rechter – een hogere rang krijgt dan de zittende financiers (“superpriority”) wordt ook wel ‘priming’ genoemd.¹⁶⁴
- 5.5.2 De Nederlandse wetgever heeft ervoor gekozen om geen gebruik te maken van de mogelijkheid om een dergelijke ‘superprioriteit’ te introduceren. Dat dit een bewuste keuze is geweest, blijkt uit de memorie van toelichting bij de Implementatiewet.¹⁶⁵

¹⁶² B. van Hooijdonk in zijn annotatie bij het Rangwisselingsvonnis in HERO 2023/N-002.

¹⁶³ Considerans 68 Herstructureringsrichtlijn.

¹⁶⁴ Priming liens komen bijvoorbeeld voor in de Amerikaanse herstructureringspraktijk. Zie daarover F. van der Drift en K.B.G. Durlinger, ‘De positie van de noodfinancier onder de WHOA – voldoende comfortabel?’, Tvl 2020/43, par. 4.

¹⁶⁵ Kamerstukken II 2021-2022, 36 040, nr. 3, p. 24: “Hiervan is in de huidige WHOA-regeling geen gebruik gemaakt en er is niet voor gekozen om dit alsnog te doen.” Zie voor de Implementatiewet Stb. 2022, 491.

- 5.5.3 Het oordeel van de rechtbank dat de contractuele rangorde (de waterval) kan worden gewijzigd is niet te rijmen met deze bewuste keuze van de wetgever. De wijziging van de waterval die in het Vonnis is gesanctioneerd had immers tot gevolg dat bepaalde financiers een hogere rang kregen bij de verdeling van de opbrengst van de in zekerheid gegeven goederen. Ook werd er een nieuwe partij (hoog) in de rangorde ingevoegd.¹⁶⁶ Daarmee werd feitelijk een hogere rang toegekend aan bepaalde partijen.¹⁶⁷
- 5.5.4 Het is onwenselijk dat het antwoord op de vraag of ‘superprioriteit’ kan worden toegekend afhankelijk is van de manier waarop de financiering is gestructureerd. In structuren waarin wordt gewerkt met goederenrechtelijke zekerheidsrechten waarbij de financiers beschikken over eerste, tweede, derde (etc.) pandrechten, is het niet mogelijk een nieuwe financier een hoge rang te geven via het WHOA-akkoord. Dat zou – op basis van het Vonnis – anders zijn voor structuren waarin wordt gewerkt met een zekerhedenagent en een intercreditorovereenkomst. De wetgever heeft op dit punt echter een duidelijke keuze gemaakt door geen superprioriteit te introduceren. Die moet dan evenmin via homologatie van een contractuele aanpassing gerealiseerd kunnen worden.
- 5.6 Wijziging van de contractuele rangorde kan in ieder geval niet indien dit financiëlezekerheidsovereenkomsten raakt
- 5.6.1 De WHOA is niet van toepassing op fzo’s, zo blijkt sinds 1 januari 2023 expliciet uit art. 369 lid 4 sub c Fw. Dit artikellid implementeert art. 31 lid 1 onder b van de Herstructureringsrichtlijn. De Europese wetgever overweegt in dit verband dat de stabiliteit van financiële markten in grote mate afhangt van fzo’s.¹⁶⁸ In de memorie van toelichting bij de Implementatiewet schrijft de wetgever dat met art. 369 lid 4 Fw wordt verduidelijkt dat de zekerheidsrechten die voortvloeien uit een fzo niet kunnen worden gewijzigd door een akkoord in de zin van art. 370, eerste lid, Fw.¹⁶⁹
- 5.6.2 In de zaak die leidde tot het Vonnis had de vennootschap diverse derivatencontracten gesloten, die leidden tot zogenaamde ‘hedging liabilities’. Enkele financiers kwalificeerden als ‘Hedge Counterparties’. De positie van die Hedge Counterparties werd onder meer geregeld in de ICA.
- 5.6.3 In haar afwijzingsverzoek stelde de tegenstemmende financier zich op het standpunt dat het homologatieverzoek niet-ontvankelijk moest worden verklaard, omdat het akkoord betrekking had op fzo’s. De rechtbank passeerde dit ontvankelijkheidsverweer door te stellen dat de derivatenovereenkomsten niet werden gewijzigd, maar dat er (slechts) wijzigingen plaatsvonden in de ICA.¹⁷⁰ De rechtbank lijkt onderscheid te maken tussen het vorderingsrecht en het verhaalsrecht, maar miskent daarbij dat art. 369 lid 4 Fw absoluut is: fzo’s mogen op geen enkele manier worden geraakt door de WHOA.¹⁷¹

¹⁶⁶ Zie voor de wijzigingen van de waterval par. 5.2.1.

¹⁶⁷ In dezelfde zin: F.M.J. Verstijlen in zijn annotatie bij het Vonnis in *NJ* 2023/184, onder 9.

¹⁶⁸ Considerans 94 Herstructureringsrichtlijn.

¹⁶⁹ *Kamerstukken II* 2021-2022, 36 040, nr. 3, p. 80.

¹⁷⁰ Rov. 4.2.

¹⁷¹ Vgl. O. Salah, ‘Restructuring of Royal IHC: new developments under the Dutch WHOA’, *HERO* 2023/B-037, par. 6.

Uit de zojuist geciteerde passage uit de implementatiewet volgt bovendien expliciet dat niet alleen het vorderingsrecht, maar ook het *zekerheidsrecht* niet kan worden gewijzigd door het akkoord. Het is voor de financieringspraktijk van groot belang dat met de onderhavige procedure ieder misverstand hierover wordt weggenomen. Voor zover de Hoge Raad van oordeel zou zijn dat hij gehouden is op dit punt prejudiciële vragen te stellen aan het Hof van Justitie, merkt de NVB op dat het wenselijk zou zijn dat de Hoge Raad in dat geval bij tussenarrest alvast beslist op de overige cassatiemiddelen. De rechtspraktijk heeft immers grote behoefte aan duidelijkheid over de overige voorliggende punten.

5.7 Tussenconclusie

5.7.1 De in de ICA opgenomen waterval kan niet worden gewijzigd door middel van het akkoord. In de eerste plaats kan het dwangakkoord slechts betrekking hebben op de rechtsverhouding tussen schuldenaar en zijn schuldeisers en aandeelhouders. De ICA regelt echter de verhouding tussen de financiers onderling. Daar komt bij dat voor een wijziging van de contractueel overeengekomen rangorde hetzelfde dient te gelden als voor goederenrechtelijke rangorde: de WHOA biedt geen grondslag voor wijziging van die rangorde. Die conclusie wordt onderschreven door het feit dat de wetgever er bewust voor heeft gekozen om de mogelijkheid van *'priming'* niet te introduceren in het Nederlandse recht.

6 **Conclusie**

6.1 De NVB is van meet af aan voorstander geweest van een efficiënte en flexibele dwangakkoordregeling buiten surseance en faillissement. Een dergelijke regeling komt van pas in de situatie waarin een – kleine – minderheid van de schuldeisers van een onderneming op onredelijke gronden weigert mee te werken aan een waardemaximaliserend onderhands akkoord. Bovendien biedt de regeling een oplossing voor de situatie waarin aandeelhouders weigeren mee te werken aan een akkoord terwijl hun rechten “onder water” staan en zij niet bereid zijn additioneel kapitaal aan de onderneming ter beschikking te stellen.¹⁷²

6.2 Onder verwijzing naar het streven naar ‘flexibiliteit’ en het faciliteren van herstructureringen door onredelijke *hold out*-posities zoveel mogelijk te neutraliseren, kunnen echter niet alle discussies over de grenzen van het akkoord onder de tafel worden geveegd. Dat streven moet zorgvuldig worden afgewogen tegen fundamentele beginselen zoals partijautonomie, contractsvrijheid en het recht op het ongestoorde genot van eigendom. Het argument dat een beperkte opvatting van de reikwijdte van art. 370 Fw bepaalde herstructureringstrajecten onmogelijk zou maken, wordt in de praktijk met regelmaat gebezigd, ook door de WHOA-rechtbanken. Het Vonnis is daar een belangrijk voorbeeld van. De NVB heeft in paragraaf 4 uiteengezet dat het WHOA-akkoord geen verplichting tot het verschaffen van nieuwe financiering kan opleggen. In paragraaf 5 kwam aan bod dat een wijziging van de contractuele rangorde niet mogelijk is via het WHOA-akkoord. In het Vonnis is ten aanzien van beide punten ten onrechte anderszins geoordeeld.

¹⁷² Vgl. Reactie NVB op Voorontwerp WCO II, p. 2 (te raadplegen via www.internetconsultatie.nl/wco2).

- 6.3 Het argument dat de WHOA zonder ruim toepassingsbereik van het akkoord minder bruikbaar zou zijn in de praktijk, is een gevaarlijk argument omdat het geen grenzen kent. Dat de wet die grenzen wel degelijk kent, heeft de NVB in deze opmerkingen uiteengezet.¹⁷³

¹⁷³ F.M.J. Verstijlen in zijn annotatie bij het Vonnis in *NJ* 2023/184, onder 10.