

# De positie van de junior crediteur in intercreditorstructuren\*

G. Kreuze & R. den Hollander

## 1 Inleiding

Een onderneming gebruikt meestal twee financieringsbronnen. Vermogen wordt opgehaald via uitgifte van aandelen of stortingen op het aandelenkapitaal (eigen vermogen) en via het aantrekken van schuld (vreemd vermogen). Bij vreemd vermogen wordt er gevarieerd met schuldinstrumenten die ieder een ander risicoprofiel kennen en daarmee dus aantrekkelijk kunnen zijn voor verschillende verschaffers van vreemd vermogen. Door middel van achterstelling van vorderingen, rangorde van zekerheidsrechten en overige afspraken tussen verschaffers van vreemd vermogen (onderling en met de schuldenaar) kunnen schuldinstrumenten (en dus risicoprofielen) worden gevormd naar de behoefte van partijen. In veel gevallen is er een crediteur die wat betreft aflossing of verhaalspositie ná een ander komt, ook wel een junior crediteur genoemd (hierna: de junior). Die ‘ander’ is de senior crediteur (hierna: de senior). De relatie tussen creditoren wordt meestal vormgegeven in een achterstellingsakte, *intercreditor agreement* of *priority deed* (voor het gemak hierna aangeduid als: intercreditor).

In dit artikel staat de junior centraal. Wij bespreken welke structuren en instrumenten (hierna: intercreditorstructuren) worden gebruikt om de positie van de junior ten opzichte van de senior en de debiteur te bepalen (par. 2, 3 en 4). We gaan telkens in op de impact die de gekozen intercreditor structuur heeft op de positie van de junior en bespreken de belangrijkste aandachtspunten bij de structuren. Daarbij behandelen we ook de werking van iedere structuur in insolventie. Tot slot komt de impact van een WHOA-akkoord op de positie van de junior aan bod (par. 5). Waar relevant zullen wij telkens ook de positie van de junior onder het

\* Met dank aan Martijn Rongen voor zijn kritische lezing van en waardevolle commentaar op diverse versies van dit artikel.

format intercreditor van de Loan Market Association (LMA) tegen het licht houden.<sup>1</sup>

## 2 Intercreditorstructuren

Hoe een intercreditorstructuur wordt vormgegeven hangt voornamelijk af van de commerciële doelen van partijen. In theorie staat iedere investeerder en onderneming eerst voor de keuze of een financiering de vorm van eigen vermogen of vreemd vermogen krijgt. De houder van het eigen vermogen heeft vaak een voorkeur om de financieringsbehoefte van de onderneming in substantiële mate met vreemd vermogen in te vullen. Dit verhoogt het verwachte rendement op het geïnvesteerde eigen vermogen (*leverage*).<sup>2</sup> Eigen vermogen is de meest achtergestelde, en hierdoor ook de duurste, financieringsbron.<sup>3</sup> Immers, hoe hoger het risico, hoe hoger de vergoeding die de verstrekker verwacht. Schuldinstrumenten hebben nog andere voordelen (ten opzichte van eigen vermogen), namelijk:

- a Er zijn geen vennootschappelijke restricties op terugbetalingen (terwijl voor betalingen op eigen vermogen veelal moet worden voldaan aan uitkeringstesten).<sup>4</sup>
- b Er is geen verwatering (economisch en zeggenschap) van het aandelenkapitaal.

- 1 Zie [www.lma.eu.com](http://www.lma.eu.com). De LMA voorziet in modellen die breed worden toegepast in financieringstransacties. Een van de doelen van de LMA is dan ook de voorwaarden van documentatie te uniformeren (door middel van gedetailleerde modellen). We kijken in dit kader naar het format met de titel: 'Intercreditor agreement for leveraged acquisition finance transactions (senior / mezzanine)'. Ondertussen zijn er ook andere formats – bijv. de super senior/senior-structuur, waar de werkkapitaalverschaffer een hogere rang krijgt ten opzichte van de financiers van de termijnleningen, of een die speciaal is ontwikkeld voor vastgoedfinancieringen (zie ook par. 2 ten aanzien van dergelijke structuren). De relevante LMA-modellen gaan uit van Engels recht, maar worden vaak als uitgangspunt gebruikt om een Nederlandsrechtelijke intercreditor op te stellen. We gaan in dit artikel dan ook uit van een overeenkomst naar Nederlands recht. Zie voor een introductie van het model intercreditor agreement van de LMA K.J. Ribbink & H.J. Steinvooft, *Crediteuren op één lijn: een introductie in de structuur van de LMA intercreditor agreement*, FIP 2020/357, afl. 8, p. 39-43.
- 2 U. Axelson, P. Strömberg & M.S. Weisbach, *Why are buyouts leveraged? The financial structure of private equity funds*, *The Journal of Finance* (64) 2009, afl. 4, 1549-1582. Zie ook A.W.A. Boot, J.E. Ligterink & J.K. Martin, *Private equity en waardecreatie*, *Ondernemingsrecht* 2020/146, par. 2.
- 3 Vreemd vermogen wordt eerder dan eigen vermogen terugbetaald bij concursus. Daarnaast is eigen vermogen niet opeisbaar, de aandeelhouder wordt gezien als *residual claimant*. Zie S.C.E.F. Moulen Janssen, *De positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringen (Serie vanwege het Van Der Heijden Instituut, deel 163)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, par. 2.3.4. Voor dit artikel gaan wij uit van een juridische benadering van het begrip eigen vermogen. Daarmee bedoelen we eigen vermogen in de zin van kapitaalsinstrumenten zoals aandelen. Deze instrumenten bieden geen recht op terugbetaling en ook geen vast rendement (hoewel preferente aandelen bijv. een coupon hebben, levert dat slechts preferentie ten opzichte van andere aandeelhouders op; die preferentie wordt pas relevant als er – na betaling van alle kosten – een bedrag overblijft voor de aandeelhouders als residual claimant).
- 4 Zie art. 2:105 BW (voor de nv) en art. 2:216 BW (voor de bv), maar ook art. 2:98/207 en art. 2:99/208 BW voor inkoop van aandelen en terugbetaling van kapitaal.

- c Schuldinstrumenten kunnen een gunstigere fiscale behandeling hebben (geen dividendbelasting en onder omstandigheden aftrekbaarheid van rentebetalingen).<sup>5</sup>
- d Schuldinstrumenten zijn niet onderworpen aan het strakke kader van het vennootschapsrecht en dus, gezien de contractsvrijheid, flexibel in te richten.

Een nadeel van vreemd vermogen (voor de verkrijger) is dat er een terugbetalingsverplichting is. Eigen vermogen kan niet worden opgeëist. Het rendement op een schuldinstrument is vaak gelimiteerd,<sup>6</sup> terwijl het rendement op eigen vermogen in theorie oneindig is. Met eigen vermogen (met stemrecht) krijgt de verstrekker op basis van het vennootschapsrecht meer ‘grip’<sup>7</sup> op de vennootschap dan op basis van (slechts) contractuele afspraken onder een schuldinstrument.<sup>8</sup>

Door de bovenstaande voordelen van schuldinstrumenten zullen een onderneming en haar aandeelhouder erop sturen om het schuldniveau te optimaliseren voor de financiering van investeringen (bijvoorbeeld aankoop van ondernemingen) en voor werkkapitaal.<sup>9</sup> Meerdere typen schuldverstrekkers zijn dan meestal nodig om dit schuldoptimum te bereiken. Dit kan in de praktijk leiden tot complexe samenstellingen van het vreemd vermogen. Voor *leveraged finance* transacties werden traditioneel zowel termijnleningen (voor investeringen) als werkkapitaalkrediet door

- 5 De aftrekbaarheid van rente wordt in toenemende mate aan banden gelegd. Hierdoor (maar ook gezien diverse andere fiscale ontwikkelingen, zoals de invoering van voorwaardelijke bronbelasting op rente) zijn fiscale overwegingen zoals renteaftrek in steeds mindere mate een doorslaggevende factor bij de beslissing om vreemd of eigen vermogen aan te trekken.
- 6 Gelimiteerd in de zin dat rente op basis van een vast tarief wordt vastgesteld, vaak als percentage van de uitstaande hoofdsom, en dus gelimiteerd is. Er kan met rente eindeloos worden gevarieerd, zo zijn een variabele en zelfs winstafhankelijke rente mogelijk.
- 7 Met meer ‘grip’ doelen we op bescherming die voortvloeit uit het vennootschapsrechtelijke kader zoals o.a. volgt uit Boek 2 BW. De aandeelhouder heeft met stemrecht, vergaderrecht en agenderingsrecht diverse middelen om in zekere mate grip te houden op de vennootschap. In hoeverre een aandeelhouder daar in voorkomende gevallen werkelijk bescherming aan ontleent, hangt af van de governance van de vennootschap. Gedacht kan worden aan de minderheidsaandeelhouder of de houder van stemrechtloze aandelen die uiteraard minder ‘grip’ op de vennootschap heeft. Daarbij is volgens vaste rechtspraak het bestuur belast met het dagelijkse bestuur en het bepalen van het beleid en de strategie van de vennootschap en is dus de controle van de aandeelhouder op die manier ook beperkt. Aan de andere kant geldt ook voor crediteuren dat ze in toenemende mate grip kunnen krijgen op de vennootschap. Enerzijds door als pandhouder van aandelen het stemrecht naar zich toe te trekken (veelal mogelijk nadat de kredietnemer in verzuim raakt), anderzijds op basis van contractueel ingerichte governancemiddelen. Zo kan een crediteur bedingen dat hij deel kan nemen aan alle bestuursvergaderingen (als *board observer*) van de kredietnemer. De mate van controle over een vennootschap is daarmee erg afhankelijk van de specifieke voorwaarden van de financiering en de governancestructuur.
- 8 Overigens kan het eigen vermogen ook een complexe samenstelling hebben van economische en zeggenschapsrechten. Dit gaat de reikwijdte van dit artikel te buiten, maar denk hierbij aan preferente aandelen, letteraandelen, stemrechtloze aandelen, etc. Daarbij zijn er allerlei hybride varianten ontwikkeld, zoals *convertibles*, *perpetuals* en *preferred equity*. Veelal zijn deze hybride varianten ontwikkeld om de voordelen van eigen en vreemde instrumenten samen te voegen in één instrument.
- 9 Werkkapitaalkrediet typeert zich doordat het in een kortlopende en terugkerende kredietbehoefte voorziet (denk aan het betalen van salarissen, het aankopen van grondstoffen of het financieren van de kosten van het productieproces).

banken verstrekt door middel van TLA-, TLB- en RCF-faciliteiten<sup>10</sup> die gelijk in rang waren (*pari passu*).<sup>11</sup> Indien meer schuld gewenst was, werd een additionele financier aangetrokken, vaak mezzanine- of *second lien* financier genoemd omdat deze financier *achter* de senior positie van de banken kwam. Tegenwoordig zijn er ook schuldfondsen<sup>12</sup> actief (vaak met een *unitranche*-faciliteit<sup>13</sup>) of wordt er gebruik gemaakt van de kapitaalmarkt (door uitgifte van *high yield bonds*). Deze typen schuldverstrekkingen zijn niet ingesteld om werkkapitaalfinanciering te verstrekken, dus wordt in die gevallen naast de unitranche of high yield bonds geregeld een werkkapitaalfaciliteit verstrekt door een bank. Het kan ook zo zijn dat het schuldoptimum wordt bereikt doordat de kredietnemer bij de aankoop van een onderneming de koopprijs deels schuldig blijft (verkoperslening). Daarnaast kunnen aandeelhoudersleningen voor de financiering van de investering (de overname) ook nog een rol spelen.

Zoals gezegd, de betrokkenheid van verschillende financiers levert conflicterende belangen op die moeten worden geadresseerd. Het risicoprofiel van de financiering is bepalend voor de vraag of en welke intercreditorstructuur passend is. Intercreditorstructuren kunnen worden opgetuigd aan de hand van een aantal instrumenten (die vaak ook gecombineerd worden):

- 1 vormen van achterstelling:
  - a de rangorde wordt aangebracht door achterstelling op basis van een vennootschappelijke structuur (zoals bij een verkoperslening); of
  - b door achterstelling van een vordering zoals bij senior-/mezzanine financieringen, waar mezzanine Vorderingen zijn achtergesteld op de senior;<sup>14</sup> of
  - c de verhouding wordt vormgegeven door contractuele afspraken tussen debiteur en crediteuren of alleen tussen de crediteuren onderling zonder dat

10 Deze afkortingen duiden de volgende kredietvormen aan: Term Loan A(mortizing), Term Loan B(ullet) en Revolving Credit Facility. De TLA is een termijnlening waar periodiek (vaak ieder kwartaal) op afgelost wordt. Een TLB wordt afgelost bij het einde van de looptijd. Een RCF is een werkkapitaalinstrument waarbij de kredietnemer reeds terugbetaalde bedragen opnieuw kan lenen. In een Nederlandse context wordt de RCF veelal (deels) beschikbaar gesteld in de vorm van een rekening-courantkrediet. Maar ook factoringfaciliteiten worden gezien als werkkapitaalinstrumenten (naast banken zijn op dit gebied ook weer specifieke partijen actief).

11 In dat geval is er dus slechts één kredietverschaffer of één groep van kredietverschaffers die al het benodigde krediet verstrekt onder één kredietovereenkomst, er spelen dan geen (of slechts zeer beperkte) intercreditor vraagstukken.

12 Schuldfondsen zijn verschaffers van vreemd vermogen (schuldinstrumenten) die anders dan traditionele banken zelf de structuur van een fonds hebben. Dat betekent o.a. dat ze (private) investeerders hebben, elk fonds een beperkte looptijd heeft, en dat dergelijke fondsen zijn vrijgesteld van onderdelen van het bancaire toezichtsregime. Hierdoor zijn het verdienmodel en de risicobereidheid van dergelijke financiers anders dan die van banken (of verzekeraars).

13 Dit instrument onderscheidt zich van traditionele kredietfaciliteiten die door banken worden aangeboden (zie noot 10) door zijn eenvoud en bestaat meestal uit één faciliteit voor termijnleningen. Deze faciliteit wordt dan economisch gezien als een product waarin een seniorfaciliteit en een mezzaninefaciliteit zijn gecombineerd tot één product.

14 Achterstelling van een vordering wordt bijv. ook toegepast in geval van super senior/senior-structuren waar we in noot 1 naar verwijzen.

de debiteur daar partij bij is. Het laatste is vaak het geval indien de debiteur met één financier contracteert, en die financier op zijn beurt aan de ‘achterkant’ met de partijen die hem in staat stellen om de lening te verstrekken afspraken maakt over de verdeling van opbrengsten (ook wel *agreement among the lenders* genoemd en het komt onder andere voor bij unitranchefaciliteiten);

- 2 rang zekerheden: de rang van de zekerheden op de goederen van de debiteur is verschillend (*first/second lien*) of gevestigd op een verschillende pool van goederen (*split collateral*). Denk aan werkkapitaalfinancieringen die alleen voorraad en vorderingen als onderpand hebben, terwijl de andere financiers de overige goederen van de kredietnemer als onderpand hebben.

### 3 Vormen van achterstelling

Een achterstelling kan volgen uit de wet of overeenkomst.<sup>15,16</sup> Een achterstelling kan zowel eigenlijk als oneigenlijk zijn. Eigenlijke achterstelling verlaagt de rang van een vordering bij verhaal en gaat primair om de verdeling van de executieopbrengst. Oneigenlijke achterstelling maakt een vordering achtergesteld op andere wijze dan door eigenlijke achterstelling, bijvoorbeeld door voorwaarden te stellen aan de betaalbaarheid van de achtergestelde vordering. Deze vormen sluiten elkaar niet uit en in de praktijk bevatten veel achterstellingsovereenkomsten zowel eigenlijke als oneigenlijke achterstelling. Waar wij spreken van contractuele achterstelling doelen wij daarom op achterstelling die volgt uit overeenkomst en zowel een eigenlijke als een oneigenlijke achterstelling omvat. Achterstelling kan ook worden bewerkstelligd door het gebruik van een vennootschappelijke structuur (structurele achterstelling). Wij zien structurele achterstelling ook als een vorm van achterstelling, hoewel deze niet ziet op de rang van een vordering, verdeling van de executieopbrengst of crediteurenrechten. We zullen de afzonderlijke achterstellingsfiguren hieronder behandelen.

#### 3.1 Structurele achterstelling

De structurele achterstelling is gebaseerd op het concept dat een crediteur van een vennootschap zich niet kan verhalen op het vermogen van de dochter van die vennootschap totdat die dochter al haar crediteuren heeft betaald en het (liquidatie) vermogen heeft uitgekeerd aan haar moeder. Meestal wordt een (speciaal hiervoor

- 15 In art. 3:277 lid 2 BW wordt erkend dat achterstelling uit overeenkomst kan volgen. Er zijn slechts enkele gevallen waar achterstelling volgt uit de wet, voorbeelden zijn de achterstelling van specifieke schuldinstrumenten van banken op grond van art. 212rb Fw, de achterstelling van legaten, quasilegaten en testamentaire lasten in gevolge (o.a.) art. 4:7 lid 2 en 4:120 lid 1 BW en de achterstelling van de subrogerende schadeverzekeraar op grond van art. 7:962 lid 2 BW.
- 16 Een interessante discussie wordt gevoerd over de vraag of bepaalde vorderingen onderhevig zouden moeten zijn aan een wettelijke achterstelling, in het bijzonder vorderingen uit hoofde van aandeelhoudersleningen. Zie S.J.D. Werdmölder, De aandeelhouder als schuldeiser van de vennootschap: does one size fits all?, *Ondernemingsrecht* 2022/4. De, wat ons betreft, terechte conclusie in dat artikel is dat er naar huidig recht geen juridische basis is om een dergelijke achterstelling aan te nemen (in de zin dat er geen wettelijke bepaling is waarin dit is bepaald).

opgerichte) holdingvennootschap gebruikt die alleen de aandelen houdt in de vennootschappen waar het (cash generend) vermogen van de groep zit. De financier van deze vennootschappen (de senior) heeft een structureel hogere prioriteit ten opzichte van een financier van de holdingvennootschap (de junior). De senior kan zich verhalen op het vermogen van die vennootschappen met voorrang op de junior, welke voorrang volgt uit het gegeven dat de debiteur van de junior een ondergeschikte positie heeft op basis van het wettelijk systeem. Die ondergeschikte positie volgt uit het feit dat de aandeelhouder zich ter zake van zijn kapitaalstorting niet kan verhalen op het vermogen van de vennootschap en daarmee geen vordering heeft, en dus is er geen sprake van verhaalsconcurus.<sup>17</sup> De junior kan pas worden voldaan nadat de holdingvennootschap, in de hoedanigheid van aandeelhouder van de groepsvennootschappen, de (liquidatie-)uitkering heeft ontvangen, en hiermee is de junior effectief achtergesteld.

### 3.1.1 Toepassing van structurele achterstelling

De structurele achterstelling wordt vaak gevraagd door de senior. Doordat er bij structurele achterstelling geen sprake is van een samenloop van verhaalsrechten (concurus) is er geen intercreditor nodig. Dit maakt de structuur eenvoudig en biedt, in theorie, de junior het voordeel dat hij niet gehouden is aan gebruikelijke restrictieve bepalingen van een intercreditor.<sup>18</sup> Voor de senior is de structurele achterstelling veelal voldoende robuust omdat wordt vertrouwd op het vennootschapsrechtelijke kader (en niet op de contractuele invulling van het begrip achterstelling<sup>19</sup>). De senior moet er wel op letten dat zijn positie niet wordt ondermijnd doordat de groep zakelijke of persoonlijke zekerheden verstrekt voor de junior-schuld of doordat de holdingvennootschap (en dus in economische zin de junior) tevens crediteur wordt van de desbetreffende groepsvennootschap, bijvoorbeeld door middel van (niet-achtergestelde) aandeelhoudersleningen. De keerzijde is, vanuit het perspectief van de junior, dat er weinig bescherming is voor de junior, nu die een holdingvennootschap heeft als debiteur. Die biedt geen verhaal anders dan uit opbrengsten gegenereerd door de dochtervennootschap (veelal in economische zin het object van de financiering) door middel van uitkeringen of verkoopopbrengsten. De junior heeft daarbij geen (contractuele) grip op de dochtervennootschap doordat hij niet direct met die dochtervennootschap contracteert (en geen zekerheden verkrijgt op goederen van de dochtervennootschappen).<sup>20</sup>

17 N.B. Pannevis, *Achtergestelde vorderingen* (diss. Nijmegen; Serie Onderneming en Recht, deel 114), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 2.5.4, p. 43.

18 Zoals restricties op het ontvangen van bepaalde betalingen, restricties op het recht om faillissement aan te vragen of andere beschermende maatregelen te treffen, of een standstill. Gedurende een standstill-periode is het een junior of mezzanine crediteur niet toegestaan enige uitwinning- of verhaalsactie te ondernemen. Dit is bijv. een gebruikelijke bepaling in de LMA-Intercreditor, waarbij de lengte van de standstill-periode afhankelijk is van de wanprestatie (de periode is bijv. korter bij een betalingsverzuim en langer in geval van overschrijding van een financieel convenant).

19 Zie par. 3.2.

20 Dat wil zeggen dat de junior van de dochtervennootschappen geen nakoming kan vorderen ten aanzien van restrictieve convenanten die gebruikelijk zijn in dergelijke financieringen, zoals restricties op de ondernemingsactiviteiten en restricties op het aangaan van bepaalde verplichtingen.

- Structurele achterstelling bij verkopersleningen

Structurele achterstelling wordt ook geregeld toegepast bij verkopersleningen. We bespreken deze toepassing in iets meer detail, omdat veel van de aandachtspunten ook gelden voor andere gevallen waar structurele achterstelling wordt toegepast. Verkopersleningen worden in toenemende mate gebruikt als financieringsbron voor leveraged buy-outs. Bij het gebruik van een verkoperslening wordt een gedeelte van de koopprijs niet onmiddellijk voldaan, maar blijft het als een rentedragende schuld van de koper aan de verkoper uitstaan. Op verzoek van de senior worden verkopersleningen geregeld als structureel achtergestelde instrumenten opgetuigd. Hiermee heeft de verkoper in zijn hoedanigheid als kredietverstrekker geen directe vordering op de verkochte onderneming en is hij voor aflossing en rente (voor zover in cash betaalbaar) afhankelijk van toegestane uitkeringen door de onderneming aan de holdingvennootschap. Naast de vennootschapsrechtelijke restricties gelden veelal restricties op basis van de kredietdocumentatie tussen de onderneming en de senior, waarbij – kort gezegd – het al dan niet toestaan van een dergelijke betaling aan de holdingvennootschap (een *permitted payment*) afhankelijk is van het behalen van bepaalde financiële ratio's. Effectief kan hiermee ook de afgesproken looptijd van de verkoperslening worden opgerekt. Immers, indien er geen geld van de onderneming naar de debiteur van de verkoperslening (de holding) kan vloeien, zal de verkoperslening blijven uitstaan. De verkoperslening is daarmee een complex financieringsinstrument, in het bijzonder bij ondernemingen die in financieel lastiger vaarwater komen en die niet langer kunnen voldoen aan bepaalde financiële ratio's of mogelijk zelfs noodkapitaal nodig hebben.<sup>21</sup> In dat laatste geval komt het voor dat het noodkapitaal door de aandeelhouder van de holdingvennootschap beschikbaar wordt gesteld. Geregeld krijgt dit de vorm van een aandeelhouderslening aan die holdingvennootschap (de koper van de onderliggende onderneming en de debiteur van de verkoperslening) die preferent is, doordat de verkoper zijn vorderingen uit hoofde van de verkoperslening middels contractuele achterstelling voor deze situatie op voorhand heeft achtergesteld. Dit kan ten koste gaan van de vordering van de verkoper en leidt daarmee evident tot lastige situaties.<sup>22</sup>

### 3.1.2 *Faillissement en structurele achterstelling*

In faillissement is structurele achterstelling relatief eenvoudig en robuust: iedere crediteur wordt slechts geraakt door het faillissement van zijn debiteur, en – in juridische zin – kan deze crediteur het faillissement van andere groepsvennootschappen in beginsel negeren. Er treedt geen direct conflict op tussen een junior en

21 Ook in een niet-*distressed* situatie kan de onderneming uiteraard additionele financiering ophalen. Ophogingen van de bestaande financieringen, herfinancieringen of aanpassingen van de kredietdocumentatie tussen de onderneming en haar financiers hebben allemaal een directe impact op de positie van de verkoper onder de verkoperslening. Het is een punt van onderhandeling tussen koper (onderneming) en verkoper hoeveel vrijheid de onderneming krijgt om gedurende de looptijd van de verkoperslening (die geregeld een looptijd heeft van drie tot vijf jaar) zijn financiering aan te passen.

22 Zie over die casus Hof Amsterdam (OK) 12 september 2022, ECLI:NL:GHAMS:2022:2678, JOR 2023/39, m.nt. C.M. Stokkermans.

een senior en faillissement brengt daarin geen verandering.<sup>23</sup> Behalve deze juridische conclusie geldt uiteraard de economische werkelijkheid: een faillissement van de onderneming zal veelal ook tot gevolg hebben dat de structureel achtergestelde vordering, zoals bijvoorbeeld uit hoofde van de verkoperslening, waardeloos is geworden als daarvoor geen zekerheden of garanties zijn verstrekt door de aandeelhouders van de betreffende debiteur.

### 3.2 Contractuele achterstelling

Iedere schuldeiser heeft een recht dat gelijk is aan het recht van de andere schuldeisers om te worden voldaan uit de netto-executieopbrengst van de uitwinning van de goederen van de schuldenaar (de *pari passu*-regel). Een schuldeiser komt slechts voorrang toe, indien een door de wet erkende grond van voorrang aanwezig is (denk bijvoorbeeld aan pand- en hypotheekrecht).<sup>24</sup> Daarnaast kan de schuldeiser met de schuldenaar afspreken dat zijn vordering een lagere rang heeft dan de wet hem toekent.<sup>25</sup> Bij concursus zal de achtergestelde vordering pas worden voldaan nadat de vorderingen ten opzichte waarvan de achterstelling geldt (en de vorderingen met krachtens de wet erkende voorrang), zijn voldaan. Dit noemt men ook wel de eigenlijke achterstelling (zie art. 3:277 lid 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW)).

#### 3.2.1 Invulling en uitleg van achterstelling

Voor zowel eigenlijke achterstelling als oneigenlijke (aanvullende contractuele) achterstelling geldt dat er geen uitgewerkte wettelijke regeling is. In de wet is slechts in art. 3:277 lid 2 BW een verwijzing opgenomen naar de mogelijkheid om achterstelling overeen te komen. Dit betekent dat zonder verdere (contractuele) invulling een achtergestelde crediteur zijn vordering mag opeisen,<sup>26</sup> faillissement mag aanvragen, beslag mag leggen, andere dwangmiddelen kan uitoefenen, beta-

23 Ingeval zowel de onderneming als de holdingvennootschap faillieert, kan samengevoegde afwikkeling van faillissementen toegestaan zijn. Een expliciete wettelijke grondslag ontbreekt, maar uit lagere rechtspraak en het arrest Van Kempen en Begeer/Zilfa en DCW (HR 25 september 1987, ECLI:NL:HR:1987:AC9980, NJ 1988/136) volgt dat samengevoegde afwikkeling mogelijk is. De rangorde kan niet worden aangetast door samengevoegde afwikkeling, zie M.L.H. Reumers, Samengevoegde afwikkeling van faillissementen (diss. Rotterdam; Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 61), Deventer: Kluwer 2007, p. 32 en 310.

24 Art. 3:277 lid 1 BW; zie voor een algemene beschrijving van dit principe W.H. van Boom, Verhaal, uitwinning en rangorde, Den Haag: Boom juridisch 2018, hoofdstuk 1.

25 Overigens is het verdedigbaar dat ook de junior en de senior dit onderling kunnen afspreken zonder dat hierbij de debiteur partij is. Anders dan de wettekst lijkt te suggereren, is dit mogelijk. Zie Pannevis 2019/225-248, M.H.E. Rongen, Derdenwerking van rangordeafspraken omtrent de verdeling van de executieopbrengst na uitwinning van gemeenschappelijke zekerheden, NTBR 2023, afl. 3, p. 87 en B. Wessels, Achtergestelde vorderingen (Mon. Privaatrecht nr. 6), Deventer: Kluwer 2013, par. 3.3.1.

26 Eigenlijke achterstelling beïnvloedt niet de opeisbaarheid van een vordering, zie Pannevis 2019, par. 4.2.3.2, 7.2.2.2 en 7.2.3.3; vgl. ook N.E.D. Faber, Verrekening (diss. Nijmegen; Serie Onderneming en Recht, deel 33), Deventer: Kluwer 2005, p. 512, Wessels 2013, p. 69 en bijv. concl. A-G E.B. Rank-Berenschot HR 18 oktober 2019, ECLI:NL:PHR:2019:1061 (SNS Reaal), nr. 2.45. Dit kan anders zijn bij oneigenlijke achterstelling, in het bijzonder als een niet-opeisbaarheidsbeding overeen is gekomen.



ling kan ontvangen, kan verrekenen<sup>27</sup> en zekerheden kan bedingen (en uitwinnen<sup>28</sup>).<sup>29</sup> Eigenlijke achterstelling geeft de junior een relatief sterke positie, maar biedt vaak te weinig comfort aan de senior. Welke gevolgen de achterstelling heeft, is afhankelijk van hetgeen partijen in het concrete geval zijn overeengekomen.<sup>30</sup> De invulling van de achterstelling – eigenlijk en oneigenlijk – luistert nauw.<sup>31</sup>

Voor uitleg van een intercreditor geldt net als bij andere overeenkomsten dat de toepasselijke maatstaf afhankelijk is van de omstandigheden van het geval. In beginsel geldt dat een intercreditor conform de gebruikelijke (subjectieve) Haviltex-maatstaf moet worden uitgelegd. Omstandigheden kunnen een meer objectieve uitleg rechtvaardigen.<sup>32</sup> De beoogde reikwijdte en het doel van de achterstelling kunnen relevante omstandigheden zijn voor de toepasselijke uitlegmaatstaf. Zo is relevant of een achterstelling de rechtspositie van een grote groep uniform beoogt te regelen. Het gebruik van modellen die uniformiteit beogen, is ook relevant. Allebei deze elementen legitimeren een objectieve uitleg van de achterstellingsakte, zo is af te leiden uit het arrest Ofasec/NTM.<sup>33</sup> In dat specifieke geval – dat betrekking had op de uitleg van een *pari passu*-beding – werd mede in overweging genomen dat het ging om een beding dat gold voor ter beurze verhandelbare obligaties aan toonder waarbij obligatiehouders als achtergestelde crediteuren in het geheel niet betrokken waren geweest bij de totstandkoming van het beding. De aard van het financieringsproduct en de totstandkoming van de documentatie zijn aldus relevant.

- 27 Buiten faillissement moet de junior wel kunnen opeisen (art. 6:127 BW), binnen faillissement is dat geen voorwaarde (art. 53 Fw).
- 28 Natuurlijk zal de junior slechts na de senior zich mogen verhalen op de executieopbrengst.
- 29 De achterstelling is geen eigenschap van de verbintenis zelf, maar in beginsel slechts een van de wettelijke hoofdregel afwijkende volgorde van verhaal, zie HR 20 maart 2015, ECLI:NL:HR:2015:661, NJ 2015/361, m.nt. J.W. Winter en P. van Schilfgaarde; zie ook Pannevis 2019, par. 5.3.3.2 en 5.5.5.1. Anders: I. Spinath, *Achtergestelde vorderingen*, Deventer: Kluwer 2005, p. 9 en 11 en R.M. Wibier, *Alternatieven voor zekerheid op bankrekeningen* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007, p. 76. Zie ook M.H.E. Rongen, Cessie (diss. Nijmegen; Serie Onderneming en Recht, deel 70), Deventer: Kluwer 2012, p. 1315.
- 30 HR 18 oktober 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE5160, JOR 2002/234, m.nt. B. Wessels (Buter q.q. c.s./Besix). In dit arrest oordeelt de Hoge Raad dat een achterstelling in de zin van art. 3:277 lid 2 BW niet zonder meer met zich brengt dat de achtergestelde schuldeiser zijn verrekeningsbevoegdheid prijsgeeft of anderszins zijn verhaalsrechten pas mag uitoefenen wanneer de seniorschuldeisers zijn voldaan. Of dergelijke restricties aan de desbetreffende achterstelling zijn verbonden, is volgens de Hoge Raad afhankelijk van wat partijen in het concrete geval zijn overeengekomen.
- 31 Zie o.a. (a) Rb. Dordrecht 28 maart 2012, ECLI:NL:RBDOR:2012:BW0511, waarin een onvolledig opgestelde achterstellingsovereenkomst ten nadele van de senior werd uitgelegd, en (b) Rb. Amsterdam 15 augustus 2012, JOR 2012/376, m.nt. I. Spinath, waarin de achterstellingsclausule onduidelijk is met betrekking tot de vraag of er sprake was van een eigenlijke of oneigenlijke achterstelling. Zie ook, in detail, Pannevis 2019, hoofdstuk 4 (uitleg van overeenkomsten van achterstelling) en 6 (oneigenlijke achterstelling) en N.B. Pannevis, *Over het opstellen van achterstellingsovereenkomsten*, WPNR 2020, afl. 7299, p. 749.
- 32 Pannevis 2019/126-129. Het feit dat een intercreditor is aangegaan door professionele partijen, bijgestaan door gespecialiseerde adviseurs, en in veel detail is uitgewerkt, kan een uitleg die meer is gebaseerd op een taalkundige betekenis van de bewoordingen van de intercreditor rechtvaardigen (zie HR 5 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY8101, NJ 2013/214 (Lundiform/Mexx), r.o. 3.4.2).
- 33 HR 23 maart 2001, ECLI:NL:HR:2001:AB0700, NJ 2003/715, m.nt. F.M.J. Verstijlen (Ofasec/NTM; DAF-obligatie), r.o. 3.4. In dit arrest stond de uitleg van een *pari passu*-beding centraal.

De parallel met documentatie voor gesyndiceerde leningen is eenvoudig te trekken, de aard van dat financieringsinstrument brengt tevens met zich dat het is gericht op verhandelbaarheid daarvan. Gezien het bovenstaande is het in veel gevallen, althans in de structuren die centraal staan in dit artikel, verdedigbaar dat voor de uitleg van een intercreditor een meer objectieve uitleg gerechtvaardigd is.

### 3.2.2 *Toepassing van contractuele achterstelling*

Contractuele achterstelling wordt veelvuldig en in diverse varianten toegepast. In veruit de meeste gevallen is deze contractuele achterstelling een combinatie van eigenlijke en oneigenlijke achterstelling. Ook de LMA Intercreditor maakt gebruik van contractuele achterstelling. De algemene rangbepaling<sup>34</sup> in de LMA Intercreditor vormt de kern van de achterstelling en is een vorm van eigenlijke achterstelling.<sup>35</sup> Daarnaast omvat het model een regeling omtrent de verdeling van bevoegdheden tussen schuldeisers en een regeling omtrent de allocatie en verdeling van ontvangen betalingen.<sup>36</sup> Hiermee maakt de LMA Intercreditor ook gebruik van een oneigenlijke achterstelling.

Zoals hierboven aangegeven, worden er bij oneigenlijke (en dus bij contractuele) achterstelling verdere afspraken gemaakt over de inhoud van de achterstelling, met name voor de gevallen waar geen concursus is (de situatie waarin de eigenlijke achterstelling pas effect resulteert). De positie van de junior is achtergesteld (zowel in eigenlijke als in oneigenlijke zin) en uiteindelijk zal bij concursus normaal gesproken de senior met voorrang zijn vordering kunnen verhalen, maar er is een aantal punten waar de junior op kan letten om in de aanloop naar het uiteindelijke verhaal van de seniorlening de waarde van de juniorlening te bewaken. Zeker als er bij uitwinning nog iets voor de junior overblijft,<sup>37</sup> is het recht om de waarde van de juniorlening te kunnen beschermen essentieel.

- Veelvoorkomende restricties en beschermingsmaatregelen bij contractuele achterstelling

Allereerst zijn de bepalingen van de toegestane betalingen (*permitted payments*) relevant. Het uitgangspunt van de LMA Intercreditor is dat betalingen aan de junior in beginsel niet zijn toegestaan, tenzij de betalingen kwalificeren als een permit-

34 In de LMA Intercreditor is dit clause 2.

35 Over het algemeen wordt aangenomen dat in een Nederlandsrechtelijke context een eenvoudige verwijzing naar 'stelt achter' geïnterpreteerd kan worden als eigenlijke achterstelling in de zin van art. 3:277 lid 2 BW. De tekst van de LMA Intercreditor luidt: 'each of the Parties agrees that the Liabilities owed by the Debtors to the Primary Creditors shall rank in right and priority of payment in the following order and are postponed and subordinated to any prior ranking Liabilities as follows'.

36 Zie o.a. clause 18 van de LMA Intercreditor voor de regeling omtrent de verdeling van betalingen. De regeling houdt in dat elke betaling ontvangen van de debiteur door een van de crediteuren, waaronder de opbrengsten van uitwinning, moet worden afgedragen aan de agent, om vervolgens door de agent met inachtneming van clause 18 te worden verdeeld.

37 Met andere woorden: als de junior 'in the money' is. Heeft de vordering van de junior economisch nog waarde, dan is die 'in the money'. Dit hangt samen met de vraag of de verwachting er is dat de juniorvordering nog (op enig moment) voldaan kan worden.

ted payment.<sup>38</sup> Als onderdeel van dit mechanisme is het de schuldenaar in elk geval niet toegestaan om betalingen te doen aan de junior indien de schuldenaar zijn verplichtingen jegens de senior niet nakomt.<sup>39</sup> Niet meteen elk event of default onder de seniorlening moet leiden tot een betalingsstop. De junior zou de betalingsstop alleen willen zien bij betalingsverzuim, insolventie van een debiteur en niet-nakoming van een financieel convenant onder de seniorlening. De vraag is dan: welke betalingen zijn niet langer toegestaan? De senior zal geen enkele betaling meer willen toestaan, terwijl de junior bijvoorbeeld op zijn minst nog een vergoeding wil krijgen voor bepaalde kosten, zoals de kosten voor het inwinnen van juridisch advies (desnoods met een maximum).<sup>40</sup>

Bij een *event of default* onder de seniorlening zal de junior het recht willen hebben om de event of default te kunnen verhelpen (*cure*).<sup>41</sup> Bij een betalingsverzuim of schending van een financieel convenant zou dit betekenen dat de junior het recht heeft de betalingen onder de seniorlening te doen of om een kapitaalstorting in een debiteur te (laten) effectueren om zo het verzuim onder de financiële convenanten te verhelpen (in het geval de aandeelhouder dit niet doet).<sup>42</sup>

Voor de junior is het belangrijk dat de vennootschap niet meer schulden aantrekt die een gelijke of hogere rang hebben, omdat dit de kans vergroot dat de achtergestelde schuld niet kan worden terugbetaald, omdat eerst de schuld met de hogere rang zal worden voldaan. Indien toegestaan wordt er meestal een limiet afgesproken met betrekking tot de omvang van het seniorkrediet en hoeveel additionele schuld de debiteur mag aantrekken.<sup>43</sup>

Als de senior overgaat tot uitwinning wil de junior ook het recht hebben om de seniorlening te kopen (normaal gesproken voor het uitstaande bedrag – dus *at par*). De junior krijgt dan controle over de uitwinning en/of continuering van de seniorfinanciering.<sup>44</sup> Bij uitwinning door de senior zou de junior informatierechten willen bedingen en met name over de methode van waardering afspraken willen maken of daarin inzicht willen verkrijgen (zeker indien niet bij openbaar bod wordt ver-

38 Zie bijv. clause 5 lid 2 van de LMA Intercreditor voor de permitted payments aan mezzanine crediteuren. Zie ook hierboven.

39 Het LMA-model gebruikt de term 'event of default'. In de LMA-modellen wordt onderscheid gemaakt tussen betalingsverzuim jegens de senior en andere events of default onder de senior kredietdocumentatie. De eerste categorie (betalingsverzuim) resulteert automatisch in een betalingsstop jegens de junior, terwijl voor overige events of default veelal een notificatie van de senior nodig is. Daarbij geldt dat de LMA-modellen een aantal opties bevatten om slechts bepaalde materiële events of default een dergelijke betalingsstop te laten rechtvaardigen.

40 Zie bijv. art. 4 lid 2, 5 lid 1 en 2 LMA Intercreditor.

41 Een event of default onder de senior kredietdocumentatie zal die senior allerhande rechten geven, waaronder het recht om verhaal te nemen op het vermogen van de debiteur. In dat scenario heeft de senior overwegende controle en zal de junior afhankelijk zijn van de senior. De junior wil kunnen voorkomen dat de senior verhaal gaat nemen, maar de mogelijkheden zijn beperkt tot de rechten die de junior op voorhand heeft bedongen.

42 Zie art. 5.7 LMA Intercreditor.

43 Zie bijv. art. 3.3 en 3.11 LMA Intercreditor.

44 Zie art. 14.1 LMA Intercreditor.

kocht), omdat dit een invloed kan hebben op de waarde van de juniorlening. Alternatief is dat de taxateurs en overige adviseurs gezamenlijk worden aangewezen.<sup>45</sup>

Indien de senior de aandelen uitwint, dan wil hij ook het recht hebben om de juniorlening kwijt te schelden (en de zekerheden en garanties die daarvoor gegeven zijn op te zeggen), zodat deze vennootschap vrij van juniorschuld kan worden verkocht.<sup>46,47</sup> Zeker bij een verkoop aan een *vehicle* dat eigendom is van de senior zal de junior daartegen in kunnen brengen dat zijn vordering niet in de weg staat aan volledige aflossing van de senior. In het kader van de uitwinning van aandelen waarbij de aandelen worden geleverd of verblijven aan (een *vehicle* van) de senior zal de junior, bij gebrek aan controle over de uitwinning, zijn bescherming primair moeten vinden in de regelingen omtrent de waardebeoordeling van het onderpand dat wordt uitgewonnen. Het is noodzakelijk om tot een *fair market value* te komen en afspraken te maken over de methode van waardering en *market sounding*, waarbij de verkoopprijs niet in natura mag worden betaald.<sup>48</sup>

De junior kan ook nog zekerheidsbedingen over goederen die niet ‘onder’ het zekerhedennet van de senior vallen.<sup>49</sup> Met name een verpanding van aandelen in een vennootschap boven de groep waar de senior zekerheden heeft, kan nuttig zijn en is geregeld mogelijk. Met dergelijke zekerheid kan de junior voorkomen dat de aandeelhouders een overeenkomst sluiten met de senior die slecht is voor de junior. Daarnaast kan de junior daarmee een plaats aan tafel afdwingen bij de herstructurering of als (quasi-)eigenaren van de groep dreigen met uitwinning van de zekerheid.

Of en in welke mate bovenstaande punten kunnen worden geadresseerd, hangt af van de commerciële positie van de junior. Een achtergestelde aandeelhouderslening staat economisch min of meer gelijk aan eigen vermogen (juridisch niet<sup>50</sup>), dus de junior onder een dergelijke aandeelhouderslening zal geen of weinig bescherming kunnen bedingen; bij een verkoperslening is dat al anders en bij een

45 Zie bijv. art. 14.4, 14.5 en 14.7 LMA Intercreditor.

46 Zie bijv. art. 14.1(c) LMA Intercreditor.

47 De LMA Intercreditor gaat uit van *limited recourse*-financiering, in die zin dat de junior bij uitwinning van de zekerheden recht heeft op een uitkering conform de waterval (zie hierna de paragraaf “Alternatieve vormen” voor een toelichting van het begrip en gebruik van een waterval), maar indien na uitwinning in lijn met de bepalingen van de intercreditor de junior niet volledig is voldaan, dan zal de junior dat deel van zijn vordering afschrijven. De senior zal een dergelijk recht (om de junior restvordering bij uitwinning van een aandelenverpanding kwijt te schelden) nodig achten omdat de waarde van het onderpand (zijnde de aandelen in de onderneming) sterk zal worden gedrukt indien een potentiële koper nog een juniorvordering zal hebben te dulden.

48 Zie bijv. art. 14.4 LMA Intercreditor.

49 Zie ook art. 5.10 LMA Intercreditor. Hier zijn restricties opgenomen op basis waarvan een mezzanine crediteur (de junior) in beginsel geen additionele zekerheid mag verkrijgen tot de datum waarop de senior volledig is terugbetaald. Op basis van de LMA Intercreditor geldt die restrictie voor zekerheden verstrekt door leden van de groep, waarbij de term ‘groep’ over het algemeen de debiteuren van de senior omvat. De zekerheden die een junior kan bedingen, moeten daarmee worden verstrekt door een persoon of entiteit die niet binnen de reikwijdte van dat groepsbegrip valt.

50 Zie noot 16.

mezzaninefinanciering zie je bovengenoemde bescherming vaak in een bepaalde mate terugkomen. De mate waarin dergelijke punten geadresseerd worden, is afhankelijk van de onderhandelingspositie van de betreffende crediteur.

- Alternatieve vormen

Crediteuren kunnen bij overeenkomst naast de rang van de vordering ook afspraken maken over de verdeling van eventuele opbrengsten die zij ontvangen. Een dergelijke regeling is verbintenisrechtelijk van aard en het ontbreekt daarmee in beginsel aan goederenrechtelijk effect. Een voorbeeld is een structuur waarbij de verdeling van de opbrengst bij de uitwinning van zekerheidsrechten contractueel wordt geconstrueerd, zodat er slechts één zekerheidsrecht wordt gevestigd en vervolgens met de verschillende crediteuren een verdeling van de executieopbrengsten wordt afgesproken. Een dergelijke regeling wordt ook wel een ‘waterval’ genoemd. Het voordeel van de contractuele prioriteitsregeling is dat deze eenvoudig en flexibel is. Bij een zuivere prioriteitsregeling is uitsluitend sprake van oneigenlijke achterstelling. In dat geval geldt art. 3:277 lid 2 BW niet en moet de junior vordering behandeld worden als een ‘reguliere’ vordering en, afhankelijk van de specifieke voorwaarden van de oneigenlijke achterstelling, als een vordering onder opschortende termijn of voorwaarde.<sup>51</sup> In de praktijk wordt hier gebruik van gemaakt in de LMA Intercreditor, waar in dat geval zekerheden worden gevestigd ten gunste van de zekerhedenagent.<sup>52</sup> Vanuit economisch perspectief delen de senior en junior de zekerheden, maar juridisch zijn ze geen van beiden houder van de zekerheidsrechten.<sup>53</sup> Voor het aanbrengen van onderlinge rangorde in deze structuur gebruikt men primair de waterval als contractuele prioriteitsregel.<sup>54</sup>

Een ander voorbeeld is de zogenaamde ‘turnover’-bepaling. Crediteuren spreken met elkaar af dat één van de crediteuren, normaliter de senior, alle vorderingen mag innen en de geïnde bedragen eerst voor zijn eigen vordering mag aanwenden, om vervolgens het restant af te dragen aan de junior. Indien de junior toch een betaling ontvangt, dan zal de junior deze eerst aan de senior moeten afdragen ter voldoening van de senior vordering. Naast het ontbreken van goederenrechtelijke werking stellen deze structuren de crediteuren bloot aan het risico van insolventie van de andere crediteur.

51 Art. 130 en 131 Fw.

52 Clausule 18 van de LMA Intercreditor.

53 De zekerhedenagent is namelijk juridisch de houder van de zekerheden (in Nederland meestal via een *parallel debt*-structuur; zie G. Kreuze & M. Broere, Het vervangen van de zekerhedenagent, O&F 2021, afl. 4, p. 45-71, par. 2.2.2 en 5 voor een beschrijving van de *parallel debt*-structuur).

54 Of dit nu samengaat met een *parallel debt*-structuur, separate zekerheidsrechten, in gemeenschap gehouden zekerheidsrechten, of zonder accessoire zekerheidsrechten wordt opgetuigd, maakt in onze ogen voor de werking van de prioriteitsregeling materieel niet uit in de verhouding tussen de senior en junior. We gaan om die reden dan ook hierna niet telkens nog expliciet in op de werking van de *parallel debt* in de gegeven intercreditor structuur. Zie echter Rongen 2023, waar hij betoogt dat een dergelijke prioriteitsregeling bij gemeenschappelijke zekerheden goederenrechtelijk effect kan hebben.

### 3.2.3 Contractuele achterstelling in faillissement en bij surseance van betaling

De achtergestelde vordering is verifieerbaar in faillissement,<sup>55</sup> ook indien deze vordering niet opeisbaar is.<sup>56</sup> Indien er slechts twee crediteuren zijn, namelijk de junior en de senior, dan is de verdeling gemakkelijk. Alles gaat eerst naar de senior en indien er iets overblijft, wordt de junior (deels) voldaan. Het wordt ingewikkelder indien er nog meer crediteuren zijn, waarbij de junior niet is achtergesteld.<sup>57</sup> Er is niets in de wet opgenomen over hoe een verdeling dan zou moeten werken, maar in de literatuur wordt algemeen aangenomen dat de senior- en juniorschuld bij elkaar worden opgeteld en dan naar rato van hun vorderingen *pari passu* concurreren met de andere crediteuren.<sup>58</sup>

De junior vindt in beginsel bij diverse insolventieprocedures bescherming in het stemrecht dat hij kan uitoefenen. Het is de vraag hoe waardevol het stemrecht in de praktijk is.<sup>59</sup> Bij een surseance van betaling is er een algeheel uitstel van betalingen, zowel op de seniorlening als op de juniorlening. Alle crediteuren (dus ook de junior) mogen in principe meestemmen bij een stemming ingevolge art. 218 van de Faillissementswet (Fw). Of de junior een stem heeft bij het uitspreken van de surseance staat niet in de wet, maar ook hier wordt algemeen aangenomen dat dit het geval is.<sup>60</sup> Bij het faillissementsakkoord wordt wel verdedigd dat als de debiteur een akkoord mag aanbieden waarbij aan de junior niets wordt uitgekeerd, de junior ook niet mag stemmen, omdat hij niet 'in the money' is.<sup>61</sup> Wij kunnen ons vinden in de redenering dat door (eigenlijke) achterstelling het belang van de junior in feite geheel bij de senior kan liggen. In die gevallen heeft de junior geen belang, waaronder in de zin van art. 3:303 BW, bij het uitoefenen van het stemrecht, voor zover er in het geheel geen uitkeringen aan de junior in het verschiet liggen.<sup>62</sup>

## 4 Rang zekerheden

Goederenrechtelijke zekerheden (pand- en hypotheekrecht) kunnen worden verstrekt aan diegene die een bestaande of toekomstige vordering heeft ter voldoening van een geldsom op een debiteur, mits deze vorderingen voldoende bepaalbaar zijn.<sup>63</sup> Met het pand- of hypotheekrecht kan de schuldeiser zich bij voorrang verhalen op de executieopbrengst van het goed dat is ondergezet, zonder bij te hoeven dragen aan de faillissementskosten. Bij de uitwinning van de zekerheids-

55 Conform art. 110 Fw.

56 Art. 131 Fw.

57 In dit voorbeeld heeft zowel de senior als de junior geen goederenrechtelijke zekerheden en zijn de senior en junior dus *pari passu* met de overige crediteuren, maar is de juniorvordering achtergesteld ten opzichte van de senior.

58 Pannevis 2019, p. 403 e.v.; Spinath 2005, p. 24 e.v.

59 Het stemrecht in het kader van een WHOA-akkoord wordt besproken in par. 5.

60 Art. 218 Fw. Zie ook art. 233 en 145 Fw, Spinath 2005, par. 5.6 en Pannevis 2019, par. 8.6.5.

61 Spinath 2005, p. 27-28; A.D.W. Soedira, Het akkoord (diss. Nijmegen; Serie Onderneming en Recht, deel 60), Deventer: Kluwer 2011, p. 134; anders: Pannevis 2019, par. 8.6.5.3.

62 Pannevis 2019, p. 483.

63 Art. 3:227 jo. art. 3:231 BW.

rechten hoeft geen rekening te worden gehouden met faillissement of surseance.<sup>64</sup> De pand- of hypotheekhouders zijn immers separatisten.<sup>65</sup> Verhaal op de executie-opbrengst gaat overeenkomstig de rang van de zekerheid.<sup>66</sup> Het is niet van belang wie heeft uitgewonnen, het recht op de executieopbrengst wordt bepaald door de rang die de schuldeiser heeft.<sup>67</sup> Bij het bepalen van de rangorde van zekerheidsrechten geldt als uitgangspunt de prioriteitsregel. Dat wil zeggen dat het tijdstip van de vestiging beslissend is. Op grond daarvan staat een eerder gevestigd pand- of hypotheekrecht op een goed in rang boven een later gevestigd pand- of hypotheekrecht op hetzelfde goed. Als aan de overige vereisten voor de vestiging is voldaan, ontstaat een pand- of hypotheekrecht op het moment dat de vestigingshandeling is voltooid.<sup>68</sup>

#### 4.1 Toepassing (rang zekerheden)

Door te structureren met achterstelling (de rang van de vordering) en rang van de zekerheden kunnen er verschillende variaties van structuren ontstaan. De voor de hand liggende toepassing is dat één crediteur de juniorpositie verkrijgt door zowel contractuele achterstelling ten opzichte van de vorderingen van de senior alsook het vestigen van lager gerangschikte zekerheidsrechten. Echter, in de praktijk wordt ook gebruik gemaakt van een variatie waarbij de achterstelling achterwege blijft en de betrokkenen uitsluitend vertrouwen op de rang van zekerheden.<sup>69</sup> Daarnaast kunnen zekerheden gelijk in rang worden gevestigd.<sup>70</sup> Deze laatste variatie is minder geschikt voor een structuur waar crediteuren juist proberen te bewerkstelligen dat één crediteur de seniorpositie verkrijgt en een andere crediteur

64 Behoudens een eventuele afkoelingsperiode (art. 63a-63c Fw bij faillissement en art. 241a Fw bij surseance van betaling), redelijke termijnstelling en de mogelijkheid van lossing door de curator (art. 58 Fw).

65 Art. 57 lid 1 Fw.

66 Art. 3:227 BW.

67 Zie o.a. HR 23 april 1999, ECLI:NL:HR:1999:ZC2896, JOR 1999/129 (NBC/Sisal).

68 L.M. de Hoog, De prioriteitsregel in het vermogensrecht (diss. Leiden; Ars Notariatus nr. 167), Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 8.5; N.E.D. Faber & N.S.G.J. Vermunt, Het verleggen van grenzen bij het bepalen van de rangorde van pand of hypotheek, in: N.E.D. Faber e.a. (red.), Bancaire zekerheid. Liber amicorum mr. J.H.S.G.K. Timmermans, Deventer: Kluwer 2010, par. 10.2. Hoewel er in de literatuur discussie is over de formele grondslag voor het prioriteitsbeginsel, is er geen discussie over het feit dat de prioriteitsregel een fundamenteel beginsel is van het Nederlandse goederenrecht, waarvan de toepassing te zien is in diverse wetsbepalingen en uiteraard in jurisprudentie. Zie bijv. art. 3:21 lid 1 en 3:97 lid 2 BW en HR 9 april 2021, ECLI:NL:HR:2021:524, r.o. 3.1.2.

69 De zogenaamde *first lien* en *second lien* kredieten, die voornamelijk in de Amerikaanse markt populair zijn. Maar ook bij financieringen die voornamelijk op de waarde van de onderliggende onderzette assets zijn gebaseerd, wordt deze structuur gebruikt.

70 Dit volgt uit HR 9 april 2021, ECLI:NL:HR:2021:524. Zie ook art. 3:262 BW en bijv. Faber & Vermunt 2010, par. 10.4.

de junior positie.<sup>71</sup> Ook de LMA Intercreditor biedt ruimte voor het structureren met de rang van zekerheden.<sup>72</sup>

Ook na de vestiging van zekerheidsrechten kan er nog worden gevarieerd met de rang van zekerheden. Dit kan op meerdere moment relevant worden, waaronder in geval van een herstructurering. De Hoge Raad heeft in 2021 bepaald dat pandrechten in rang kunnen worden gewisseld.<sup>73</sup> Daar was tot voor kort onduidelijkheid over omdat dit voor het pandrecht niet in de wet is geregeld, terwijl dit bij hypotheekrechten duidelijk in de wet staat vermeld.<sup>74</sup> De rangwisseling is een overeenkomst tussen de zekerheidshouders en wordt bewerkstelligd door dezelfde formaliteiten in acht te nemen als nodig bij de vestiging van het betreffende zekerheidsrecht dat onderhavig is aan de rangwisseling (voor een pandrecht op aandelen op naam (bv/nv) en een hypotheekrecht kan dit dus alleen bij notariële akte).

Iedere pand- en hypotheekhouder heeft het recht van parate executie.<sup>75</sup> Dat betekent dat in beginsel een crediteur met een pand- of hypotheekrecht lager in rang ook het recht van parate executie heeft, uiteraard met inachtneming van de rangorde bij het verdelen van de opbrengst. Dit betekent echter niet dat de junior in de praktijk eenzelfde uitwinningpositie krijgt als de senior; de belangrijkste verschillen bespreken we hierna.

Veelal maken de diverse crediteuren onderling afspraken die strekken tot beperking of uitsluiting van het recht van (parate) executie van de junior, de houder van het tweederangs zekerheidsrecht. De senior heeft hier belang bij, nu het commerciële uitgangspunt vaak is dat een junior pas kan uitwinnen indien de vorderingen van de senior zijn voldaan of de senior instemt. Door middel van de beperking of uitsluiting van het recht van parate executie tracht de senior zich te beschermen tegen een junior die in weerwil van de afspraak een poging doet tot uitwinnen van de zekerheidsrechten.

Wij denken dat het mogelijk moet zijn om met goederenrechtelijk effect het recht van parate executie van de junior uit te sluiten. In beginsel kan geheel of gedeeltelijk afstand worden gedaan van ieder recht, tenzij de wet anders bepaalt, en kan daarmee de inhoud van het zekerheidsrecht gewijzigd worden.<sup>76</sup> Wij volgen ook

71 Zekerheden gelijk in rang is bijv. wel een gebruikelijke toepassing bij het structureren van hypotheekrechten in een financiering met meerdere, *pari passu*, financiers die (zoals *Pfandbrief*-banken) elk een eigen hypotheekrecht nodig hebben, bijv. op basis van (Duitsrechtelijke) *Pfandbrief*-vereisten.

72 Clausule 2 lid 2 van de LMA Intercreditor. De LMA Intercreditor voorziet volledigheidshalve in een regeling voor het geval (de zekerhedenagenten van de verschillende klassen) crediteuren 'eigen' zekerheidsrechten krijgen en er dus gestructureerd wordt met de rang van zekerheden.

73 HR 9 april 2021, ECLI:NL:HR:2021:524.

74 Art. 3:262 lid 1 BW.

75 Art. 3:268 lid 1 BW.

76 K. Everaars, *Wijziging van beperkte rechten* (diss. Nijmegen; Serie Onderneming en Recht, deel 123), Deventer: Wolters Kluwer 2021, p. 236 e.v. en 247 e.v., waar zij onderzoekt en bevestigt dat de inhoud van een beperkt recht gewijzigd kan worden middels opzegging en afstand.



Rongen, die bepleit dat in beginsel elke bevoegdheid en elk recht gedeeltelijk uitgeoefend kunnen worden, ook indien dit niet uitdrukkelijk uit de wet volgt. Hij wijst daarbij op het feit dat de figuur van gedeeltelijke opzegging en afstand van een beperkt recht past in het (half)gesloten systeem van het goederenrecht.<sup>77</sup> Wat ons betreft is er geen belang dat ertoe moet leiden dat de uitsluiting van het recht van parate executie door de houder van dat recht niet mogelijk is. Deze opvatting, dat een zekerheidsrecht zonder recht van parate executie tot de mogelijkheden behoort, wordt gesterkt doordat het recht van parate executie bij hypotheek onder het oude BW<sup>78</sup> optioneel was. Een tweede hypotheekrecht kon zelfs in het geheel niet het recht van parate executie omvatten. Desondanks wordt in de literatuur bepleit dat een dergelijke uitsluiting niet goed mogelijk is.<sup>79</sup> Tweehuysen voert daarbij aan dat het recht van parate executie volgt uit art. 3:268 BW en dat deze bepaling van dwingend recht is, waardoor uitsluiting niet mogelijk is.<sup>80</sup> Anderen bepleiten dat het recht van parate executie een wezenskenmerk is, zonder welke niet meer van een pand- of hypotheekrecht kan worden gesproken.<sup>81</sup>

Ingeval toch geldt dat uitsluiting van het recht van parate executie slechts met verbintenisrechtelijk gevolg mogelijk is, is de positie van de junior iets sterker. In dat geval is een uitsluiting mogelijk, voor zover het beding niet in strijd is met de wet, de goede zeden of de openbare orde<sup>82</sup> – hier zal niet snel sprake van zijn.<sup>83</sup> De junior kan in dat geval wel, in strijd met die obligatoire overeenkomst, gebruik maken van zijn recht van parate executie, maar zal in dat geval wanpresteren jegens de senior.

- *Zonder achterstelling*

Wat is de positie van de junior die een tweede zekerheidsrecht heeft verkregen zonder dat daarbij (contractuele) achterstelling of enige restrictie ten aanzien van

77 Rongen 2012, p. 1463.

78 Zie art. 1223 lid 2 Oud BW.

79 Er zijn verschillende opvattingen in de literatuur, zie Rongen 2012, p. 1463; A.J. Verdaas, 'Partijautonomie bij pand en hypotheek', in: J.W.A. Biemans, W.D. Kolkman & L.C.A. Verstappen, Uitleg van notariële akten (Ars Notariatus, nr. 160), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 53-79; Asser/Bartels & Van Velten 5 2017/289; A.J. Verdaas, Partijautonomie bij pand en hypotheek, in: J.W.A. Biemans, W.D. Kolkman & L.C.A. Verstappen (red.), Uitleg van notariële akten (Ars Notariatus nr. 160), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 53-79, vgl. V. Tweehuysen, Het beperken of uitsluiten van het recht van (parate) executie van de hypotheekhouder, in: E.F. Verheul & T.T. van Zanten (red.), Overeenkomst en zekerheid (Recht en Praktijk nr. InsR20), Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. 13.4 en 13.5. Maar ook: F.M.J. Verstijlen, Algemene bepalingen pand en hypotheek (Mon. BW nr. B11), Deventer: Kluwer 2013/20, waar hij betoogt dat het partijen vrijstaat om van het recht van parate executie af te zien.

80 Tweehuysen 2023, par. 13.6.

81 Rongen 2012, p. 1463, voetnoot 287.

82 Van strijd met de openbare orde is sprake als een beding ingaat tegen fundamentele beginselen die wezenlijke belangen van de samenleving betreffen. Met goede zeden wordt bedoeld op hetgeen naar maatschappelijk oordeel behoort. De categorieën zijn generieke en open normen die lastig te duiden en van elkaar te onderscheiden zijn. Het is daarmee niet goed op voorhand vast te stellen of een beding strijdig is met een van deze principes; zie ook Asser/Sieburgh 6-III 2018/310 e.v. en Van Kooten, in: GS Vermogensrecht, art. 3:40 BW, aant. 7.2.

83 Tweehuysen 2023, par. 13.6; Tweehuysen, in: GS Vermogensrecht, art. 3:260, aant. 4.5.2.

het uitwinnen van dat zekerheidsrecht is overeengekomen? Ingeval de junior het recht heeft om uit te winnen, geldt ten aanzien van een hypotheekrecht dat de junior de uitwinningprocedure kan beginnen en dat de senior de uitwinningprocedure kan overnemen.<sup>84</sup> Indien de tweede hypotheekhouder uitwint,<sup>85</sup> dan zal het registergoed worden gezuiverd van het eerste hypotheekrecht.<sup>86</sup>

Bij meervoudige verpanding is de situatie wat complexer. Een junior ziet zich beperkt doordat hij het verpande goed slechts kan verkopen met handhaving van het hoger gerangschikte pandrecht.<sup>87</sup> Indien een verpande zaak in beslag is genomen, dan kan de pandhouder die bevoegd is tot executie wel de executie overnemen en zelf executeren. Dit recht komt echter op basis van de wet alleen toe aan de hoogst gerangschikte pandhouder die tot executie wenst over te gaan.<sup>88</sup> Voor sommige gevallen wordt bepleit dat art. 461a lid 2 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (Rv) beoogt alleen de houder van het hoogst gerangschikte pandrecht het recht te geven om de executie over te nemen, in dat geval zou de junior dit recht niet kunnen verkrijgen.<sup>89</sup> Wat ons betreft is de meer logische interpretatie van deze bepaling dat dit recht toekomt aan de pandhouder die tot executie wenst over te gaan, en dat slechts bij een samenloop (dus ingeval meerdere pandhouders tot executie wensen over te gaan) het recht uitsluitend toekomt aan de pandhouder die wenst over te gaan tot executie en het hoogst gerangschikte recht houdt.

Bij de verpanding van vorderingen op naam komt de vraag op in hoeverre de junior inningsbevoegd kan worden en daar bescherming uit kan halen. Het uitgangspunt is: meervoudig verpanden van vorderingen leidt niet tot doorbreking van de *prior tempore*-regel, ook niet wanneer het tweede pandrecht is medegedeeld en het eerste pandrecht niet. Krachtens art. 3:246 lid 3 BW komt de bevoegdheid tot inning van de verpande vorderingen uitsluitend toe aan de hoogst gerangschikte pandhouder. Toch zijn er in de literatuur verschillende opvattingen met betrekking tot de inningsbevoegdheid ingeval alleen het tweede pandrecht is medegedeeld. De meerderheidsopvatting in de literatuur lijkt te zijn dat art. 3:246 lid 3 BW alleen een regeling beoogt te geven voor een conflict tussen houders van medegedeelde pandrechten – bij afwezigheid van een dergelijk conflict kan een tweede pandhouder wel inningsbevoegd worden, zolang het eerste pandrecht niet is medegedeeld.<sup>90</sup>

84 Art. 544 lid 3 Rv (en art. 509 Rv voor het overnemen van executie in geval van beslag). Met name in asset financieringen zoals de financiering van vastgoed, schepen of vliegtuigen komt dit voor, in tegenstelling tot financieringen van ondernemingen.

85 In de zin van art. 3:268 BW. Zie ook S.W. van den Berg, *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht* (Serie Onderneming en Recht, deel 107), Deventer: Wolters Kluwer 2019, par. 7.4.4 over de discussie in de literatuur over alternatieve wijzen van executie en eventuele zuivering.

86 Art. 3:273 BW. Bij een pandrecht is geen sprake van zuivering en blijft bij uitwinning door de tweede pandhouder het eerste pandrecht op het goed rusten. Zie art. 3:248 lid 3 BW.

87 Art. 3:248 lid 3 BW.

88 Art. 461a lid 1 en 2 Rv.

89 Gieseke, in: T&C Rv, art. 461a Rv, aant. 3.

90 Zie onder meer E.B. Rank-Berenschot, *Inning van meervoudig verpande vorderingen*, WPNR 1998, afl. 6306, p. 189-190, A. Steneker, *Pandrecht* (Mon. BW nr. B12a), Deventer: Kluwer 2012/45 en 54, en S. Houdijk & M.S. Breeman, *De reikwijdte van de (innings)bevoegdheid van de openbare pandhouder*, FIP 2016/217.

Daarnaast kan de eerste pandhouder ervoor kiezen om inning van de verpande vordering over te laten aan een pandhouder met een lagere rang.<sup>91</sup> In elk geval komt zijn eersterangs pandrecht te rusten op hetgeen de tweede pandhouder incasseert op grond van art. 3:246 lid 5 BW.<sup>92</sup> Hoewel de gedachte van de wetgever bij art. 3:246 lid 5 BW primair lijkt te zijn geweest om te voorzien in een regeling voor het geval een inningsbevoegde pandhouder overgaat tot innen op zodanige wijze dat de geïnde gelden niet tot zijn vermogen gaan behoren, staat niets er wat ons betreft aan in de weg om art. 3:246 lid 5 BW ook toe te passen als een tweede pandhouder overgaat tot inning van de vordering, los van de vraag of de eerste of tweede pandhouder formeel inningsbevoegd is. Wat betekent dit voor de junior? In gegeven gevallen kan de junior inningsbevoegd worden, mits de senior zijn pandrecht niet heeft medegedeeld of inning bewust heeft overgelaten aan de junior, maar de senior zal nog altijd voorrang hebben op eventuele executieopbrengsten en ook een pandrecht verkrijgen op het geïnde. In de praktijk komt het echter niet vaak voor dat een eerste pandhouder de inning zal overlaten aan de tweede pandhouder.

Het moge duidelijk zijn dat een junior waarbij de rang van zekerheden zijn positie bepaalt, in sterke mate afhankelijk is van de houder van het eersterangs zekerheidsrecht. De rechten die een junior heeft op grond van de wet kunnen effectief worden uitgesloten in een intercreditor. De junior zal erop moeten vertrouwen dat de houder van de zekerheid eerste in rang opbrengstmaximalisatie nastreeft. Het is de junior sterk aan te raden daar beschermende afspraken over te maken.<sup>93</sup>

- *Met achterstelling*

Indien de junior, als houder van een tweede zekerheidsrecht, wel wordt achtergesteld (in contractuele zin), dan is relevant of sprake is van eigenlijke of oneigenlijke achterstelling. Bij een (uitsluitend) eigenlijke achterstelling is de uitwinbaarheid van het zekerheidsrecht in beginsel niet beperkt door die achterstelling, ook niet bij concursus. Wanneer bij een oneigenlijke achterstelling de opeisbaarheid is opgeschort, zal ook de uitwinbaarheid van het zekerheidsrecht zijn opgeschort. Uitwinning is immers pas mogelijk in geval van een verzuim in de verzekerde verplichtingen.<sup>94</sup>

Het kan ook voorkomen dat een junior zijn vorderingen wel in contractuele zin heeft achtergesteld, maar toch een eerste zekerheidsrecht verkrijgt. Onderscheid moet worden gemaakt tussen het verhaalsrecht en de voorrang die een schuldeiser heeft. Het verhaalsrecht is het recht om een goed uit te winnen (te verkopen, te gelde te maken). De rang bepaalt wie als eersten uit de executieopbrengst worden betaald. Dus een junior met een eerste zekerheidsrecht die is gebonden aan een achterstelling krijgt voor het verhaal de rechten die een eerste zekerheidsrechthou-

91 Dit zal het geval zijn als de eerste pandhouder ervoor kiest om een stil pandrecht niet openbaar te maken of, als de eerste pandhouder zelf ook inningsbevoegd is, hij de tweede pandhouder daartoe volmacht geeft.

92 Art. 3:246 lid 5 en 3:253 BW jo. art. 490b Rv.

93 Zie par. 4.2.

94 Zie art. 3:248 lid 1 en 3:268 lid 1 BW.

der toekomst, maar bij de verdeling van de opbrengst zal er gekeken worden naar zijn relatieve rang. De junior, als zekerheidshouder, krijgt dan pas uitgekeerd naar aanleiding van zijn positie op basis van de afgesproken achterstelling, dus nadat de vordering ten aanzien waarvan is achtergesteld, is voldaan.<sup>95</sup>

#### 4.2 Bescherming junior bij rang zekerheden

Een crediteur die zekerheden verkrijgt die niet de hoogste rang hebben, moet rekening houden met de sterke positie van de hoogst gerangschikte zekerheidsgerechtigde. Veelal zal de rang van zekerheden worden gecombineerd met een contractuele achterstelling. Een junior die erin slaagt een positie te creëren zonder dergelijke achterstelling heeft voor een eventuele restvordering een concurrente positie met de senior.<sup>96</sup> In situaties waar partijen geen aanvullende afspraken maken over het recht van uitwinning, verdeling van executieopbrengsten en inningsbevoegdheid, is de situatie van de junior met een zekerheidsrecht tweede in rang niet sterk. Het past bij het karakter van pand- en hypotheekrechten dat de zekerheidsgerechtigde met een seniorpositie een grote mate van vrijheid toekomt ten aanzien van executie, maar die vrijheid is niet helemaal zonder grenzen.<sup>97</sup> In elk geval rust op de senior in deze structuur een zorgplicht jegens de debiteur.<sup>98</sup> Dit brengt met zich dat op de uitwinnende zekerheidsgerechtigde een zekere verplichting rust om een zo hoog mogelijke opbrengst te genereren.<sup>99</sup> De junior heeft hier een afgeleid belang bij en vindt bescherming in deze plicht die rust op de senior. Op de vraag of de junior rechtstreeks aanspraak kan maken op deze zorgplicht (die van de senior vereist dat hij opbrengstmaximalisatie beoogt), of dat dit recht slechts aan de debiteur/pandhouder is voorbehouden, is in de literatuur en rechtspraak, voor zover wij kunnen nagaan, geen duidelijk antwoord te vinden. In de procedure omtrent de uitwinning bij Hema benoemt de rechtbank wel dat (daar in het kader van art. 3:250 lid 1 BW) de opbrengstmaximalisatie in het belang is van de pandgever, andere schuldeisers met voorrang bij de verdeling van de executieopbrengst en andere schuldeisers in het algemeen.<sup>100</sup> Wat ons betreft brengt de positie van de senior

95 Vgl. Spinath 2005, par 9. en Pannevis 2019, par. 9.2.2.3. Pannevis pleit hier, wat ons betreft terecht, tegen de suggestie van Spinath dat een senior in dit geval het zekerheidsrecht van de junior zou kunnen uitwinnen, nu de zekerheidsrechten afhankelijke rechten zijn.

96 Bij veel financieringen, waaronder acquisitiefinancieringen van leveraged buy-outs, zal het effect hiervan overigens beperkt zijn omdat veelal zekerheden worden gevestigd op vrijwel alle vermogensbestanddelen van de debiteuren.

97 Zie ook J.J. van Hees, *Uitwinning van zekerheidsrechten in vrijheid*, MvV 2020, p. 261-266.

98 Dan wel op basis van de Algemene Bankvoorwaarden, dan wel – indien de senior niet een bank is – over de band van de redelijkheid en billijkheid op grond van art. 6:248 lid 1 BW; zie ook HR 23 december 2005, ECLI:NL:HR:2005:AU3713, NJ 2006/289 (Safe Haven), weliswaar in het kader van de bancaire zorgplicht.

99 Hof Arnhem 17 juli 2007, ECLI:NL:GHARN:2007:BB0254, JOR 2007/241 (Leisureplan), r.o. 3.5. In deze uitspraak betreft het een bank als crediteur en haar zorgplicht jegens een borgsteller. De grondslag voor een dergelijke zorgplicht volgt onder meer uit art. 6:2 en 6:248 BW en geldt daarmee niet alleen voor banken. Echter, de reikwijdte van art. 6:2 BW is beperkt tot de verhouding tussen schuldeiser en schuldenaar. De reikwijdte van art. 6:248 BW is beperkt tot de verhouding tussen contractspartijen en speelt dus alleen ingeval er een intercreditor is. In de casus waar de senior en de junior geen intercreditor zijn aangegaan, zijn ze geen contractspartijen van elkaar.

100 Rb. Amsterdam 11 september 2020, ECLI:NL:RBAMS:2020:4523, m.nt. I. van Gasteren, r.o. 6.5.

met zich dat hij in voorkomende gevallen ook jegens de junior een verplichting heeft om opbrengstmaximalisatie na te streven. De junior zal zich, bij afwezigheid van een contractuele verhouding met de senior en een expliciete wettelijke grondslag voor een dergelijke zorgplicht, moeten beroepen op een claim uit onrechtmatige daad. Het is wat ons betreft niet goed te verklaren dat een dergelijke zorgplicht alleen jegens de debiteur zou gelden, met name in situaties waar de debiteur volledig *out of the money* is, maar een junior (gedeeltelijk) *in the money*. Het is de junior toch aan te raden om de bescherming handen en voeten te geven in een intercreditor. De intercreditor bevat idealiter een contractuele regeling ten aanzien van onder andere waardebepalingen en verkoopprocessen en stelt vast dat op de senior de verplichting rust om in redelijkheid opbrengstmaximalisatie na te streven.

## 5 WHOA

De Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA) is beschikbaar voor ondernemingen die verkeren in een toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat ze met het betalen van schulden niet zullen kunnen voortgaan. Een gehomologeerd WHOA-akkoord is bindend en kan de rechten van de junior wijzigen, ook in gevallen waarin de junior zelf niet heeft ingestemd met het WHOA-akkoord.<sup>101</sup> We zullen hierna de mogelijke impact van de WHOA op de positie van de junior bespreken en wij doen dat aan de hand van de reeds besproken structuren.

### 5.1 Structurele achterstelling en de WHOA

Bij structurele achterstelling kan door zowel de debiteur van de senior, de debiteur van de junior als allebei tegelijk om homologatie van een onderhands akkoord worden verzocht. De structureel achtergestelde crediteur (junior) kan echter slechts worden geraakt door een akkoord op niveau van zijn directe debiteur (de holdingvennootschap), de senior op zijn beurt kan slechts geraakt worden door een akkoord op niveau van zijn directe debiteur, de dochtervennootschap. In dit kader zijn het breed akkoord en de groeps-WHOA interessant.<sup>102</sup>

De WHOA biedt een specifieke regeling om rechten van schuldeisers jegens groepsvennootschappen van de schuldenaar te wijzigen. Deze regeling beoogt groepsge-

101 Zie voor een uitgebreide omschrijving van de WHOA, de relevante procedure en de daarbij betrokken partijen en hun respectievelijke rollen bijv. M.K. ter Horst, De WHOA in vogelvlucht, in: C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), De WHOA van wet naar recht (Recht en Praktijk nr. InsR18), Deventer: Wolters Kluwer 2021, en O. Salah, De homologatie van een akkoord onder de WHOA, MvV 2021, afl. 4, p. 148-157. Relevant is in elk geval dat de WHOA een *debtor in possession*-procedure is waarbij de debiteur/onderneming beschikkingsbevoegd blijft, anders dan bij faillissement, net als de Amerikaanse variant (*Chapter 11*) en de Engelse variant (*Scheme of Arrangements*).

102 We laten vraagstukken omtrent de rechtsmacht hier buiten beschouwing. Zie daarvoor bijv. C.M. Harmsen & M.L.H. Reumers (red.), De WHOA van wet naar recht (Recht en Praktijk nr. InsR18), Deventer: Wolters Kluwer 2021, par. 8.2.

ranties<sup>103</sup> te adresseren.<sup>104</sup> Dit wordt ook wel een *breed akkoord* genoemd, omdat naast verplichtingen van de schuldenaar ook een of meer specifieke verplichtingen van een groepsvennootschap in de procedure worden betrokken.<sup>105</sup> In een zuivere structurele achterstelling zal deze regeling de positie van de crediteuren niet raken, omdat de diverse debiteuren juist niet instaan voor elkaars schulden, op welke wijze dan ook.<sup>106</sup>

De groeps-WHOA kent diverse verschijningsvormen, maar geen expliciete wettelijke grondslag.<sup>107</sup> De lichtste variant is gelijktijdige (maar separate) behandeling van afzonderlijke verzoeken die elk leiden tot een afzonderlijk akkoord.<sup>108</sup> De zwaarste variant is geconsolideerde behandeling met slechts één akkoord tot gevolg.<sup>109</sup> Hoewel wij in de wet en in de parlementaire geschiedenis geen directe aanknopingspunten zien om aan te nemen dat de wetgever heeft beoogd een dergelijk geconsolideerd

103 A.M. Mennens, Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement, (Onderneming en Recht, deel 118), Deventer: Wolters Kluwer 2020 ('Uit de toelichting blijkt dat het moet gaan om groeps-garanties of verbintenissen waarvoor rechtspersonen met of naast de schuldenaar aansprakelijk zijn, zoals het geval is bij borgtocht en hoofdelijkheid'). Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3, p. 43.

104 Zie in dit kader, ter vergelijking, ook art. 160 Fw inzake het faillissementsakkoord, waar juist geldt dat de schuldeisers rechten jegens (o.a.) groepsvennootschappen behouden als ware er geen akkoord tot stand gekomen.

105 Op basis van art. 372 Fw kunnen rechten van schuldeisers jegens groepsvennootschappen (in de zin van art. 2:24b BW) worden gewijzigd, indien aan de inhoudelijke eisen van lid 1 is voldaan (dat wil zeggen: (1) de betreffende rechten van die schuldeisers jegens de betrokken rechtspersonen strekken tot voldoening of zekerheid voor de nakoming van de verbintenissen van de schuldenaar of van de verbintenissen waarvoor die rechtspersonen met of naast de schuldenaar aansprakelijk zijn, en (2) de betrokken rechtspersonen verkeren in een toestand als bedoeld in art. 370 lid 1 Fw). Daarbij is vereist dat (1) de groepsvennootschap heeft ingestemd met de wijziging óf het akkoord wordt aangeboden door een herstructureringsdeskundige, (2) de Nederlandse rechter rechtsmacht heeft ten aanzien van de groepsvennootschap, en (3) er geen WHOA-procedure is gestart ten aanzien van de groepsvennootschap. Deze regeling wijkt af van die in faillissement, waar (bij afwezigheid van een dergelijke regeling) het faillissement van één vennootschap veelal leidt tot het faillissement van groepsvennootschappen die instaan voor de schulden van die vennootschap. De regeling van art. 372 Fw beoogt te voorkomen dat bij homologatie van een akkoord de schuldenaar nadien alsnog wordt geconfronteerd met regresvorderingen van groepsvennootschappen die verhaal hebben geboden aan schuldeisers die betrokken waren bij het gehomologeerd akkoord. Zie in dit kader ook art. 370 lid 2 Fw, waar een andere regeling is opgenomen voor derden die als borg, medeschuldenaar of anderszins zekerheid hebben gesteld voor schulden van de schuldenaar.

106 Hieronder begrepen garanties in brede zin, goederenrechtelijke zekerheden en aansprakelijkheden zoals uit hoofde van 403-verklaringen en fiscale eenheden. Het is om die reden ook gebruikelijk in kredietdocumentatie om door middel van diverse verklaringen vast te stellen dat de schuldenaren van de senior op geen enkele wijze aansprakelijkheden van anderen op zich nemen, tenzij uitdrukkelijk toegestaan.

107 Behoudens art. 370 lid 1 Fw voor een breed akkoord.

108 Onder Chapter 11 wordt deze vorm van gezamenlijke behandeling *joint administration of procedural consolidation* genoemd.

109 Er zijn nog tal van tussenvormen te bedenken, bijv. de gezamenlijke behandeling met afhankelijke akkoorden, waarbij elk akkoord als voorwaarde heeft dat de overige akkoorden ook zijn gehomologeerd. Vgl. Harmsen & Reumers 2021, par. 8.3 en M.L.H. Remmers, De WHOA en groepsvennootschappen, TvCu 2022, afl. 2, p. 35-44.

lideerd groepsakkoord te faciliteren,<sup>110</sup> denken wij dat de WHOA zich niet verzet tegen homologatie van een gezamenlijk akkoord, hetgeen in veel gevallen ook beter aansluit bij de economische realiteit (nu vennootschappen vaak juridisch, financieel en economisch niet op zichzelf staan maar een (afhankelijk) onderdeel zijn van de groep) en bijdraagt aan het doel dat de WHOA beoogt te bereiken. Wij zien overigens geen reden om aan te nemen dat er in geval van een groeps-WHOA bijzondere regelingen van toepassing zijn op *intercompany* vorderingen.<sup>111</sup>

In ieder geval geldt bij elke vorm van een groeps-WHOA dat iedere vennootschap moet verkeren in een toestand als bedoeld in art. 370 lid 1 Fw.<sup>112</sup> In de literatuur wordt, wat ons betreft terecht, bepleit dat bij het vaststellen van die toestand relevant en soms zelfs doorslaggevend is dat de vennootschap deel uitmaakt van een groep.<sup>113</sup> Zo zal het faillissement van de dochtervennootschap er bijvoorbeeld toe leiden dat een holding die *special purpose vehicle* is geen zelfstandig bestaansrecht meer heeft, omdat die geen assets meer heeft, of in elk geval de aandelen in de dochtervennootschap (haar enig actief) geen waarde meer hebben. Andersom (bij faillissement van de holdingvennootschap) zal de dochtervennootschap niet direct in de toestand van art. 370 lid 1 Fw komen te verkeren.

In de context van dit artikel rest dan de vraag: kan bij een gezamenlijk akkoord een senior die zijn rang ontleent aan structurele achterstelling slechter af zijn dan bij een separaat akkoord? Het antwoord is wat ons betreft: nee. Wij zien geen aanknopingspunten om de structurele rang te doorbreken in een akkoord en een dergelijk akkoord dient dan ook op grond van art. 384 Fw niet in aanmerking te komen voor homologatie, omdat het strijdig is met art. 374 Fw, waar onder meer uit volgt dat de structureel achtergestelde crediteur (junior) en senior (van een dochtervennootschap) in een aparte klasse moeten worden ingedeeld, omdat ze bij vereffening van het vermogen in faillissement een zodanig verschillende positie hebben dat er van een vergelijkbare positie geen sprake is. Crediteuren kunnen ook in voorkomende gevallen een beroep doen op de *no creditor worse off*- en *absolute priori*-

110 De reikwijdte van art. 370 lid 1 en 372 Fw is, op basis van de bewoording, beperkt tot specifieke verplichtingen van groepsvennootschappen/derden en biedt niet direct een aanknopingspunt voor geconsolideerd behandelen of een geconsolideerd akkoord.

111 In geval van een geconsolideerde behandeling van één akkoord voor twee of meer vennootschappen kan worden bepleit dat een vordering tussen die vennootschappen genegeerd moet worden omdat zowel de debiteur als de crediteur onderwerp van het voorgestelde akkoord is. Wij zien echter geen grondslag voor een bijzondere behandeling in die situatie en ook geen noodzaak. Zie in dat kader ook Harmsen & Reumers 2021, par. 8.3.6, die ook concluderen dat er geen bijzondere behandeling is voor *intercompany* vorderingen.

112 Dat is de toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij met het betalen van zijn schulden niet zal kunnen voortgaan.

113 Harmsen & Reumers 2021, par. 8.2.4 en Remmers 2022. Hiermee wordt bedoeld dat om vast te stellen of een bepaalde vennootschap in een toestand in de zin van art. 370 lid 1 Fw verkeert, gekeken moet worden naar de toestand van de groep als geheel en aspecten die zich buiten de (individuele) schuldenaar afspeelen toch beslissende invloed kunnen hebben.

ty-regelingen.<sup>114</sup> De problematiek omtrent het in kaart brengen van complexe rangorde speelt hier niet, nu er juist geen sprake is van concursus bij structurele achterstelling.

## 5.2 *Verschillende positie bij contractuele achterstelling en rang van zekerheden*

We staan hierna stil bij de klassenindeling en de mogelijkheid om de rechten (en overeenkomsten) van crediteuren te wijzigen met in het achterhoofd de volgende twee vragen. Ten eerste: is er bescherming voor de junior onder de WHOA en in hoeverre is die afhankelijk van de gekozen intercreditorstructuur? Ten tweede: kan in het kader van de WHOA de vooraf afgesproken rangorde tussen schuldeisers worden gewijzigd ten nadele van de junior?

### 5.2.1 *Klassenindeling*

De klassenindeling is relevant voor de rechten die aan crediteuren worden toegekend in een akkoord,<sup>115</sup> maar ook voor de stemming op het aangeboden akkoord. Een onjuiste klassenindeling kan bijvoorbeeld tot gevolg hebben dat een akkoord gehomologeerd wordt op basis van een *cross class cram down*.<sup>116</sup> Ook kan het zijn dat een onjuiste klassenindeling de junior in een klasse plaatst die voorstemt, waardoor hij geen beroep meer kan doen op art. 384 lid 4 sub b Fw (de ‘absolute priority rule’). Zodoende kan een klassenindeling gevolgen hebben voor het effect van de stem van de junior, de rechtsmiddelen die hij tot zijn beschikking heeft, en bestaat er een risico dat de junior potentieel een lagere uitkering krijgt dan waar hij recht op heeft. Het is voor de junior dus van belang in welke klasse hij wordt ingedeeld. We behandelen hierna het juridisch kader voor de klassenindeling en een aantal aspecten die tot gevolg kunnen hebben dat de junior onjuist of ongunstig wordt ingedeeld.

- **Flexibiliteit voor de schuldenaar**

Allereerst heeft de schuldenaar de vrijheid om naar eigen inzicht een passende klassenindeling te maken. De wet schrijft summierlijk voor hoe een schuldenaar de klassenindeling moet maken.<sup>117</sup> Hierbij moet worden gekeken naar de rechten die

114 Art. 384 lid 4 en sub b Fw. Zie ook par. 5.3 en zie voor een omschrijving van deze regelingen bijvoorbeeld: Vriesendorp en Salah, MvV 2020/6, p. 213 en L. Welling-Steffens, De pandhouder en de WHOA. De invloed van de klassenindeling en de (niet zo) absoluut priority rule op de positie van de pandhouder en andere zekerheidsgerechtigden, NTBR 2023/11, (o.a.) par. 2.5, 4 en 5.2.

115 Per klasse kan een ander voorstel worden aangeboden, variërend van (verschillende) percentage-akkoorden tot *debt for equity swaps* of gedeeltelijke cash-aflossing.

116 Voor zover die klasse in liquidatie ‘in the money’ zou zijn en met twee derde voorstemt. In elk geval heeft een schuldenaar er belang bij een tegenstemmende junior in een klasse in te delen waar de meerderheid juist wel instemt, om zo gebruik te maken van het *cram down*-mechanisme; het effect van de stem van de junior neemt daarmee af met mogelijke homologatie als gevolg.

117 Art. 374 Fw. In elk geval worden aandeelhouders en schuldeisers in een andere klasse ingedeeld, dat lijkt een open deur. Aangenomen wordt – in onze ogen terecht – dat dit slechts ziet op de aandeelhouder als residual claimant, en niet in de hoedanigheid van crediteur van de vennootschap (bijv. uit hoofde van een aandeelhouderslening). Ook staat vast dat separatisten op basis van een pand- of hypotheekrecht slechts als separatist worden ingedeeld voor zover de executiewaarde van het onderpand hun vordering dekt (zie Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3, p. 49 (MvT)).



schuldeisers zouden hebben bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement óf de rechten die zij op basis van het akkoord aangeboden krijgen. Als die rechten zodanig verschillend zijn dat van een vergelijkbare positie geen sprake is, dan vereist dit dat de betreffende schuldeisers in een separate klasse worden ingedeeld. Door de verwijzing in art. 374 lid 1 Fw naar ‘of de rechten die zij op basis van het akkoord aangeboden krijgen’ ontstaat er ogenschijnlijk veel vrijheid voor de schuldenaar om een creatieve klassenindeling te maken.<sup>118</sup> Hierbij kan worden gedacht aan het separaat indelen van een bepaalde klasse crediteuren waaraan een *debt for equity swap* wordt aangeboden. Hoewel dat niet direct problematisch hoeft te zijn, kan de uiteindelijke opbrengst voor dergelijke crediteuren in de praktijk hoger zijn dan voor crediteuren waaraan een percentageakkoord (een akkoord waarbij een percentage van de vordering wordt voldaan tegen kwijtschelding van het restant) is aangeboden.

Uit de wetsgeschiedenis volgt dat een schuldenaar ook ‘andere factoren’ van invloed kan laten zijn op de klassenindeling en de aangeboden rechten onder een akkoord.<sup>119</sup> In ieder geval zal er onderscheid worden aangebracht tussen: separatisen, schuldeisers met eigendomsvoorbehoud of retentierecht, overige preferente schuldeisers, concurrente schuldeisers en aandeelhouders. Tot slot kan de schuldenaar besluiten om een hele klasse buiten het akkoord te houden. In theorie kan een schuldenaar bijvoorbeeld een akkoord aanbieden aan slechts zijn senior en junior, maar (verder) achtergestelde crediteuren, zoals bijvoorbeeld een *vendor loan*-leninggever, buiten het akkoord laten.

- Relatieve rangorde

Ten tweede geldt dat de rangorde naar Nederlands recht complex kan zijn, en soms zo complex dat het lastig is om een accurate klassenindeling te maken. De WHOA gaat uit van een rangorde van vorderingen in de vorm van een ranglijst.<sup>120</sup> De ranglijst is – ook gezien art. 374 Fw en de verwijzing naar vereffening – de logische basis voor de klassenindeling onder de WHOA. Echter, het Nederlandse systeem van rangorde is niet gestoeld op een absolute rangorde die voortvloeit uit een ranglijst, maar gaat uit van relatieve rangorde. Dit betekent dat de rang van een vordering

118 Vriesendorp en Salah bepleiten als maatstaf dat er objectieve en redelijke gronden moeten gelden, zie R.D. Vriesendorp & O. Salah, De WHOA: een nieuw herstructureringsinstrument, MvV 2020, afl. 6, p. 205-216. Die maatstaf volgt niet uit de wet, maar is een analoge toepassing van de regel die volgt uit rechtspraak in het kader van het aangeboden akkoord bij surseance van betaling of faillissement.

119 Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3 p. 47 en 49 (MvT). Het kan dan – zo blijkt uit de MvT – gaan om de verschillende fiscale gevolgen die het akkoord heeft voor de betrokken schuldeiser en aandeelhouders.

120 Zie N.B. Pannevis, De klassenvorming onder de WHOA en Nederlandse rangbepalingen, FIP 2019/216, par. 2. Pannevis verwijst verder naar de VS, Engeland en Duitsland als landen waar naar het wettelijke systeem de rangorde ook daadwerkelijk de vorm van een ranglijst aanneemt; hij verwijst verder (ter vergelijking) naar de criteria die worden gebruikt voor klassenindeling in Chapter 11 en Scheme of Arrangements: ‘In Chapter 11 worden vorderingen in dezelfde klasse geplaatst als die “substantially similar” zijn. Bij een Scheme of arrangement worden de klassen gevormd door “those persons whose rights are not so dissimilar as to make it impossible for them to consult together with a view to their common interest”.’

relatief is ten opzichte van een andere vordering. Bijvoorbeeld: jegens de debiteur is A de senior, B de junior en C een handelscrediteur. Hier is B achtergesteld bij A, maar A en B zijn beide *pari passu* met C.<sup>121</sup> Zowel Welling-Steffens als Pannevis gaat uitgebreid in op de relatieve rangorde van vorderingen en de impact daarvan op een WHOA-akkoord.<sup>122</sup> In elk geval volgt daaruit dat het in de praktijk niet altijd mogelijk is om de rangorde correct weer te geven in een ranglijst, terwijl die ranglijst juist het uitgangspunt is voor de klassenindeling.<sup>123</sup>

### 5.2.2 Bescherming voor de junior

Een onjuiste klassenindeling kan vergaande gevolgen hebben voor een schuldeiser. Een junior die van mening is dat hij in een verkeerde klasse is ingedeeld, kan bepleiten dat op grond van art. 384 lid 2 sub c jo. art. 374 lid 1 Fw de rechtbank het verzoek tot homologatie moet afwijzen. Deze toets zal de rechtbank ook ambtshalve moeten uitvoeren. Dit doet de vraag opkomen of de junior bescherming kan vinden in de WHOA voor de gevallen waarin een voorgestelde klassenindeling in zijn ogen geen recht doet aan zijn positie. Het volgende is daarbij relevant:

- a Tegen de homologatie staat geen hoger beroep open – in die zin is er dus beperkte bescherming voor de junior.<sup>124</sup> Wel kan de junior de rechter verzoeken (bij wijze van een aspectenverzoek op grond van art. 378 lid 1 sub b Fw) om een uitspraak te doen over de klassenindeling. Hiermee test de rechter of de klassenindeling de homologatie in de weg staat.<sup>125,126</sup>
- b Tevens kan de junior onder omstandigheden een beroep doen op de ‘absolute priority rule’ (hierna: APR). Echter, in de meest zuivere vorm levert de APR geen bescherming op voor de junior ten opzichte van de senior (de APR zal eerder de senior beschermen tegen de junior), maar wel ten opzichte van nog lager gerangschikte crediteuren. Immers, een strikte interpretatie van de APR vereist dat pas aan betalingen aan een lager gerangschikte crediteur wordt toegekomen, als de hoger gerangschikte crediteur *volledig* is voldaan (gelijk aan de behandeling bij faillissement en liquidatie). Tegelijkertijd is de APR lang niet zo absoluut en kan in elk geval op grond van art. 384 lid 4 sub b laatste zin Fw worden afgeweken indien daar een redelijke grond voor bestaat en genoemde schuldeisers (in dat geval dus de senior) niet in hun belangen worden ge-

121 Een ander interessant voorbeeld is de beoogde rangwisseling van een pandrecht derde in rang naar een eerste rang: als de pandhouder met tweede rang hier geen toestemming voor geeft, dan zal de rangwisseling hem niet kunnen worden tegengeworpen, maar de rangwisseling geldt wel in de verhouding tussen de pandhouder eerste in rang en de pandhouder tweede in rang.

122 Welling-Steffens 2023 en N.B. Pannevis, De rang van vorderingen, NTBR 2023/9.

123 Zie het voorbeeld in N.B. Pannevis, De structuur van de rangorde, Tvl 2022, afl. 3, par. 2.7 en het daar aangehaalde voorbeeld: Rb. Oost-Brabant (r-c) 26 oktober 2016, ECLI:NL:RBOBR:2016:6566.

124 Art. 369 lid 10 Fw.

125 Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3, p. 57 (MvT). Uit de MvT volgt dat het doel van dit aspectenverzoek is de *deal certainty* te bevorderen en zo spoedig mogelijk onzekerheid weg te kunnen nemen over een eventuele afwijzingsgrond.

126 De rechter moet de homologatie van een WHOA-akkoord weigeren als de klassenindeling niet voldeed aan art. 374 Fw, ‘tenzij zodanig gebrek redelijkerwijs niet tot een andere uitkomst van de stemming had kunnen leiden’.

schaad.<sup>127,128</sup> Wat hier als ‘redelijke grond’ moet worden gezien, zal ingevuld moeten worden door de rechtspraak.

- c En tot slot kan een junior zich beroepen op de ‘no creditor worse off’-regel van art. 384 lid 3 Fw. De rechtbank kan een verzoek tot homologatie afwijzen als summierlijk blijkt dat de junior op basis van het akkoord slechter af is dan bij een vereffening in faillissement.

De ‘no creditor worse off test’ is ter bescherming van iedere crediteur die tegen het akkoord stemt.<sup>129</sup> Terwijl voor de APR geldt dat de rechter pas aan toetsing toekomt als de betreffende tegenstemmende schuldeiser is ingedeeld in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd.<sup>130</sup>

### 5.3 Impact verschillende intercreditorstructuren

De gekozen intercreditorstructuur heeft een impact op de klassenindeling voor de WHOA. De impact hiervan kan materieel zijn. Zo kan het verschil tussen een junior die tweederangs zekerheden krijgt en een junior die geen zekerheden krijgt maar wel zijn vorderingen achterstelt ten aanzien van de senior onder andere tot gevolg hebben dat de junior in een andere/afzonderlijke klasse moet worden ingedeeld. Het spreekt voor zich dat iedere impact op de klassenindeling het verschil kan maken tussen voorstemmen en tegenstemmen in die klasse.

De gekozen intercreditorstructuur bepaalt dus de positie van de junior. In paragraaf 3 en 4 is beschreven hoe de verschillende structuren werken buiten faillissement en bij een vereffening gedurende faillissement. Als uitgangspunt geldt dat de WHOA niet een ander effect zal hebben op de toegepaste intercreditorstructuur. Dit uitgangspunt kent in de praktijk wat nuances. We lichten hierna een aantal elementen van de WHOA uit met als doel in kaart te brengen hoe een junior geraakt kan worden door een WHOA-akkoord met een focus op situaties die potentiële afwijken van de behandeling in faillissement.

Op grond van art. 374 lid 1 Fw en de extra bescherming van de ‘no creditor worse off rule’ zal een junior onder de WHOA ten minste gelijk behandeld moeten worden als in faillissement.<sup>131</sup> Wij zien geen reden om aan te nemen dat bepaalde intercreditorstructuren minder krachtig zijn in de WHOA (in vergelijking tot concursus buiten faillissement of vereffening in faillissement).<sup>132</sup> Dat wordt bevestigd door bijvoorbeeld de expliciete verwijzing in art. 374 lid 1 Fw naar de vereffening van

127 Wat ons betreft dient hier te worden gelezen: niet *onredelijk* in hun belang worden geschaad. Immers, iedere afwijking van de APR schaadt de senior in zijn belang als hierdoor schuldeisers met een lagere rang een betaling krijgen ten laste van uitkeringen aan de senior.

128 Zie ook Welling-Steffens 2023, par. 4.2.

129 Of ten onrechte niet tot stemming is toegelaten.

130 Zie bijv. Rb. Noord-Holland 19 februari 2021, ECLI:NL:RBNHO:2021:1398, waar de rechtbank niet aan behandeling van een beroep op de APR toekomt omdat de tegenstemmende schuldeiser is ingedeeld in een voorstemmende klasse, waarmee er geen cross class cram down is.

131 De junior wordt in dit kader ook beschermd door de APR.

132 Of dat de wetgever heeft beoogd bepaalde crediteuren in het kader van de WHOA anders (lees: nadeliger) te behandelen dan in faillissement.

het vermogen in faillissement en naar titel 10 van Boek 3 BW, maar ook door specifieke regelingen zoals art. 374 lid 3 Fw, op basis waarvan pand- en hypotheekhouders slechts voor het deel van hun vordering waarvoor de voorrang geldt in een of meer klassen van schuldeisers met een dergelijke voorrang worden ingedeeld, tenzij hierdoor geen verandering ontstaat in de verdeling van de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd. Voor het overige deel van hun vordering worden deze schuldeisers ingedeeld in een klasse van schuldeisers zonder voorrang.<sup>133</sup>

Een crediteur die vindt dat de aangeboden regeling geen recht doet aan hetgeen hem toekomt op basis van de gekozen intercreditorstructuur, stemt tegen homologatie van het akkoord. Echter, deze crediteur kan in de minderheid zijn in zijn klasse (*cram down*) of zien dat een akkoord toch voor homologatie in aanmerking komt omdat een andere (*in the money*-)klasse wel voorstemt (*cross class cram down*). Op deze wijze kan ogenschijnlijk toch (zonder dat de junior daarmee heeft ingestemd) verdeling volgen die in strijd is met de gekozen intercreditorstructuur, maar in deze gevallen kan de junior bescherming vinden in (1) de APR in geval van een *cross class cram down*, en (2) *no creditor worse off* in alle gevallen. In theorie kan de APR dus worden doorbroken ten nadele van de junior, mits de klasse waarin hij is ingedeeld voorstemt, en hij niet slechter af is dan in faillissement.

#### 5.4 Wijzigen van rechten – aantasting rangorde van schuldeisers

Zowel in art. 370 als in art. 373 lid 1 Fw wordt expliciet verwezen naar de mogelijkheid onder de WHOA om wijzigingen aan te brengen in verplichtingen van de schuldenaar. Het verschil is dat er in art. 370 Fw geen verdere gevolgen worden verbonden aan een dergelijke wijziging, terwijl art. 373 lid 1 Fw de wederpartij het recht geeft om een voorstel af te wijzen. In dat geval krijgt de schuldenaar het recht de overeenkomst tussentijds te doen opzeggen op voorwaarde dat het akkoord wordt gehomologeerd en de rechtbank de opzegging goedkeurt (waarna de wederpartij een recht op schadevergoeding heeft dat in het akkoord kan worden betrokken).

Kijkend naar de wetsgeschiedenis vragen wij ons af of met art. 370 en 373 Fw wordt beoogd om twee verschillende regelingen neer te leggen voor het wijzigen

133 Wat ons betreft moet hier worden gelezen: ‘voor zover de schuldeiser niet op een andere grond nog een positie van voorrang heeft’. Dit werkt in faillissement niet anders, het zekerheidsrecht creëert immers een voorrangpositie ten aanzien van de executieopbrengsten van dat specifieke goed.

van overeenkomsten. Wat ons betreft is dit inderdaad het geval. Wij zien de volgende twee argumenten:

- a uit de memorie van toelichting volgt dat art. 370 lid 1 Fw<sup>134</sup> ziet op (geld)vorderingen en de aanpassingen daarvan. De reikwijdte van art. 373 lid 1 Fw<sup>135</sup> strekt daarentegen tot contractuele verplichtingen. Daarom spreekt art. 370 lid 1 Fw ook van ‘schuldeisers’ en spreekt art. 373 lid 1 Fw van ‘wederpartij’.
- b indien voor de wijzigingen waar art. 370 lid 1 Fw op ziet, ook de bescherming van art. 373 lid 1 Fw zou gelden, dan is een akkoord nooit een dwangakkoord omdat op basis van art. 373 lid 1 Fw de wederpartij een voorgestelde wijziging kan afwijzen.

De vraag hoever een schuldenaar over de band van art. 370 en 373 Fw kan gaan, staat centraal in een aantal rechtbankuitspraken. Wij behandelen die uitspraken hierna aan de hand van twee intercreditorstructuren, namelijk de rang van zekerheden en contractuele achterstelling toegepast in een parallel debt-structuur.

#### 5.4.1 *Wijzigen van de rang van zekerheden*

De WHOA is geïnspireerd op de Scheme of Arrangements- en Chapter 11-procedure.<sup>136</sup> Onder beide procedures is er in het bijzonder aandacht voor nieuwe en tussentijdse financiering. Onder de Amerikaanse Chapter 11 is het zelfs mogelijk om dergelijke financiering (vaak DIP financing genoemd) te zekeren met nieuwe eesterangs zekerheden. Daarmee gaan de nieuwe zekerheden in rang boven bestaande zekerheden die rusten op het vermogen van de schuldenaar. Dit wordt ‘priming of liens’ genoemd. Art. 17 lid 4 van Richtlijn (EU) 2019/1023<sup>137</sup> biedt lidstaten de mogelijkheid om priming of liens toe te staan. Uit de memorie van toelichting bij de implementatie van de richtlijn volgt dat de lidstaatoptie bewust niet is overgenomen, omdat niet is gebleken dat het gewenst is om een dergelijke regeling alsnog in te voeren. De memorie van toelichting stelt – in brede zin – dat er geen gebruik is gemaakt van de optie om nieuwe financiers het recht te geven om met voorrang

134 Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3 p. 33-34: ‘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.’ De MvT noemt als voorbeelden de usual suspects voor wijzigingen van vorderingsrechten: kwijtschelden, uitstel van betaling, omzetten in kapitaal.

135 Kamerstukken II 2018/19, 35249, nr. 3 p. 44-45 (MvT): ‘Artikel 373 biedt in de eerste plaats de mogelijkheid om ook *lopende overeenkomsten* te herstructureren’ [curs. GK & RdH]. ‘Bij deze bepaling kan gedacht worden aan een huurovereenkomst die als een molensteen rond de nek van de onderneming hangt.’ Interessant is ook dat de MvT over de schadevergoedingsvordering zegt: ‘dit maakt de wederpartij dan stemgerechtigde schuldeiser’, alsof de wederpartij daarvoor nog niet stemgerechtigde schuldeiser zou zijn (de MvT nuanceert dit ook weer, omdat dit alleen klopt als de wederpartij daarmee in een klasse komt die bij het akkoord wordt betrokken).

136 Kamerstukken II 2014/15, 34218, nr. 3 (MvT).

137 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).

terugbetaald te worden.<sup>138</sup> Deze motivering beperkt zich – kijkend naar de letterlijke tekst – niet tot de rang van goederenrechtelijke zekerheden.

De rechtbank Rotterdam<sup>139</sup> oordeelt – wat ons betreft correct en onder verwijzing naar de parlementaire geschiedenis zoals hiervoor omschreven – dat het niet mogelijk is om op grond van art. 370 lid 1 Fw de rang van een pandrecht te wijzigen via een homologatieproces. De betreffende debiteur verzocht een dergelijke rangwisseling in het kader van een nieuw aan te trekken financiering waarvoor een eerste pandrecht gevestigd zou moeten worden.

#### 5.4.2 *Wijzigen van de contractuele prioriteitsregeling*

In de WHOA-beschikking inzake IHC<sup>140</sup> oordeelt de rechtbank dat het wél mogelijk is om de rangorde neergelegd in een contractuele prioriteitsregeling te wijzigen. In dit geval gaat het om de rangorde zoals neergelegd in een intercreditor naar het LMA-model waar contractuele achterstelling wordt toegepast.

De schuldenaar maakt succesvol gebruik van art. 370 lid 1 Fw om middels priming een schuld een hogere rang te geven in de waterval. Het betoog van Rabobank dat een wijziging van de rangorde tussen schuldeisers niet kan worden afgedwongen via de WHOA wordt verworpen.<sup>141</sup> De rechtbank oordeelt dat een wijziging van de contractuele rangorde mogelijk is op grond van art. 370 lid 1 Fw.<sup>142</sup> De rechtbank lijkt ook mee te wegen dat voorrang wordt verleend voor een reeds bestaande schuld.<sup>143</sup> Kijkend naar de regeling van art. 370 lid 1 Fw vragen wij ons af of dat een relevant criterium is. Daarbij lijkt de rechtbank in het midden te laten of de analyse anders is als de contractuele rang moet worden gewijzigd voor een nieuwe schuld.<sup>144</sup>

138 Kamerstukken II 2021/22, 36040, nr. 3 p. 131, zie ook p. 24: ‘De richtlijn biedt 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 (art. 17 lid 4 van de richtlijn). Hiervan is in de huidige WHOA-regeling geen gebruik gemaakt en er is niet voor gekozen om dit alsnog te doen.’

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

140 Rb. Rotterdam 9 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:2800, JOR 2023/193, m.nt. F. van de Wakker.

141 Rabobank verwijst hierbij ook naar Rb. Rotterdam 15 december 2022, ECLI:NL:RBROT:2022:11016.

142 De rechtbank laat verder onbesproken of een dergelijke contractuele rangorde te duiden is als eigenlijke of oneigenlijke achterstelling. Wij nemen daarbij aan dat de rechtbank dit niet relevant acht.

143 Zie: ‘De rechtbank verwerpt dat betoog. De wijziging van de rangorde betreft de wijziging van de waterval zoals vastgelegd in de IC. De rangorde is aangepast omdat voorrang wordt gegeven aan de bestaande posities (...) De vergelijking met de uitspraak van de rechtbank Rotterdam van 15 december 2022 gaat niet op. Daar ging het om een beoogde *nieuwe* [curs. GK & RdH] 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.’

144 Voor een nieuwe schuld geldt ook dat de betreffende kredietverstrekker en schuldenaar pauliana-bescherming kunnen vragen op grond van art. 42a Fw indien het nieuwe krediet noodzakelijk is voor de voortzetting van de onderneming gedurende het akkoordtraject (in de VS wordt dit DIP financing genoemd), of noodzakelijk is om het akkoord te kunnen voorbereiden. Vgl. Rb. Noord-Nederland 26 maart 2021, ECLI:NL:RBNNE:2021:1100 en Rb. Rotterdam 21 maart 2022, ECLI:NL:RBROT:2022:12152, JOR 2023/266, m.nt. Sigtenhorst.

Hoewel de mogelijkheid tot priming in de praktijk wellicht nuttig zou zijn,<sup>145</sup> heeft de wetgever naar ons idee ervoor gekozen om met de WHOA geen mogelijkheid te creëren om de verstrekkers van nieuwe en tussentijdse financiering voorrang te geven op bestaande crediteuren. Voorrang dient wat ons betreft ruim te worden uitgelegd, waardoor niet alleen de rang van zekerheden, maar ook wettelijke en contractuele achterstellingen in stand moeten blijven. Het is daarom interessant (en wat ons betreft onjuist) dat het op basis van recente rechtspraak lijkt of een schuldeiser die zijn rang contractueel heeft veiliggesteld niet veilig is, terwijl de schuldeiser die zijn rang heeft laten vastleggen door de rang van zijn zekerheidsrechten wel is beschermd.

## 6 Conclusie

Er zijn diverse manieren om de positie van de junior strategisch in te richten. De verschillende besproken intercreditorstructuren bieden elk hun eigen voordelen, maar ook aandachtspunten. Welke intercreditorstructuur passend is, hangt af van de juridische en commerciële voorkeuren van de betrokken crediteuren en debiteuren. Voor de junior hangt de beschermingsgraad niet alleen af van de gekozen structuur, maar ook van de invulling daarvan in de relevante intercreditor. Deze nuance is cruciaal, niet alleen ingeval de intercreditorstructuur getest wordt tijdens een insolventieprocedure of WHOA-procedure, maar ook daarbuiten.

145 In de recente WHOA-evaluatie door het Wetenschappelijk Onderzoek- en Datacentrum wordt genoemd dat 66% van de respondenten het nuttig lijkt voor de praktijk als de mogelijkheid tot priming wel wordt ingevoerd in de WHOA, zie: Evaluatie Wet homologatie onderhands akkoord, 18 december 2023.