

## Wettelijk faciliteren van (financiële) herstructurerings: het dwangakkoord

Johan Jol<sup>1</sup>

### Inleiding

1. De rescue culture, die inmiddels is ontstaan om ondernemingen te (doen) redden, viert hoogtij, juist in tijden van crisis<sup>2</sup>. Alleen: de Nederlandse (insolventie)wetgeving biedt onvoldoende instrumenten voor de facilitering van (financiële) herstructurerings in en buiten faillissement. In het verleden zijn vele pogingen gestrand om de Nederlandse (insolventie)wetgeving te wijzigen<sup>3</sup>. Dat kwam omdat deze pogingen niet ondersteund werden door de verschillende belanghebbenden zoals curatoren, banken, werkgevers, werknemers en (vanzelfsprekend) uiteindelijk de wetgever. Uit de brief van de minister van Veiligheid en Justitie van 27 november 2012 blijkt dat de minister wederom aanpassingen overweegt<sup>4</sup>. Deze aanpassingen hebben alleen een kans van slagen indien deze gedragen worden door de belanghebbenden<sup>5</sup>. De vanaf februari 2013 ruim opgezette pre-consultatierondes van het Ministerie van Veiligheid en Justitie doen vermoeden dat de minister zich een en ander realiseert en behoedzaam te werk gaat. Hoe anders ging dat met de invoering van de aanpassing van de regeling van het bodemrecht eind 2012<sup>6</sup>.
2. In dit artikel doe ik een voorstel voor aanpassingen in de Nederlandse (insolventie)wetgeving. Deze aanpassingen moeten (financiële) herstructurerings in Nederland vereenvoudigen zowel

---

<sup>1</sup> De auteur van dit artikel is als jurist werkzaam bij ABN AMRO Bank N.V. en maakt deel uit van de Juridische Werkgroep Corporate van de NVB. Echter, niets in dit artikel mag worden beschouwd als een standpunt van hetzij ABN AMRO Bank N.V. hetzij de (Juridische Werkgroep Corporate van de) NVB. Dit artikel wordt uitsluitend op persoonlijke titel geschreven in het kader van zijn nevenactiviteit, de Legal Houdini Academy. Met dank aan Michael Broeders (Freshfields), Sigrid Jansen (Allen & Overy), Barbera van Gangelen, Gerhard Gispén (allebei: Simmons & Simmons), Hans Boon, Rolf Verhoeven en Lennard Mooij (alle drie: ABN AMRO), Oscar Snijders (Deloitte & Touche), Nico Tollenaar (Resor) en Reinout van Riel (RBS) voor het (kritisch) commentaar op een eerdere versie. Ik bedank ook degenen die wel commentaar leverden maar niet genoemd wilden worden. Alle onjuist- en/of onvolkomenheden zijn vanzelfsprekend uitsluitend aan de auteur toe te schrijven. Deze bijdrage is tevens gebruikt voor het Congres Eyes on Insolvency dat op 18 april 2013 plaatsvond.

<sup>2</sup> Rescue is overigens niet een doel op zich en heeft alleen zin indien de onderneming economisch waarde heeft, of zoals bijvoorbeeld Berends en Broeders dat recentelijk in hun bespreking van het Preadvies Harmonisation of Insolvency Law in Europe uitgebracht door Prof. Ian F. Fletcher en Prof. Bob Wessel schreven: "Vanuit bedrijfseconomisch perspectief dient een onderneming te worden gered indien de going concern waarde hoger ligt dan de liquidatiewaarde." Voor een verdere economische onderbouwing zie bijvoorbeeld inleidend hoofdstuk II A van de paper: Cross-Border Insolvency Law: A Comparative Institutional Analysis van Sefa M. Franken met de daarin opgenomen verwijzing, fraai is de samenvatting: "Put differently, once firms are in bankruptcy, bankruptcy law should eliminate economically inefficient firms and reorganize economically efficient firms", te vinden op: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2047399](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2047399).

<sup>3</sup> Het in de lade van het ministerie van Veiligheid en Justitie verdwenen Voorontwerp Insolventie (ook wel het Wetsvoorstel Kortmann) is slechts een voorbeeld. Daarvoor kenden we al: 1983: Maas, Van Schaik en Blokland Preadvies: de in haar continuïteit bedreigde onderneming; 1984: Commissie Maas: Schets voor een Wet reorganisatie en herstel ondernemingen; 1989: Commissie Mijnsen; 1999: MDW: Marktwerking Regulering en wetgevingskwaliteit

<sup>4</sup> Zie B. Wessels die niet alleen zijn Wessels Bijbel (voor de kenners: de oude Polak maar dan bewerkt) onderhoudt maar ook een gratis website in de lucht houdt met allerlei wetenswaardigheden op het gebied van het insolventierecht, zie: [http://bobwessels.nl/wordpress/?attachment\\_id=2357vor](http://bobwessels.nl/wordpress/?attachment_id=2357vor) voor de brief d.d. 27 november 2012 van de minister.

<sup>5</sup> In dit artikel wordt voor belanghebbenden ook wel het begrip: stakeholders genoemd.

<sup>6</sup> De wijziging moest en zou er komen en naar – toch vaak in mijn ogen redelijke argumenten van – belanghebbenden werd niet geluisterd. Zie kritisch: Ton Tekstra, Het nieuwe bodemrecht (Vervolg): het gaat van kwaad tot erger, FIP December 2012, p. 284 e.v. Maar, ere wie ere toekomt, de voorvechter van het bodemrecht, de heer A. van Eijsden, ambtenaar bij het Ministerie van Financiën heeft het altijd al gezegd tegen de banken; staakt de bodemverhuur of ik laat de wet wijzigen. Dat is hem toch gelukt, wat de bank(jurist) daar ook van vindt. Begrijpelijk dat hij dan ook onmiddellijk in de pen is geklommen nadat Tekstra bezwaren had geuit, zie A. van Eijsden in Tvl 2013, nr. 2 onder de veelzeggende titel: "Makker staakt uw wild geraas".

in als buiten faillissement (of surseance van betaling). Het betreft de volgende in de eerdergenoemde brief van Ministerie van Veiligheid genoemde punten : “de vergemakkelijking van de totstandkoming van akkoorden buiten faillissement en de stille bewindvoering” en “de mogelijkheid van een akkoord dat dwingend opgelegd kan worden aan individuele schuldeisers, om te voorkomen dat zij een bedrijf onnodig failliet kunnen laten gaan”. In het bijzonder besteed ik daarbij aandacht aan de volgende in de huidige Nederlandse wetgeving bestaande problemen:

- Aandeelhouders kunnen volgens de bestaande wetgeving in beginsel niet worden gedwongen mee te werken aan een (financiële) herstructurering<sup>7</sup>;
  - Concurrente crediteuren kunnen buiten faillissement of surseance van betaling in beginsel niet worden gedwongen mee te werken aan een (financiële) herstructurering<sup>8</sup>; en
  - Preferente crediteuren (daaronder begrepen separatisten) kunnen in beginsel niet worden gedwongen mee te werken aan een (financiële) herstructurering<sup>9</sup>.
3. Mijn voorstel is gebaseerd op mijn ervaringen als praktijkjurist bij (financiële) herstructureringen in de periode 2007 tot heden. De volgende onderwerpen worden in dit artikel behandeld: de noodzaak van (financiële) herstructureringen, de betrokken stakeholders bij (financiële) herstructureringen en de huidige beperkingen van de Nederlandse (insolventie) wetgeving. Vervolgens worden de contouren geschetst van aanpassingen in de Nederlandse (insolventie)wetgeving die (financiële) herstructureringen vereenvoudigen. Het artikel wordt afgesloten met een korte conclusie.

### **De noodzaak van (financiële) herstructureringen**

4. In tijden van crisis krijgen veel ondernemingen teveel schuld ten opzichte van hun eigen vermogen en/of (operationele) winst. Herstructurering van de onderneming is zinvol in die gevallen waar de stakeholders<sup>10</sup> van de onderneming ervan overtuigd zijn dat continuering van de onderneming in hun gezamenlijk belang is, omdat – kort gezegd – de going concern waarde van de onderneming als geheel groter is dan de som van de liquidatiewaardes van de individuele activa van de onderneming. Het is dan in het belang van (de gezamenlijke stakeholders van) de onderneming om een herschikking van de relevante juridische aanspraken van de stakeholders bij de onderneming plaats te laten vinden.
5. Deze herschikking van juridische aanspraken moet worden gebaseerd op de economische werkelijkheid van de relatieve juridische aanspraken van de stakeholders ten opzichte van de economische waarde van de onderneming. Kort gezegd: hoeveel is de onderneming waard en wie van de stakeholders heeft bij deze waarde van de onderneming de mogelijkheid om (een deel van) zijn investering in de onderneming terug te krijgen. Bij de herschikking moet rekening

---

<sup>7</sup> Uit de jurisprudentie blijkt inmiddels dat onder omstandigheden de rechter de aandeelhouder wel kan dwingen, zie meer uitgebreid mijn artikel: Gedwongen medewerking aan een debt for equity swap; een (on)mogelijkheid? Dit artikel is opgenomen in de bundel de Insolvente Vennootschap, Insolad Jaarboek 2010 en te vinden op:

<http://www.legalhoudini.nl/images/upload/DES%20artikel%20versie%20concept%2017%20septemberdef.pdf>

<sup>8</sup> Zie voor een mogelijke uitzondering het onder noot 7 genoemde artikel.

<sup>9</sup> Zie voor een mogelijke uitzondering het onder noot 7 genoemde artikel.

<sup>10</sup> Wie de stakeholders zijn, is van geval tot geval verschillend. Kort gezegd, gaat het daarbij steeds om de partijen die nog een economisch belang hebben bij de onderneming, zie verder onder punt 10 e.v..

worden gehouden met de eventuele preferentie van bepaalde crediteuren op (bepaalde) activa van de onderneming en eventuele achterstellingen van de ene crediteur ten opzichte van de andere. Voorts geldt dat de aandeelhouders op hun beurt weer achtergesteld zijn bij de crediteuren<sup>11</sup>. Verder is van belang te bezien wie van de stakeholders bereid is om additionele financiering te verstrekken, in die gevallen dat deze noodzakelijk is.

De herschikking van de balans en daarmee van de verschillende juridische aanspraken geschiedt op basis van de zogenaamde “enterprise value”<sup>12</sup>. Vervolgens wordt bezien welke stakeholders op basis van deze waardering en met inachtneming van hun eventuele preferente positie hun investering (gedaan in de vorm van eigen vermogen of vreemd vermogen) (deels) nog terug zouden kunnen krijgen bij het verkopen van de onderneming going concern en welke niet (of althans niet geheel). Het relevante punt is daarbij steeds het antwoord op de vraag: “where breaks the value”, dat wil zeggen, wie van de stakeholders zou zijn investering niet meer (geheel of ten dele) terugkrijgen bij een verkoop van onderneming going concern. Voor zover de betreffende stakeholder zijn investering (geheel of ten dele) terug kan krijgen, wordt deze stakeholder beschouwd als (geheel of gedeeltelijk) “in the money”. Voor zover de stakeholder - op basis van de gemaakte waardering – zijn investering niet of niet volledig terug kan krijgen, is deze stakeholder (geheel of gedeeltelijk) “out the money”<sup>13</sup>. Zolang de going concern waarde van de onderneming lager is dan alle schulden van de onderneming, is de aandeelhouder ook volledig out the money”. De onderneming heeft last van wat in de economische literatuur wordt aangeduid als “debt overhang”, het hebben van structureel teveel schuld ten opzichte van de going concern waarde van de onderneming (dus solvabiliteit en niet liquiditeit)<sup>14</sup>. Deze debt

---

<sup>11</sup> Ik neem als uitgangspunt de thans in de praktijk gebruikelijke wijze van herstructurering en gebruikt de ook in de Nederlandse herstructureringspraktijk inmiddels ingeburgerde Engelse begrippen. Om toch een poging te wagen deze Engelse begrippen naar het – soms gebrekkig – Nederland te vertalen het volgende: “enterprise value” staat voor de ondernemingswaarde going concern, “where breaks the value” staat voor “waar de waarde breekt”; de begrippen “in the money” en “out the money” kunnen in het Nederlands wellicht worden vertaald met respectievelijk: “boven water” en “onder water”, zoals dat in Nederland voor wat betreft de positie van huiseigenaren met een hypotheek wordt gebruikt om aan te duiden of er na betaling van de hypotheekschuld nog wel (in the money, boven water) of niet (out the money, onder water) iets over blijft voor de huiseigenaar. “Debt overhang” staat eenvoudigweg voor insolventie, maar dan niet in de zin van illiquiditeit maar insolvabiliteit, dus meer schulden dan activa. “Skin in the game” kun je vertalen door het iets te verliezen hebben bij het fout gaan. Je wordt geacht geen skin in the game als je zelf niets meer te verliezen hebt (“no downside”), maar alleen iets te winnen (“only upside”).

<sup>12</sup> Zie over waarderingen van ondernemingen in moeilijkheden, Alistair Beveridge, Paul Hemming en Graeme Smith, *Valuation of distressed business, Restructuring and Workouts* (2008), p. 75 e.v en Michael Crystal QC en Rizwaan Jameel Mokal, *the Valuation of Distressed Companies: A Conceptual Framework, Part I en I in International Corporate Rescue*, 2006, issue 2 en 3 en ook *Distressed Debt Analysis, Strategies for Speculative Investors* van Stephen G. Moyer, CFA (2005), *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, Edward Altman (2006) en *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Aswath Damodaran (2012)

<sup>13</sup> In bepaalde gevallen kan een out the money stakeholder toch van zo groot belang blijken te zijn voor de onderneming dat hij in de (financiële) herstructurering wordt ontzien, enkel omdat de andere stakeholders begrijpen dat zulks noodzakelijk is; denk aan de Directeur Groot Aandeelhouder die essentieel is voor de onderneming of een dwangleverancier die ook van essentieel belang is voor het behoud van waarde van de onderneming. De extra pijn wordt in die gevallen veelal geleden door de financial creditors. Bijzondere aandacht geldt daarbij ook voor de aanspraken van werknemers. Deze kunnen ook van essentieel belang zijn voor onderneming. Van hen zal dan geen offer worden gevraagd en als bekend is de arbeidsrechtelijke bescherming van werknemers in Nederland sterk. Maar, recentelijk blijkt dat ook van werknemers in moeilijke tijden loonoffers worden gevraagd. Zie daarover recentelijk FD 8 januari 2013: “Taboe op loonoffer verdwijnt langzaam”

<sup>14</sup> Zie daarover *The Bankers’ New Clothes: What’s wrong with banking and what to do about it* van Anat Admati en Martin Hellwig (2013), chapter 1 en 2 en de glasheldere Youtube filmpjes over dit onderwerp bij: *The Drawing Board : Debt Overhang’s Effect on Business Investment and Economy*, <http://www.youtube.com/watch?v=b5bvHk1IEfM&feature=related> and [http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2010/2010-7.cfm?WT.oss=Filippo&WT.oss\\_r=166](http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2010/2010-7.cfm?WT.oss=Filippo&WT.oss_r=166)

overhang zal (wederom ervan uit gaande dat de onderneming als zodanig levensvatbaar is) moeten worden gesaneerd om de onderneming weer een kans van slagen te geven. Zolang er een verschil tussen de economische en juridische positie van de aandeelhouders is, zullen de aandeelhouders een – wat in economische termen wordt aangeduid als een – perverse incentive hebben, omdat zij geen “skin in the game” meer hebben, namelijk “only upside and no downside”<sup>15</sup>. Immers, eventuele verliezen worden niet meer door hen gedragen, maar door de crediteuren. Winsten komen weliswaar ten goede aan de crediteuren, tot het moment dat de debt overhang verdwenen is, maar vanaf dat moment komt een eventuele winst weer ten goede aan de aandeelhouders en kunnen zij hun upside realiseren.

In theorie kan de debt overhang worden opgelost door de bestaande aandeelhouder die opnieuw risicodragend kapitaal in de onderneming inbrengt. In de praktijk is dat daarvoor ook de meest gereede partij en wordt de bestaande aandeelhouder ook door de crediteuren gevraagd additioneel risicodragend kapitaal in te brengen. Als dat gebeurt en de debt overhang verdwijnt, is er meestal geen reden meer voor de crediteuren om in te grijpen<sup>16</sup>. Overigens zal aandeelhouder in de meeste gevallen niet bereid zijn de totale debt overhang te repareren, doch ook van de crediteuren een offer vragen, omdat zij zijn vaak ook al deels out the money zijn. Indien de aandeelhouder de debt overhang niet repareert, blijft de eerdergenoemde perverse incentive voor de aandeelhouder aanwezig, de aandeelhouder houdt de controle over de onderneming maar heeft zoals gezegd geen “skin in the game” meer. Dit heeft tot gevolg dat hoewel de crediteuren in dat geval in economische zin en dus de facto het risicodragend kapitaal verstrekken, zij geen controle hebben over het wel en wee van de onderneming. Deze is immers uiteindelijk in handen van de aandeelhouder.

De bestaande crediteuren kunnen de debt overhang laten verdwijnen door (en deel van) hun vordering(en) om te zetten in eigen vermogen<sup>17</sup>. In dat geval krijgen zij in hun hoedanigheid van aandeelhouder (mede)zeggenschap over de onderneming<sup>18</sup>.

6. Perverse incentives bestaan er ook voor zover bepaalde crediteuren van de onderneming het recht op juridisch opties hebben, die zij volgens de economische realiteit niet – meer – zouden moeten hebben. Een voorbeeld daarvan is een crediteur die weliswaar beschikt over een bepaalde zekerheid in de vorm van een pand- of hypotheekrecht op bepaalde activa, maar die gedeeltelijk out the money is. Deze crediteur krijgt in het kader van de herstructurering een betaling in contanten aangeboden die gelijk is aan zijn in the money waarde van zijn vordering. Desondanks en terwijl de crediteur weet dat hij gedeeltelijk out of the money is, kan hij

---

<sup>15</sup> Zie over dit begrip helder en uitgebreid hoofdstuk 31 van het boek *Antifragility* van Nassim Taleb (2012).

<sup>16</sup> Overigens in de praktijk is er ook discussie met de vreemd vermogen verstrekkers over een bepaald minimum aan risicodragend kapitaal dat de onderneming moet hebben, zodat er een gezonde buffer is om verliezen op te vangen. Het aanzuiveren van de debt overhang is dan niet voldoende.

<sup>17</sup> De debt for equity swap, zie nader: Zie het artikel van de auteur getiteld: *Gedwongen medewerking aan een debt for equity swap; een (on)mogelijkheid?*

<sup>18</sup> In bankenland is sinds enige tijd omdat ook banken kampen met solvabiliteitsproblemen erg hot de discussie rondom financieringsinstrumenten die onder bepaalde voorwaarden vanzelf van kleur verschieten van vreemd vermogen naar eigen vermogen, de zogenaamde contingent convertibles. Zie over deze instrumenten nader het artikel van mijn hand: *Een tussenstand van de (voorgenomen) herstructureringsmaatregelen voor banken en eventuele lessen te leren voor (financiële herstructurerings van) ondernemingen in het algemeen te vinden in de bundel Overeenkomsten en Insolventie, deel 72.* Het artikel is ook te vinden op:

<http://www.legalhoudini.nl/images/upload/Contractuele%20herstructureringen%20en%20de%20Too%20Big%20To%20Fail%20Issue%2024%20juni%202011verz.pdf>

aandringen op de betaling van zijn volledige vordering, bij gebreke waarvan hij gebruik kan maken van zijn recht van parate executie. Onder out of the money dient in dit verband te worden verstaan een negatief verschil tussen de theoretische onderhandse verkoopwaarde van de zekerheden van deze crediteur en zijn (hogere) vorderingen<sup>19</sup>. In de Nederlandse praktijk wordt wel verdedigd, dat pand- en hypotheekhouders slechts gerechtigd zouden moeten zijn tot dat deel van de opbrengst van hun zekerheden dat de executiewaarde vertegenwoordigt. De pand- en hypotheekhouder in Nederland kan echter hetzij met toestemming van de debiteur, hetzij met toestemming van de voorzieningenrechter, een onderhandse verkoop van het onderpand afdwingen en heeft dan recht op de totale opbrengst voor zover die de vorderingen (plus rente en kosten) van de pand- of hypotheekhouder niet te boven gaat<sup>20</sup>. Stel nu dat de hypotheek of pandhouder een betere opbrengst kan krijgen bij een onderhandse verkoop met toestemming van de voorzieningenrechter, maar hij weet dat hij zijn vordering ook voldaan kan krijgen uit de executie verkoop. Ik zou menen, dat dan de debiteur de pand- of hypotheekhouder zou moeten kunnen dwingen gebruik te maken van de onderhandse executie om zo de meerwaarde veilig te stellen voor de debiteur zelf<sup>21</sup>.

Een ander voorbeeld van een perverse incentive is de concurrente crediteur die – terwijl hij geheel of gedeeltelijk out of the money is - aandringt op de volledige betaling van zijn vordering. Die crediteur tracht dan uitsluitend “nuisance value” te gelde te maken.

7. Nadat de enterprise value van de onderneming is vastgesteld, dient te worden bepaald wat de relatieve economische positie is van alle stakeholders (dus inclusief alle crediteuren en aandeelhouders). Die positie moet worden gebaseerd op de bestaande contractuele afspraken terzake eventuele preferenties en achterstellingen, daarbij rekening houdend met de wettelijke bepalingen omtrent voorrang en voorrecht.

### **De betrokken stakeholders bij (financiële) herstructurerings**

8. Voor de vraag wie er precies de betrokken stakeholders zijn bij de onderneming, kan naar Nederlands vennootschapsrecht aangeknoopt worden bij het begrip “vennootschappelijk belang”. In de bekende Asser serie wordt dit begrip aldus geformuleerd:

“De resultante van de afweging van belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheid zijn betrokken. De (deel)belangen die dienen te worden meegewogen zijn in het bijzonder de belangen van de (gezamenlijke) aandeelhouders, de werknemers en, in normale omstandigheden, de continuïteit van de onderneming. Daarnaast dienen bij deze belangenafweging ook het belang van het concern waarvan de vennootschap deel uitmaakt en het belang van de crediteuren in acht te worden genomen. De omstandigheden van het concrete geval dienen in aanmerking te worden genomen bij

---

<sup>19</sup> Rekening houdende met eventuele voorbelasting van pand- of hypotheekhouders met een zekerheidsrecht, hoger in rang.

<sup>20</sup> Zie bijvoorbeeld Uitwinningsperikelen, een praktische beschouwing van de mogelijkheden om hypothecaire onderpand te gelde te maken, M.L.M. Bindels, J.M. Rommes en M. van Wingerden, Insolad Bundel Faillissement en Vastgoed (2012); overigens oorspronkelijk werd ervan uitgegaan dat een executieverkoop de hoogste waarde op zou leveren. De praktijk leert nog anders, doch mogelijk dat internetveilingen daar verandering in gaan brengen.

<sup>21</sup> Dat de pand- of hypotheekhouder mag executeren en niet een eventuele waardestijging van het onderpand hoeft af te wachten spreekt wat mij betreft voor zich.

het bepalen welk deelbelang in het gegeven geval prevaleert, waarbij tevens van belang zijn de aard van de onderneming en van het aandeelhouderschap<sup>22</sup>”.

9. In zijn oratie uit 2009 geeft Timmerman een fraaie invulling van het vennootschappelijk belang in de vorm van een zogenaamde ‘enlightened shareholder value benadering’. Timmerman definieert het aldus:

“In de 'enlightened shareholder value'-benadering geldt een verplichting met andere belangen dan die van aandeelhouders rekening te houden, maar die andere belangen hebben juist minder zelfstandige betekenis dan het aandeelhoudersbelang. Dit sluit echter niet uit dat het crediteurenbelang gaat overwegen, wanneer de vennootschap in financiële problemen raakt. De vraag hoe de verschillende belangen gewogen dienen te worden en welk gewicht de verschillende belangen hebben blijft van de omstandigheden van het geval afhangen en is dus context bepaald. De verdienste van de 'enlightened shareholder value'-benadering is dat zij belangenpluralisme en een zekere vooropstelling van het aandeelhoudersbelang combineert. Daarbij heeft die benadering het voordeel dat zij meer sturend is, maar ook niet te strikt op het aandeelhoudersbelang gericht is. De enlightened-leer geeft immers de mogelijkheid zich onder omstandigheden van het aandeelhoudersbelang te distantiëren.”

10. Het vennootschappelijk belang geeft dus niet alleen aan wie de stakeholders zijn, maar ook wat hun onderlinge verhouding is. De benadering van Timmerman houdt in dat op zich de aandeelhouder voorgaat. Deze mag – als eigenaar van de onderneming en verstrekker van het risicodragend kapitaal – bepalen wat er met de onderneming gebeurt. Maar, ik begrijp Timmerman aldus dat onder bepaalde omstandigheden het aandeelhoudersbelang van out the money zijnde aandeelhouders terzijde moet kunnen worden geschoven, althans dat het belang van de crediteuren voorop komt te staan. Ik zie een toepassing daarvan in het geval dat er sprake is van een debt overhang en de aandeelhouder derhalve geen risicodragend kapitaal meer verstrekt (immers zijn kapitaal is economisch gezien verdampt). In dat geval kan onder bepaalde omstandigheden van het aandeelhouders belang worden afgeweken ten gunste van de crediteuren<sup>23</sup>. Dat lijkt me ook juist, omdat in de situatie dat er sprake is van debt overhang, de onderneming wordt gedreven voor rekening en risico van de crediteuren en niet meer voor risico van de aandeelhouders<sup>24</sup>. Het risico voor de aandeelhouder heeft zich dan immers al gemanifesteerd en de aandeelhouder is out the money.
11. De onderlinge verhouding tussen de verschillende crediteuren van de onderneming moet worden bepaald overeenkomstig het bepaalde in art. 3:277 BW, kort gezegd iedere crediteur is gelijk behoudens door de wet erkende juridische redenen van voorrang, achterstelling en voorrecht. Daaruit volgt dus ook dat sommige crediteuren in en andere weer out the money

---

<sup>22</sup> Asser 2-II\* De naamloze en besloten vennootschap, II Vennootschappelijk Belang, nr. 394 (2009). Zie voor de specifieke positie van werknemers ook hiervoor noot 13.

<sup>23</sup> Een ander mooi voorbeeld denk ik te kunnen lezen in de overwegingen van de Ondernemingskamer naar aanleiding van het debacle van Fortis in de VEB/Fortis uitspraak van 5 april 2012 (LJN: BW0991) in rechtsoverweging 4.4. waar de Ondernemingskamer vanwege het karakter van Fortis als systeembank in rechtsoverweging 4.4. een verwijzing heeft opgenomen naar het Algemeen Belang als mede een belang dat het bestuur in het oog moest houden (ik veronderstel als onderdeel van het vennootschappelijk belang). Dat gaat dus kennelijk althans in dat geval ook voor het aandeelhoudersbelang.

<sup>24</sup> Zie voor een beschrijving hoe hiernaar wordt gekeken in respectievelijk de USA en de UK: Duties of Directors and Management of Distressed Companies, Harvey Miller and Christopher Mallon in the Law and Practice of Restructuring in the UK and US (2011).

zijn<sup>25</sup>. Maar, deze regelgeving houdt geen rekening met de volgende bijzondere economische werkelijkheden ten aanzien van verschillende crediteuren:

- Hoe kijken we aan tegen de juridische zeggenschap van een crediteur die out the money is?
- Kan een crediteur die geen economisch belang heeft bij een executie, omdat hij bij de executie toch geen opbrengst krijgt, gedwongen worden zijn executie te staken?
- Hoe zit dat met een tweede pand- of hypotheekhouder die bij executie ook geen opbrengst krijgt, maar toch de executie doorzet?<sup>26</sup>

12. In al deze gevallen is er sprake van een discrepantie tussen het economisch belang dat de betreffende crediteur heeft en de juridische mogelijkheden die hij in zijn hoedanigheid van schuldeiser heeft. Naar huidig recht zouden de onderneming en de andere crediteuren in dat geval kunnen trachten een beroep te doen op het leerstuk misbruik van recht (art. 3:13 lid 2 BW) en/of kunnen stellen dat het door de individuele crediteur uitoefenen van zijn (contractuele) rechten in strijd met de redelijkheid en billijkheid is (art. 6:2 lid 2 BW en art. 6:248 lid 2 BW) en/of dat de individuele crediteur daardoor onrechtmatig jegens andere stakeholders handelt (art. 6:162 BW)<sup>27</sup>.

Een andere optie is een beroep op art. 3:303 BW: zonder belang komt niemand een rechtsvordering toe, dus een volledig out of the money zijnde crediteur zou geen (rechts)vordering meer (moeten) hebben.

Het zijn echter allemaal theoretische lapmiddelen die bovendien onzeker zijn in uitkomst, omdat we de omvang en reikwijdte van de lapmiddelen niet kennen<sup>28</sup>. In de Nederlandse wetgeving ontbreekt echter een regeling die onder rechterlijk toezicht een herstructurering faciliteert van de juridische aanspraken van stakeholders op een levensvatbare onderneming. Die herstructurering zou op een dusdanige wijze moeten plaats vinden, dat de juridische aanspraken wederom overeenstemmen met de economische realiteit.

### **De huidige beperkingen van de Nederlandse (insolventie) wetgeving**

---

<sup>25</sup> De discussie rondom de vraag van de gezamenlijke crediteuren, die de leidraad zouden moeten zijn van een curator in het faillissement, wordt bewust terzijde gelaten. Deze lijkt alleen tot verwarring in de praktijk. Het zijn in ieder geval niet uitsluitend de concurrente crediteuren in het faillissement.

<sup>26</sup> Je kunt je daarnaast ook nog de vraag stellen hoe je aan moet kijken tegen de juridische zeggenschap van een crediteur die, omdat hij een vordering tegen een discount heeft gekocht (dus onder par), economisch minder skin in the game heeft dan een andere crediteur die wel het nominale bedrag aan de onderneming heeft verstrekt? Moet deze wel deze dezelfde zeggenschap hebben of juist minder?

<sup>27</sup> Zie voor een geval waarin misbruik van recht werd aangenomen door de rechter: Hof Gerechtshof Leeuwarden, 20 april 2010, 200.050.386/01, LJ BM2250, JBPR 2010/62, punt 9: "Nu derhalve te verwachten valt dat ook na de executoriale verkoop de schuld van [geïntimeerde] aan de [appellante] niet zal verminderen terwijl zij wel met een aanzienlijke restschuld aan de ABN AMRO zal worden geconfronteerd, maakt de [appellante] zich in beginsel schuldig aan misbruik van recht indien zij de executieveiling zou doorzetten. Feiten of omstandigheden, die het oordeel kunnen dragen dat de [appellante] door toch te executeren geen misbruik van recht maakt, zijn gesteld noch gebleken." Zie ook Rov 3.9 HR in HR 29 oktober 2004, NJ 2006, 203 en de instructieve conclusie van AG Huydecoper bij HR 11 februari 2011, LJN BO7106 Punt 10 en 11

<sup>28</sup> Zie art. 3: 268 lid 2 BW voor een voorbeeld waaruit blijkt dat Nederlandse recht onderkent dat het hebben van een economisch belang relevant is voor de vraag of je een rechtsvordering toekomt "Indien door de hypotheekgever of door een hypotheekhouder, beslaglegger of beperkt gerechtigde, die bij een hogere opbrengst van het goed belang heeft, voor de afloop van de behandeling van het verzoek aan de voorzieningenrechter een gunstiger aanbod wordt voorgelegd, kan deze bepalen dat de verkoop overeenkomstig dit aanbod zal geschieden".

13. De huidige Nederlandse (insolventie)wetgeving kent belangrijke beperkingen die een (financiële) herstructureren in en buiten surseance van betaling en/of moeilijk, zo niet onmogelijk maken. De volgende beperkingen zijn te onderscheiden:

**Aandeelhouders:**

- De beslissing van een onderneming om nieuw aandelen kapitaal aan te trekken is voorbehouden aan de aandeelhouders, ook indien zij economisch geen belang meer hebben bij de onderneming omdat het door hen verstrekte risicodragend kapitaal is verdampt. Immers, de bevoegdheid tot het uitgeven van aandelen berust – behoudens delegatie – bij de algemene vergadering van aandeelhouders. Bovendien hebben – behoudens uitsluiting of beperking – de aandeelhouders een voorkeursrecht op nieuw uit te geven aandelen<sup>29</sup>.

**Crediteuren :**

- Voor een beslissing tot aanpassen van de voorwaarden van bepaalde vorderingen is – behoudens indien een beroep kan worden gedaan op het feit dat zogenaamde collective action clauses zijn overeen gekomen<sup>30</sup> - instemming nodig van alle crediteuren van de vordering die aangepast wordt. Weliswaar is het in een Nederlandse surseance van betaling en/of een faillissementsprocedure mogelijk om een akkoord aan te bieden dat met - kort gezegd - een gewone meerderheid van crediteuren kan worden aangenomen, doch een dergelijk akkoord bindt de separatisten en de preferente crediteuren niet<sup>31</sup>.
- Voor de vraag of een crediteur al dan niet gehouden kan worden om mee te werken aan een herstructurering is volgens de wet niet van belang of de crediteur in of out the money is<sup>32</sup>.
- Een herstructureringsvoorstel kan niet door (een bepaalde meerderheid van) de crediteuren van een onderneming en/of de curator en/of de bewindvoerder worden gedaan.

**Contouren van aanpassingen in de Nederlandse (insolventie)wetgeving: het dwangakkoord**

14. Insolad heeft op 13 december 2012 een voorstel gedaan tot aanpassing van de insolventiewetgeving. In dit voorstel is in artikel 361j Fw ook een facilitering van een akkoord opgenomen. Het voorstel faciliteert uitsluitend het via de rechter tot stand komen van een dwangakkoord buiten een faillissement of surseance van betaling. Iedere schuldeiser die - in aanmerking genomen de onevenredigheid tussen het belang dat hij heeft bij uitoefening van de bevoegdheid tot weigering en de belangen van de schulden of van de overige schuldeisers die door de weigering worden geschaad - in redelijkheid niet tot weigering van instemming met de schuldregeling heeft kunnen komen, kan door de rechtbank worden bevolen alsnog in te

---

<sup>29</sup> Zie meer uitgebreid mijn in noot 7 genoemde artikel Gedwongen medewerking aan een debt for equity swap; een (on)mogelijkheid?

<sup>30</sup> Zie meer uitgebreid mijn in noot 7 genoemde artikel Gedwongen medewerking aan een debt for equity swap; een (on)mogelijkheid?

<sup>31</sup> Zie F.M.J. Verstijlen, het insolventieakkoord in bundel het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd (2008), p. 129 e.v. en B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispén, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord in Overeenkomsten en Insolventie, deel 72 Serie Onderneming & Recht, (2012)

<sup>32</sup> B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispén, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord in Overeenkomsten en Insolventie, deel 72 Serie Onderneming & Recht, (2012) zijn hierover terecht kritisch en schrijven op pag. 320: "Niet valt in te zien waarom schuldeisers die zonder een akkoord niets uit de opbrengst van de activa van de schuldenaar zouden ontvangen, een sanering en reorganisatie zouden kunnen tegenhouden."

stemmen met de regeling. Het voorstel van Insolad is een goede poging, maar schiet tekort om de volgende redenen:

- Het criterium voor de belangenafweging is vaag. Het is onduidelijk welke crediteuren precies gedwongen kunnen worden (preferente of alleen concurrente, minderheidscrediteur of ook zelfs meerderheidscrediteur) en wanneer er sprake is van onevenredigheid van het belang;
- De positie van de aandeelhouders wordt niet geregeld. Het lijkt zelfs mogelijk om de zittende aandeelhouders op deze wijze te laten profiteren van de herstructurering doordat zij niet verwateren maar de crediteuren wel gedwongen worden een deel van hun vordering op te geven;
- Uitsluitend de onderneming kan het akkoord aanbieden. Het akkoord kan niet (mede) op verzoek van (een bepaalde meerderheid van) de schuldeisers worden aangeboden;
- Er wordt geen duidelijk onderscheid gemaakt tussen crediteuren die in en die out the money zijn;
- Er wordt geen mogelijkheid geboden om te stemmen in klassen; en
- Het akkoord in de surseance van betaling en/of het faillissement blijft ongewijzigd.

In het voorstel wordt voor de gevallen dat er sprake is van een akkoord buiten faillissement een rol toegedicht aan de (nieuw in te voeren) stille bewindvoerder. Op zich kan ik me vinden in het voorstel van Insolad om in bepaalde gevallen (ik denk daarbij aan grote ingewikkelde herstructureringen, verder door mij aan te duiden als “Grote Herstructureringen”<sup>33</sup>) een onafhankelijke derde te benoemen die toezicht kan houden op een ordentelijk proces en die verifieert of het aangeboden akkoord aan de hierna te noemen waarborgen voldoet en die de rechter adviseert die over het akkoord moet beslissen. Het is echter de vraag of zo’n insolventieadviseur een jurist moet zijn, zoals het voorstel van Insolad lijkt te impliceren. Veelal zal een financieel deskundige (bijvoorbeeld accountant of financieel adviseur) deze rol beter kunnen vervullen dan een jurist. Deze financieel deskundige kan zich uiteraard wel laten bijstaan door een jurist. Ik noem deze deskundige dan ook liever herstructureringsdeskundige. Benoeming van een verplichte insolventieadviseur bij een akkoord (zeker voor ook die gevallen waarin sprake is van kleine, overzichtelijke herstructureringen) gaat me te ver.

## Voorstel

15. Mijn voorstel is bedoeld om een dwangakkoord te faciliteren. In een dwangakkoord worden de stakeholders onderverdeeld in klassen te stemmen over een voorstel voor dwangakkoord. Daarbij kan steeds de meerderheid in een bepaalde klasse de minderheid van in die klasse binden. Verder geldt dat onder bepaalde hierna te nemen omstandigheden een tegenstemmende klasse door rechterlijk ingrijpen kan worden overruled (hierna ook wel: “cram-down”). Door de rechterlijke goedkeuring van het akkoord komt vervolgens de herschikking tot stand van de juridische aanspraken van de stakeholders. Dat kan tegen de zin van de minderheid die deel uit maakt van een voorstemmende klassen en in sommige gevallen zelfs tegen de zin van

---

<sup>33</sup> Exact criterium nader te bepalen, gekoppeld aan bijvoorbeeld bepaalde omvang van de activa en/of met een ingewikkelde kapitaalstructuur. Wellicht zijn daar ook daar onder te begrijpen alle vennootschappen die structuurvennootschappen zijn in Nederland.

een bepaalde klasse als geheel (zie hierna). Ik meen dat aan een dergelijke regeling behoefte is zowel in als buiten een surseance van betaling en/of faillissement<sup>34</sup>. Bij Grote Herstructurerings<sup>35</sup> buiten surseance of betaling of faillissement is een voorafgaand positief advies van de hiervoor genoemde herstructureringsdeskundige vereist. De rechterlijk toets acht ik noodzakelijk, omdat het altijd zal gaan om een herschikking van de juridische aanspraken van stakeholders tegen de zin van bepaalde andere stakeholders<sup>36</sup>. De rechter moet toetsen of die herschikking redelijk en billijk is. Voor zover de herschikking wordt gedaan in de vorm van een akkoord in de surseance van betaling of het faillissement is positief advies van de bewindvoerder respectievelijk curator vereist, ook bij niet Grote Herstructurerings.

Het is mijns inziens niet raadzaam om in de wet vast te leggen hoe deze klassen er precies uit moeten zien, eenvoudigweg omdat dit van alle relevante omstandigheden van het geval afhankelijk zal zijn en dus niet bij voorbaat te regelen is<sup>37</sup>. Het onderstaande is in dat opzicht ook uitsluitend illustratief en is beperkt tot mijn praktijkervaring en/of verbeelding.

### **Positie Aandeelhouders**

16. Het uitgangspunt voor wat betreft de aandeelhouders zal zijn, dat zij out the money zijn. Dit betekent dat ze weliswaar mogen stemmen over het aangeboden akkoord, maar dat zij door de rechter - ook al stemmen ze tegen - overruled kunnen worden, omdat zij geen economisch belang meer hebben. Ik meen wel dat de rechter voordat hij positief over een dwangakkoord beslist, vast gesteld moet hebben dat de aandeelhouders de gelegenheid gehad moeten hebben om additioneel risicodragend vermogen aan de onderneming te verstrekken en daartoe niet bereid zijn gebleken. In dat opzicht pleit ik er dus niet voor het voorkeursrecht van de aandeelhouders per definitie te passeren, maar alleen in die gevallen waarin zij pertinent weigeren aan een financiële herstructurering mee te werken<sup>38</sup>. Indien en voor zover aandeelhouders wel bereid zijn nieuw additioneel risicodragend vermogen te verstrekken in het kader van een reorganisatieplan, zou de aandeelhouder voor dat bedrag in de separate klasse van aandeelhouders geplaatst kunnen worden die bereid zijn additioneel risicodragend kapitaal te verstrekken. In deze klasse worden dan tevens opgenomen de crediteuren die bereid zijn (een deel van ) hun vordering op de onderneming om te zetten in aandelenkapitaal. Indien de onderneming verschillende vormen van aandelen heeft, stemmen – voor zover economisch de aanspraken van deze aandeelhouders in het reorganisatieplan verschillend zouden zijn – ook deze verschillende aandeelhouders in verschillende klassen.

---

<sup>34</sup> In een eventuele uitwerking van het voorstel zal nog wel aandacht moeten worden besteed aan de vraag hoe ook een akkoord erkenning vindt buiten de Nederlandse landsgrenzen. Ik laat dit verder onbesproken.

<sup>35</sup> Zie hiervoor punt 14

<sup>36</sup> Elders heb ik uiteengezet dat het ook mogelijk is om reeds bij aangaan van de juridische aanspraken op de onderneming met de stakeholders contractueel vast te leggen (door middel van zogenaamde collective actions en vooraf afgesproken omzetting van schuld in eigen vermogen) dat er onder bepaalde voorwaarden een herschikking plaatsvindt, zie daarover: Een tussenstand van de (voorgenomen) herstructureringsmaatregelen voor banken en eventuele lessen te leren voor (financiële herstructurerings) van) ondernemingen in het algemeen te vinden in de bundel Overeenkomsten en Insolventie, deel 72. In de praktijk komt het gelukkig vaak tot een zogenaamde full consensual deal, dat wil zeggen alle stakeholders stemmen in. Juist het vastleggen van een wettelijke regeling van dwangakkoord zal naar mijn overtuiging tot meer consensuele deals kunnen leiden.

<sup>37</sup> Vergelijk bijvoorbeeld hoe dit omschreven wordt door Chris Howard en Bob Hedger in hun Restructuring Law & Practice (2008), 7.30 voor wat betreft de UK Scheme of Arrangement route: "The scope of an arrangement is limited only by the imagination of those sponsoring the scheme ..."

<sup>38</sup> Ik noem dat zelf in de praktijk: "pay or get our of the way" of ook wel "use it or loose it", zie verder ook weer mijn artikel Gedwongen medewerking aan een debt for equity swap; een (on)mogelijkheid?

## **Positie Crediteuren**

17. Ook ten aanzien van de crediteuren stel ik voor dat deze worden onderverdeeld in klassen. De bedoeling van het systeem is om er voor te zorgen dat crediteuren die voor wat betreft hun economisch aanspraken op de onderneming in een gelijkwaardige positie staan, in een zelfde klasse terecht komen. Vervolgens wordt in ieder klasse gestemd, waarbij steeds geldt dat de minderheid door de meerderheid (mits met instemming van de rechter) terzijde kan worden gesteld.
18. Op basis van voorgaande overwegingen luidt het voorstel als volgt:

### **Akkoord**

- a) Een akkoord kan zowel in surseance van betaling en faillissement als daarbuiten aangeboden worden
- b) Het akkoord moet voldoende waarborgen bieden tegen het op oneigenlijke gronden aan individuele crediteuren en aandeelhouders opleggen van een akkoord en moet voorts beschermen tegen willekeur. Het uitgangspunt daarbij is steeds de economische werkelijkheid van hun aanspraken zoals deze blijken uit de onafhankelijke waardering van de onderneming zoals opgenomen in het reorganisatieplan (kort gezegd: is de stakeholder in or out of the money). De bevoegde rechter<sup>39</sup> dient het akkoord goed te hebben gekeurd. Bij Grote Herstructurerings buiten surseance of betaling of faillissement is ook een voorafgaand positief advies van een herstructureringsdeskundige vereist .

### **Uitgangspunten**

- c) Een akkoord houdt in dat er een herschikking van juridische aanspraken de stakeholders (crediteuren en aandeelhouders) plaats vindt.
- d) Het akkoord moet deel uitmaken van een onderliggend (goed onderbouwd) reorganisatieplan, waarin tevens een onafhankelijke waardering van de going concern waarde van de onderneming is opgenomen en een taxatie van de onderhandse verkoopwaarde van de activa en de liquidatiewaarde van de activa. Uit deze waardering moet blijken dat de going concernwaarde van de onderneming de twee andere waarderingen overstijgt.

### **Wanneer kan het akkoord worden aangeboden?**

- e) In surseance of faillissement.
- f) Buiten faillissement en surseance.

---

<sup>39</sup> Men zou kunnen overwegen de ondernemingskamer in te schakelen voor een akkoord buiten surseance van betaling of faillissement (eventueel beperkt tot ondernemingen met een bepaalde omvang), gelet op de specifieke expertise van de ondernemingskamer. Eventueel alleen beperkt tot de door mij genoemde Grote Herstructurerings. Naar verluidt heeft Vriesendorp deze gedachte. Ik gebruik bewust niet de term buitengerechtelijk omdat er in mijn voorstel altijd een rechter aan te pas komt en het in dat opzicht dus gerechtelijk is.

### Welke rechter gaat de goedkeuring verlenen?

- g) Buiten faillissement: de rechtbank of de ondernemingskamer voor zover het Grote Herstructureringsplan betreft, met positief advies van een herstructureringsdeskundige. In faillissement of surseance: rechtbank die het faillissement heeft uitgesproken of de surseance van betaling heeft verleend.

### Wie mogen het akkoord aanbieden?

- h) De schuldenaar buiten faillissement/surseance.
- i) De schuldenaar en bewindvoerder gezamenlijk in surseance.
- j) De curator in het faillissement.
- k) Iedere crediteur of aandeelhouder zowel in als buiten faillissement of surseance.

### Wie zijn aan het akkoord gebonden, indeling in klassen, welke klassen stemmen, stemmenmeerderheid, gebondenheid?

- l) Een akkoord bindt alle stakeholders (dus alle creditoeren en aandeelhouders), ongeacht de klasse waarin deze zijn ingedeeld., met inachtneming van het navolgende:
- m) *Aandeelhouders*: Aandeelhouders worden mogen alleen in één klasse worden geplaatst indien en voor zover hun positie materieel gelijkwaardig is. Voor wat betreft de positie van de aandeelhouder is essentieel de vraag: is deze bereid (mede) het in het reorganisatieplan omschreven additioneel noodzakelijk risicodragend vermogen te verstrekken? Indien en voor zover de aandeelhouder dat is, wordt hij in een aparte klasse geplaatst. In deze klasse van verstrekkers van risicodragend vermogen worden tevens opgenomen andere partijen die nieuw risicodragend vermogen inbrengen en de creditoeren indien en voor zover deze bereid zijn een deel van hun vordering om te zetten in risicodragend vermogen. De overige aandeelhouders worden (afhankelijk van de vraag of hun aanspraken economisch gelijkwaardig zijn) in een of meer verschillende aandeelhoudersklassen geplaatst.<sup>40</sup>
- n) *Creditoeren*: Vorderingen worden alleen in één klasse geplaatst, indien deze materieel gelijkwaardig zijn.
- o) Klasse die geen enkele uitkering krijgt wordt geacht tegen te stemmen (maar kan door de rechter onderworpen worden zijn aan cram-down<sup>41</sup>, zie hierna).
- p) Vereiste stemmenmeerderheid per klasse: **crediteuren** in en buiten faillissement/surseance: de klasse aanvaardt het akkoord indien voorgestemd hebben creditoeren vertegenwoordigende 75% van het bedrag van de (in persoon of bij volmacht) ter vergadering verschenen en stemmende creditoeren (met erkende en voorwaardelijk toegelaten vorderingen). Alternatief: voor concurrente creditoeren zou

---

<sup>40</sup> Een aandeelhouder kan ook als verstrekker van nieuw vreemd vermogen optreden en wordt dan in die klasse geplaatst, als gezegd, de mogelijkheden zijn legio, de wetgeving moet deze ruimte bieden. Voor zover de aandeelhouders out the money zijjn, worden ze in die klasse geplaatst.

<sup>41</sup> Cram-down is afkomstig van het Amerikaanse recht en wil zoveel zeggen dat de rechter kan bepalen dat het plan tegen de zin van een klasse kan worden opgelegd.

thans gebruikte eenvoudige meerderheid in faillissement of surseance van betaling voldoende kunnen zijn.

- q) Vereiste stemmenmeerderheid per klasse **aandeelhouders**: de klasse aanvaardt het akkoord indien voorgestemd hebben aandeelhouders vertegenwoordigende 50% van het op het aandelenkapitaal gestorte bedrag van de ter vergadering verschenen (in persoon of bij volmacht) en stemmende aandeelhouders (van de betreffende klasse).
- r) Gebondenheid: alle leden van een klasse, ook zij die niet zijn verschenen of wel verschenen zijn maar niet gestemd hebben, zijn gebonden indien de vereiste stemmenmeerderheid per klasse ter vergadering is gehaald. Alle klassen moeten hebben voorgestemd (waarbij aandeelhouders en crediteuren die onder de cram-down vallen worden geacht te hebben voorgestemd, ook al stemden de klasse tegen., zie hierna), wil het akkoord zijn aangenomen. Ook crediteuren of aandeelhouders die niet hebben gestemd maar wel zijn uitgenodigd zijn gebonden.

#### **Waar moet aan voldaan moet zijn, wil het akkoord door rechtbank goedgekeurd worden?**

- s) Er is een onderliggend (goed onderbouwd) reorganisatieplan (inclusief maatregelen nodig voor uitvoering van het plan, zie hiervoor onder d), waarop de uitkeringen onder akkoord zijn gebaseerd inclusief een taxatie.
- t) Het plan is te goeder trouw voorgesteld en niet in strijd met een rechtsregel.
- u) Indeling in klassen volgens de voorgeschreven regels.
- v) Alle bekende schuldeisers en aandeelhouders zijn uitgenodigd om zich over het akkoord uit te laten en de aanbieder van het akkoord heeft datgene gedaan wat van hem redelijkerwijze verwacht kan worden om niet bekende crediteuren/aandeelhouders in kennis te stellen.
- w) Iedere deelnemer van een klasse moet volgens het aangebonden akkoord dezelfde uitkering krijgen, tenzij een deelnemer met een minder gunstige uitkering akkoord gaat.
- x) Iedere klasse heeft het voorstel aanvaard of de klasse die is onderworpen wordt aan een cram-down wordt geacht dit te hebben aanvaard;
- y) Iedere klasse krijgt minimaal zijn zogenaamde in the money waarde uitgekeerd (waarde die hij zou krijgen indien geen akkoord tot stand was gekomen).
- z) de schuldenaar kan zijn verplichtingen onder het akkoord nakomen.

#### **'Cram-down' tegenstemmende klasse**

- aa) Op verzoek van schuldenaar of een klasse van crediteuren of aandeelhouders, die het akkoord hebben aanvaard, kan de rechtbank<sup>42</sup> het akkoord opleggen zowel aan de tegenstemmende minderheid van een voorstemmende klasse als ook aan een volledig tegenstemmende klasse indien aan elk van volgende vereisten wordt voldaan:
- bb) **Zekerheidsgerechtigden (pand- en hypotheekhouders)**: Een cram-down van deze klasse kan plaats vinden indien (i) deze zekerheidsgerechtigden niet bereid zijn hun vordering voor zover die niet in the money is om te zetten in eigen vermogen of kwijt te schelden

---

<sup>42</sup> Of ondernemingskamer indien deze gekozen zou worden voor een akkoord buiten faillissement

als onderdeel van het reorganisatieplan en (ii) deze ook overigens tegen het akkoord hebben gestemd. Voorts kan een cram-down alleen plaatsvinden indien (iii) hen, voor zover zij eerste in rang zijn, onder het akkoord een bedrag in cash wordt aangeboden dat gelijk is aan hun in the money waarde (dat voor zekerheidsgerechtigden gelijk is aan de onderhandse verkoopwaarde van de activa, bij ongewijzigd gebruik, dat wil zeggen op basis van going-concern waarde waarop zij een zekerheidsrecht hebben, tot maximaal hun totale vordering met rente). Voor lager gerangschikte zekerheidsgerechtigden geldt dat voldoende is dat zij in het kader van het reorganisatieplan een waarde (in cash of anderszins) aangeboden krijgen die gelijk is aan hun in the money waarde.

- cc) **Preferente en concurrente crediteuren:** Een cram-down van deze klasse kan plaats vinden, indien (i) deze crediteuren niet bereid zijn hun vordering voor zover deze niet in the money is om te zetten in eigen vermogen of kwijt te schelden als onderdeel van het reorganisatieplan en zij ook overigens tegen het akkoord stemmen en (ii) zij krijgen in het kader van het reorganisatieplan een waarde (in cash of anderszins) aangeboden krijgen die gelijk is aan hun in the money waarde. Voor preferente crediteuren is dat maximaal de onderhandse verkoopwaarde van de activa waarop zij een preferentie hebben dan wel volledige betaling van hun vordering met rente.

**Aandeelhouders:** Indien deze bereid zijn (mede) het in het reorganisatieplan omschreven additioneel noodzakelijk eigen vermogen te verstrekken, stemt de aandeelhouder mee in de relevante klasse. Deze klasse moet voorstemmen en kan omdat deze additioneel risicodragend vermogen verstrekt niet aan een cram-down onderworpen worden. Indien een aandeelhouder echter niet bereid is (al dan niet door conversie van een bestaande vordering op de onderneming) nieuw eigen vermogen in te brengen (en wel op een dusdanig niveau dat de onderneming weer over voldoende risicodragend kapitaal beschikt) en ook overigens tegen het akkoord herstructurering stemt is een cram-down wel mogelijk.

#### **Wat is het gevolg van de goedkeuring van het akkoord?**

- dd) Gevolg van de goedkeuring is dat alle crediteuren en aandeelhouders zijn gebonden. Klassen die geen uitkering of een beperkte uitkering hebben ontvangen: hun rechten gaan teniet als gevolg van volledige kwijtschelding tegen ontvangst van de uitkering onder het reorganisatieplan.

#### **Beroep**

- ee) De schuldenaar, crediteuren, aandeelhouders kunnen in beroep gaan tegen de goedkeuring/niet-goedkeuring van het aangeboden akkoord bij het Hof<sup>43</sup>. De termijn van behandeling bij het Hof moet zeer kort zijn om zo snel mogelijk duidelijkheid te verkrijgen.

#### **Conclusie**

---

<sup>43</sup> Indien de ondernemingskamer in eerste aanleg bevoegd is, zal een alternatief moeten worden gevonden

19. In dit artikel zijn de contouren van aanpassingen in de Nederlandse (insolventie)wetgeving behandeld die (financiële) herstructureringszouden kunnen vereenvoudigen en nodeloze insolventies zouden kunnen voorkomen. Dit is noodzakelijk voor die gevallen waarin naar huidig recht een (financiële) herstructurering onmogelijk blijkt te zijn, omdat de bestaande aandeelhouders of bepaalde crediteuren zonder economische ratio weigerachtig blijven mee te werken. In dit artikel wordt bepleit om relevante regelgeving in zorgvuldig overleg met de relevante partijen aan te passen. Het voorstel houdt in om een dwangakkoord in de Nederlandse wetgeving op te nemen waarin de stakeholders van de onderneming worden onderverdeeld in klassen en in elke klasse te stemmen over een reorganisatieplan. Aldus kan met goedkeuring van de rechter er een herschikking komen van de juridische aanspraken van de stakeholders. Een dergelijke herschikking moet zowel in als buiten een surseance van betaling en/of faillissement mogelijk zijn. Bij herstructureringszouden van ondernemingen met een bepaalde omvang of met een bepaalde ingewikkelde kapitaalstructuur, in dit artikel als Grote Herstructureringszouden aangeduid, die zich afspelen buiten surseance van betaling of faillissement is een voorafgaand positief advies van een herstructureringsdeskundige vereist. Voor zover het reorganisatieplan plaats vindt in de vorm van een akkoord in de surseance van betaling of het faillissement is een positief advies van de bewindvoerder respectievelijk curator vereist, ook bij niet Grote Herstructureringszouden.
20. De in dit artikel beschreven contouren kunnen als inspiratiebron dienen voor de aanpassingen van de Nederlandse regelgeving.