

LEGAL INTELLIGENCE

Tijdschrift voor Insolventierecht, Het verkoopproces in een pre-packaged

activatransactie

Vindplaats:	Tvl 2015/2
Bijgewerkt tot:	2015-01-06
Auteur:	Mr. J.M. Hummelen

Het verkoopproces in een pre-packaged activatransactie

Het uitvoeren van een activatransactie in de vorm van een pre-pack kan ertoe bijdragen dat waarde wordt behouden voor de schuldeisers van een onderneming. Echter, door de voor een pre-pack vereiste beslotenheid bestaat het risico op een gebrekkige prijsvorming. In dit artikel wordt ingegaan op de vraag hoe de waarde van de activa in een pre-packaged activatransactie kan worden gemaximaliseerd door een juiste inrichting van het verkoopproces. Daarbij wordt in het bijzonder ingegaan op de Amerikaanse figuur van de stalking horse.

Auteur: Mr. J.M. Hummelen¹

1. Inleiding

Eén van de onderdelen van het wetgevingsprogramma 'Herijking Faillissementsrecht' is de Wet Continuïteit Ondernemingen I (WCO I).² De WCO I beoogt voornamelijk te voorzien in het introduceren van een wettelijke basis voor activatransacties in faillissement welke al voorafgaand aan de faillietverklaring van de schuldenaar zijn voorbereid (ofwel: de *pre-pack*).³

Ten tijde van het schrijven van dit artikel is nog geen wetsvoorstel voor de WCO I gepubliceerd.⁴ Wel is door de Minister een ambtelijk voorontwerp voor de WCO I in consultatie gegeven.⁵ Dit artikel beoogt de prepack en specifiek het verkoopproces in een pre-packtransactie onder het consultatievoorstel vanuit normatief perspectief nader te bestuderen. Meer specifiek gaat het om de vraag hoe de waarde in een pre-packtransactie kan worden gemaximaliseerd door een juiste inrichting van het verkoopproces.

Als toetsingskader wordt in dit artikel de *creditors' bargain* theorie gehanteerd.⁶ Deze theorie stelt dat faillissementsrecht als doel heeft de maximalisatie van de waarde van de *pool of assets* voor *the investors as a group*.⁷

In het hierna volgende wordt eerst nader ingegaan op het fenomeen van de '*melting ice cube*' (§ 2) en de rol die een pre-pack kan spelen bij het behouden van waarde (§ 3). Vervolgens wordt ingegaan op het risico dat de prijs in een pre-packtransactie op gebrekkige wijze tot stand komt (§ 4). In de context van dit risico wordt aandacht besteed aan de vraag of de beoogd curator bepaalde bevoegdheden mist om de integriteit van het verkoopproces te waarborgen (§ 5 en 6). Daarbij wordt in het bijzonder ingegaan op de vraag in hoeverre gebruikmaking van de figuur van de *stalking horse* waardemaximaliserend kan werken (§ 6.2.3). Het artikel sluit af met een conclusie (§ 7).

2. Het probleem van de '*melting ice cube*'

De voorgestelde wijzigingen van de Faillissementswet op basis van de WCO I beogen een wettelijke basis te scheppen voor het aanwijzen van een 'beoogd curator' en een 'beoogd rechter-commissaris' voorafgaand aan de opening van een formele insolventieprocedure.⁸ Uitgangspunt is dat deze beoogd curator en beoogd rechter-commissaris in een te volgen faillissement worden aangesteld als curator respectievelijk rechter-commissaris.⁹ Hierdoor kan reeds voorafgaand aan de faillietverklaring van de schuldenaar een activatransactie worden voorbereid en afgestemd met de beoogd curator. Deze activatransactie kan vervolgens kort na de faillietverklaring door de – dan – curator worden geëffectueerd.¹⁰

Op het moment van schrijven bestaat in Nederland nog geen wettelijke basis voor aanwijzing van een beoogd curator en beoogd rechter-commissaris. Desalniettemin zijn acht van de elf rechtbanken bereid gebleken reeds voor faillietverklaring van een schuldenaar een beoogd curator aan te wijzen, om zo pre-packs te faciliteren.¹¹

Hoe kan nu het aanwijzen van een beoogd curator en het vervolgens voorbereiden van een activatransactie voorafgaand aan faillissement bijdragen aan waardemaximalisatie? Hiervoor is het van belang enige aandacht te besteden aan de rol van faillissementsrecht bij waardemaximalisatie en hoe dit recht daar al dan niet in slaagt.

2.1 Faillissementsrecht als oplossing voor een common pool probleem

Onder de *creditors' bargain* theorie wordt faillissementsrecht gezien als een oplossing om een *common pool*-probleem te elimineren dat zich anders zou voordoen.¹² Zonder een collectieve wijze van verhaal kunnen schuldeisers zich alleen op individuele basis op een schuldenaar verhalen voor hun vorderingen. Betaling vindt dan plaats op basis van *'first come, first served'*. Dit houdt in dat als een schuldenaar niet voldoende vermogen heeft om al zijn schuldeisers te voldoen, alleen de schuldeisers die zich tijdig aandienen worden voldaan. Hierdoor ontstaat een prikkel voor schuldeisers om individueel en als eerste verhaal te zoeken. Immers, alleen de eersten die zich melden kunnen volledig voldaan worden.

De aanname onder de *creditors' bargain* theorie is dan ook dat schuldeisers de voorkeur geven aan een collectieve wijze van verhaal – zijnde: faillissement – indien dit leidt tot een hogere waarde van de *pool of assets* voor de *investors as a group*. Deze hogere waarde kan onder andere worden gerealiseerd doordat het opleggen van een collectieve wijze van verhaal voorkomt dat activa stuksgewijs worden verkocht als verhaalsobject voor individuele schuldeisers.¹³

Dit faillissementsrecht dient volgens de *creditors' bargain* theorie te worden vorm gegeven aan de hand van de volgende drie principes:¹⁴

- 1) "[B]ankruptcy law at its core should be designed to keep individual actions against assets, taken to preserve the position of one investor or another, from interfering with the use of those assets favored by the investors as a group.
- 2) Bankruptcy law should change a substantive nonbankruptcy rule only when doing so preserves the value of assets from the group of investors holding rights in them.
- 3) [B]ankruptcy (...) should be (...) concerned with the interests of those (...) who have property rights in the assets of the firm (...)."

2.2 Blokkade individueel verhaal voorkomt waardedaling niet

Het eerste principe van de *creditors' bargain* theorie impliceert dat verhaal door een individuele schuldeiser, dat niet in het belang van de *investors as a group* is, is te blokkeren. Een dergelijke blokkering van individueel verhaal is in het Nederlandse recht te vinden in [artikel 33 Fw](#). Uit dit artikel volgt dat individuele verhaalsmogelijkheden na het uitspreken van een faillissement niet meer mogelijk zijn en dat alle individueel gelegde beslagen vervallen.¹⁵ Daarenboven schrijft [artikel 26 Fw](#) voor dat rechtsvorderingen die rechten of verplichtingen behorende tot de failliete boedel tot gevolg hebben, gedurende het faillissement op geen andere wijze worden ingesteld dan door aanmelding ter verificatie.

Het probleem is dat faillissementen tijd in beslag nemen.¹⁶ En dat, ondanks de blokkade van [artikel 26](#) en [33 Fw](#), de activa van een schuldenaar gedurende een faillissement nog in waarde kunnen dalen. In dat verband geldt dat een faillietverklaring over het algemeen van negatieve invloed is op de bedrijfsvoering van de schuldenaar en daarmee op de waarde van de activa.

De concept-Memorie van Toelichting bij WCO I stelt in het verband van de gevolgen van een faillietverklaring dat: "[e]en faillietverklaring er in veel gevallen echter toe [leidt] dat de onderneming in een ongecontroleerd proces komt

(...)” En dat: “[D]e onderneming doorgaans in korte tijd veel van haar waarde [zal] verliezen.”¹⁷ Daarbij wordt nog expliciet de negatieve publiciteit genoemd die over het algemeen gepaard gaat met een faillietverklaring.¹⁸

Immers, weliswaar zijn de mogelijkheden van individueel verhaal door schuldeisers (grotendeels) geblokkeerd, dit betekent nog niet dat daarmee de activa van de schuldenaar *going-concern* kunnen worden verkocht met de daarbij behorende meerwaarde boven een *piece-meal-sale*. Artikel 26 Fw beperkt zich immers tot vorderingen op de schuldenaar die voor de faillietverklaring zijn ontstaan of die anderszins ter verificatie kunnen worden ingediend.¹⁹ Derden zijn niet verplicht mee te werken aan de continuïteit van de onderneming van de schuldenaar.²⁰ In de praktijk doet het zich dan ook regelmatig voor dat leveranciers zich terugtrekken of alleen tegen ongunstigere voorwaarden bereid zijn te leveren. Klanten en werknemers lopen weg en *ipso facto*-clausules treden in werking.²¹ Hierdoor daalt de waarde van de activa van de schuldenaar zienderogen.

Daarenboven is de blokkade van artikel 26 Fw niet absoluut. Zo kunnen zekerheidshouders ten aanzien van voor faillietverklaring ontstane vorderingen hun rechten blijven uitoefenen alsof er geen faillissement was.²² Voorts kunnen schuldeisers bijvoorbeeld eigendomsvoorbeholden inroepen, retentierechten uitoefenen en zich beroepen op het recht van reclame.²³ Door al deze omstandigheden is het vaak lastig een onderneming gedurende een faillissement draaiende te houden.

In de Nederlandse literatuur wordt de waardedaling als gevolg van de negatieve effecten die veelal volgen na een faillietverklaring wel aangeduid als ‘desintegratieschade’.²⁴ In de Amerikaanse literatuur wordt de meer beeldende vergelijking gemaakt met een ‘*melting ice cube*’.²⁵ De onderneming is als een ijsklont, waarvan de waarde wegsmelt na de faillietverklaring.

De curator die zich geconfronteerd ziet met een *melting ice cube* zal onder grote druk staan om zo snel mogelijk een activatransactie tot stand te brengen en de opbrengst van de activa te fixeren. Het probleem is echter niet alleen dat de waarde van de onderneming zienderogen afneemt, maar ook dat de net aangetreden curator veelal een grote informatieachterstand heeft en het om die reden voor hem lastig is om de waarde van de activa correct in te schatten.²⁶ Ook een potentiële koper kan worden geconfronteerd met onzekerheden ten aanzien van de waarde van de activa of de transactie en zal hierop zijn prijs aanpassen. Tegelijkertijd kan een bepaalde partij – bijvoorbeeld het zittende management – een informatievoorsprong hebben, waardoor de mogelijkheid wordt gecreëerd voor opportunistisch gedrag.²⁷ De curator wordt geconfronteerd met een voorgekookte transactie en het verzoek deze maar te tekenen.²⁸ Ook door deze omstandigheden kan het voorkomen dat de activa van een schuldenaar tegen een suboptimale prijs te gelde worden gemaakt.

3. De pre-pack als oplossing

Hoe nu helpt de pre-pack bij het maximaliseren van de waarde van de activa van de schuldenaar? In essentie door – bij gebreke van de mogelijkheid tijd zelf te manipuleren – het veranderen van de *timing* van de relevante gebeurtenissen.

Eenzijds, geldt dat de tijd tussen het moment van faillietverklaring en het sluiten van de activatransactie door het reeds voorbereiden van de activatransactie voor de faillietverklaring aanzienlijk kan worden verkort.²⁹ De transactie kan in beginsel direct na de faillietverklaring door de curator worden gesloten.³⁰ Daarbij zal de transactie uiteraard wel aan de geldende wettelijke vereisten dienen te voldoen. Dit betekent onder andere dat op grond van artikel 176 Fw toestemming van de rechter-commissaris zal dienen te worden verkregen voor de transactie. Immers, in verband met de vereiste beslotenheid zal de pre-pack een onderhandse verkoop zijn en voor een dergelijke verkoop is toestemming vereist.³¹ Tevens zal de transactie dienen te voldoen aan de eisen van artikel 101 Fw, aangezien de staat van insolventie op het moment van vervreemding nog niet zal zijn ingetreden.³² Dit houdt in dat de curator slechts bevoegd is goederen van de boedel te verkopen, indien: i) de verkoop noodzakelijk is ter bestrijding van de kosten van het faillissement; of ii) de goederen niet dan met nadeel voor de boedel bewaard kunnen blijven.

Anderzijds, kan de curator, doordat hij reeds voor het faillissement betrokken wordt, zich beter informeren ten aanzien met betrekking tot zowel de schuldenaar als een voorgenomen transactie.³³ Hij kan in de periode voor de faillietverklaring in relatieve rust overzicht krijgen en zich een oordeel vormen over de vraag of hij na een faillietverklaring met een bepaalde activatransactie zal instemmen.³⁴

In essentie ziet de aanstelling van een beoogd curator – en de pre-packtransactie die daarmee wordt gefaciliteerd – dan ook op een verandering van het proces dat aan een activatransactie in faillissement voorafgaat. Het daarmee te bereiken doel – onder de *creditors' bargain* theorie: waardemaximalisatie van de *pool of assets* voor de *investors as a group* – verandert echter niet.³⁵ In dat verband rijst de vraag wat dan de beste inrichting van het verkoopproces is om genoemde waardemaximalisatie te bewerkstelligen. Het gaat immers niet om de vraag of een bepaald geboden bedrag voor activa het hoogste geboden bedrag is, maar of het geboden bedrag het hoogst haalbare bedrag is.³⁶

4. Het risico van de pre-pack: gebrekkige prijsvorming

Uit de concept-Memorie van Toelichting volgt dat het aanstellen van een beoogd curator in beginsel niet van invloed is op de bevoegdheden van de schuldenaar. De schuldenaar blijft volledig beschikkings- en beheersbevoegd. Dit houdt in dat het bestuur de beslissingen neemt en de rechtspersoon vertegenwoordigt.³⁷ Het primaat van de schuldenaar komt ook terug in de positie van de beoogd curator onder het voorstel voor de WCO I. De beoogd curator is geen adviseur van de schuldenaar, heeft geen betrekking bij de schuldenaar en is ook geen toezichthouder van de schuldenaar.³⁸ Hij is verplicht tot geheimhouding en kan zonder instemming van de schuldenaar geen partijen benaderen in het kader van een mogelijke transactie.³⁹ De concept-Memorie van Toelichting stelt in het verband van de bevoegdheden van de beoogd curator dat zijn taak louter is "*om mee te kijken, zich te (laten) informeren en zich een oordeel te vormen over de gang van zaken binnen de onderneming*".⁴⁰ De gedachte van de Minister lijkt dan ook te zijn dat het de schuldenaar is die het verkoopproces inricht en leidt. De beoogd curator kijkt in beginsel slechts mee. Dit primaat van de schuldenaar zou een prikkel dienen te zijn voor de schuldenaar om tijdig de juiste maatregelen te nemen en de aanwijzing van een beoogd curator te verzoeken.⁴¹

Het door de schuldenaar geleide verkoopproces zal zich in beginsel in beslotenheid afspelen. Daar zit immers het voordeel in van het voorbereiden van de activatransactie voorafgaand aan het faillissement.⁴² Deze beslotenheid bergt echter ook een risico in zich. Te weten dat de prijsvorming op gebrekkige wijze plaatsvindt door het gebrek aan marktwerking.⁴³ Immers, in de woorden van de U.S. Supreme Court:

"[T]he best way to determine value is exposure to a market."⁴⁴

Het risico bestaat dat door het gebrek aan marktwerking bepaalde gegadigden niet worden benaderd en dat hierdoor niet de hoogste prijs wordt gerealiseerd.⁴⁵ In dat kader hebben zich al de eerste teleurgestelde potentiële kopers gemeld in de media.⁴⁶

5. Informatiebevoegdheden beoogd curator

De vraag is nu over welke bevoegdheden een beoogd curator dient te beschikken om de integriteit van het verkoopproces in een pre-packtransactie te waarborgen.⁴⁷ Immers, hoewel het primaat van het verkoopproces in de fase voor de faillietverklaring bij de schuldenaar ligt, dient de beoogd curator bij zijn handelen de taak van curator als uitgangspunt te nemen.⁴⁸ Volgens de concept-Memorie van Toelichting wordt daarmee bedoeld dat de beoogd curator zijn taak verricht ten behoeve van de gezamenlijke schuldeisers. Vanuit het oogpunt van de *creditors' bargain* theorie betekent dit dat de beoogd curator zal moeten waarborgen dat de waarde van de beschikbare activa wordt gemaximaliseerd.⁴⁹

Deze paragraaf gaat in op de informatiebevoegdheden van de beoogd curator. Immers, het eerste dat van belang is voor een effectief optreden van een beoogd curator in het verkoopproces is dat hij over alle relevante informatie beschikt.⁵⁰ De pre-packperiode beoogt een periode van relatieve rust te bieden waarin de beoogd curator zich een oordeel kan vormen over de voorgenomen verkoop van de in het geding zijnde activa na faillietverklaring. Het risico bestaat echter dat de beoogd curator over onvoldoende of geselecteerde informatie beschikt, zodat de curator zich tijdens de pre-packperiode geen geïnformeerd oordeel kan vormen.⁵¹ Dit kan leiden tot een suboptimale opbrengst van de activa.

5.1 Noodzaak vrijelijk inzicht volledige administratie

Van belang is dat de beoogd curator inzicht krijgt in de financiële en operationele situatie van de schuldenaar. Dit zorgt ervoor dat de informatievoorsprong die *insiders* – zoals het zittend management – hebben op de beoogd

curator wordt verkleind, zodat de mogelijkheden voor opportunistisch gedrag worden verminderd.⁵² Daarbij is van belang dat de beoogd curator zelf de selectie van relevante informatie in de administratie van de schuldenaar kan maken en dat dit niet wordt gedaan door de schuldenaar zelf.⁵³ Hierdoor wordt voorkomen dat de beoogd curator geen inzicht wordt gegeven in bepaalde informatie die voor hem relevant is.⁵⁴

Onder het consultatievoorstel voor de WCO I zijn de informatiebevoegdheden van de beoogd curator echter beperkt. In artikel 365 lid 3 Fw (concept) is opgenomen dat de schuldenaar inlichtingen aan de beoogd curator dient te verschaffen in het kader van een door de beoogd curator uit te brengen verklaring over een voorgenomen activatransactie. Hiermee zou de curator inzicht kunnen verkrijgen in de situatie van de schuldenaar.⁵⁵ Tegelijkertijd maakt de concept-Memorie van Toelichting echter expliciet duidelijk dat met artikel 365 lid 3 Fw (concept) niet de introductie van een algemene informatieverplichting voor de schuldenaar wordt beoogd.⁵⁶ Hiermee bestaat het risico dat selectief informatie wordt verschaft aan de beoogd curator, die gunstig is voor insiders als potentiële kopers.

5.2 Noodzaak mogelijkheid vrijelijk raadplegen derden

Naast het inzien van bestaande informatie, is het ook van belang dat de beoogd curator aanvullende informatie kan verzamelen. Zo zal de beoogd curator voor een geïnformeerde beslissing over de opportuniteit van een bepaalde transactie – bij gebreke van goede marktwerking – een deskundige dienen te raadplegen over de waarde van de activa. Dit kan bijvoorbeeld door een onafhankelijke derde een waardebeoordeling te laten uitvoeren van de activa van de schuldenaar op *going-concern* basis als *benchmark* voor een transactie op basis van een stuksgewijze verkoop om te bezien wat er gebeurt als er geen doorstart tot stand kan komen.

Onder het consultatievoorstel van de WCO I wordt echter ook het inwinnen van informatie bij derden door de beoogd curator gecontroleerd door de schuldenaar. Op grond van artikel 363 lid 3 Fw (concept) kan de beoogd curator bij derden informatie inwinnen of een deskundige verzoeken onderzoek te doen. Dit geeft de beoogd curator de mogelijkheid een onafhankelijke waardering van activa door een derde te laten uitvoeren.⁵⁷ Echter, het inwinnen van dergelijke informatie door de beoogd curator kan slechts plaatsvinden met instemming van de schuldenaar. Daarmee bestaat ook op dit punt een risico dat *insiders* zich opportunistisch gaan gedragen.⁵⁸

6. Sturing van het verkoopproces door de beoogd curator

Naast de hoeveelheid informatie die de beoogd curator krijgt, is ook van belang in hoeverre hij het verkoopproces kan sturen. Het enkel in bezit krijgen en bestuderen van informatie door de beoogd curator heeft in beginsel geen invloed op de positie van de schuldenaar in het verkoopproces. Het laat de leidende positie van de laatste onaangetaast. De vraag is echter of de beoogd curator niet ook bevoegdheden moet krijgen om actief het verkoopproces te kunnen sturen.

Naar huidig recht heeft de beoogd curator – bij gebreke van enige wettelijke regeling – in beginsel geen enkele formele bevoegdheid om invloed uit te oefenen op het verkoopproces. Ook in de toelichting op het consultatievoorstel voor de WCO I wordt duidelijk gesteld dat de aanstelling van een beoogd curator niet leidt tot een verandering in de beheers- en beschikkingsbevoegdheid van de schuldenaar.⁵⁹ Het is de schuldenaar die de regie houdt over de verkoop van de onderneming.⁶⁰ Het staat de beoogd curator dan ook niet vrij – anders dan met instemming van de schuldenaar – om bijvoorbeeld derden te benaderen met de vraag of zij geïnteresseerd zijn in overname van activa van de schuldenaar.⁶¹

Als het verkoopproces door de schuldenaar correct en professioneel wordt uitgevoerd en de curator heeft afdoende informatie, dan bestaat er in beginsel geen reden om de beoogd curator invloed uit te laten oefenen op het verkoopproces. Echter, een gebrek aan bevoegdheden voor de beoogd curator om het verkoopproces te beïnvloeden kent ten minste twee belangrijke risico's. Dit zijn het risico dat de schuldenaar te lang doorgaat (§ 6.1) en het risico dat de schuldenaar tekortschiet in het benaderen van potentiële kopers (§ 6.2).

6.1 Risico dat schuldenaar te lang doorgaat

Een eerste risico is dat de schuldenaar het verkoopproces in de pre-faillissementsfase tracht te rekken om zo lang mogelijk aan de macht te blijven en een redding te forceren waarbij het zittende management een rol blijft spelen. Dit ondanks dat de beoogd curator heeft geconstateerd dat het direct aanvragen van faillissement en uitvoeren van bijvoorbeeld een *piecemeal sale* beter zou zijn.⁶² In dit verband speelt dat voor de schuldenaar een prikkel bestaat om excessieve risico's te nemen in een poging de onderneming weer op 'het juiste spoor' te krijgen.⁶³ Onder het huidige recht noch in het consultatievoorstel voor de WCO I is echter voorzien in de bevoegdheid voor de beoogd curator om in een dergelijk geval in te grijpen door de mogelijkheid te hebben het faillissement van de schuldenaar te kunnen aanvragen. Schuldeisers zijn van dit gebrek aan bevoegdheden op de hoogte. Zij hebben om die reden een prikkel om de schuldenaar te monitoren en sneller het faillissement aan te vragen dan zij zouden doen als zij konden vertrouwen op de beoogd curator als partij die kan ingrijpen bij onverantwoord gedrag.⁶⁴ Genoemd risico kan echter vrij eenvoudig worden beperkt door de beoogd curator de bevoegdheid te geven het faillissement van de schuldenaar aan te vragen althans de rechter-commissaris om een daartoe strekkend bevel te kunnen vragen.⁶⁵

6.2 Risico dat schuldenaar tekortschiet in benaderen potentiële kopers

Een tweede risico is dat de schuldenaar tekortschiet in het benaderen van en onderhandelen met potentiële kopers, waardoor een suboptimale prijs wordt gerealiseerd.⁶⁶ Daarbij speelt in het bijzonder het risico van opportunistisch gedrag door *insiders*, die wellicht liever de activa voor een suboptimale prijs aan zichzelf verkopen of aan een partij die toezegt dat het zittende management kan aanblijven.⁶⁷ In de context van de Engelse pre-pack is in dit verband wel de situatie gesignaleerd dat *insolvency practitioners* het zittende management op hun woord geloofden toen deze aangaven dat er buiten henzelf geen enkele geïnteresseerde partij was.⁶⁸

6.2.1 Verantwoordingsplicht niet toereikend

Onder het huidige recht heeft de beoogd curator in beginsel geen formele positie bij de schuldenaar. Hij zal over het algemeen optreden op basis van een overeenkomst tot opdracht, onder welke hij niet de bevoegdheid heeft om de markt te verkennen en potentieel geïnteresseerde kopers te benaderen of voorwaarden op te leggen aan geïnteresseerde partijen in het kader van een specifieke transactie.⁶⁹ Ook onder het consultatievoorstel voor de WCO I zijn aan de beoogd curator niet dergelijke bevoegdheden toegekend. Wel voorziet [artikel 364 lid 3 Fw](#) (concept) in de verplichting voor de beoogd curator om onverwijld na het moment dat hij ontheven wordt van zijn taak een publiekelijk beschikbaar verslag op te stellen en te deponeren. Hiermee wordt beoogd de beoogd curator achteraf inzicht te laten verschaffen in – de deugdelijkheid van – het verkoopproces.⁷⁰ Echter, onder het huidige voorstel weet de beoogd curator slechts wat hem door de schuldenaar wordt voorgelegd. Hij zal dus bijvoorbeeld niet kunnen rapporteren over een door de schuldenaar afgewezen potentieel geïnteresseerde partij als de schuldenaar hem hier niet over heeft ingelicht. Daarmee schiet de voorgestelde verantwoordingsplicht tekort om de integriteit van het verkoopproces te waarborgen.

6.2.2 Informele macht beoogd curator niet toereikend

In de praktijk zal de beoogd curator overigens wel enige macht hebben om het verkoopproces te sturen.⁷¹ Immers, de beoogd curator wordt in beginsel ook de curator in het latere faillissement.⁷² En deze curator heeft wel formele macht. Voorsortierend op zijn aanstelling als curator kan de beoogd curator dan ook vast aangeven welke transactie en welke voorwaarden hij wel of niet acceptabel acht. In dit verband kan ook worden gewezen op 365 lid 2 Fw (concept) van het consultatievoorstel. Op basis van dit artikel kan de schuldenaar de beoogd curator namelijk verzoeken een oordeel te geven over een bepaalde in voorbereiding zijnde transactie en aan te geven of hij in een faillissement activa onder de tussen schuldenaar en de potentiële koper uitonderhandelde voorwaarden zou vervreemden.⁷³ De beoogd curator zou in deze verklaring bijvoorbeeld kunnen aangeven dat hij als curator zou instemmen met een bepaalde deal als aan bepaalde nadere voorwaarden wordt voldaan.

Wat de beoogd curator echter niet kan, is de schuldenaar dwingen andere partijen te benaderen of bepaalde voorwaarden te stellen. Een negatieve verklaring van de beoogd curator betekent ook niet dat de schuldenaar moet stoppen met het voorbereiden van een door hem voorgenomen transactie. De beoogd curator kan de schuldenaar namelijk niet dwingen bepaalde handelingen wel of niet te verrichten.⁷⁴

De gedachte, zoals die volgt uit de concept-Memorie van Toelichting, is dat de beoogd curator de rechtbank verzoekt hem van zijn taak te ontheffen als hij heeft aangegeven niet met een transactie in te kunnen stemmen en de schuldenaar tegengesteld aan de opvattingen van de beoogd curator blijft handelen.⁷⁵ Vooreerst is dit een prikkel voor de beoogd curator om toch in te stemmen met een suboptimale deal, omdat hij anders niet als curator zal worden benoemd en salaris misloopt.⁷⁶ Daarnaast is het goed denkbaar dat de nieuwe (beoogd) curator wordt geconfronteerd met de situatie dat hij kan kiezen tussen of de suboptimale, door de schuldenaar voorbereide transactie of een *piecemeal*/verkoop tegen een nog lagere prijs. Het is dan lastig voor de curator om niet te kiezen voor de suboptimale door de schuldenaar voorbereide transactie.⁷⁷ In die zin is de informele macht onder het voorstel voor WCO I beperkt van omvang.

In de context van de informele macht van de beoogd curator geldt nog wel dat de beoogd curator mogelijk enige macht heeft door te dreigen met aansprakelijkstelling van de bestuurders van de schuldenaar als zij bepaalde handelingen wel of niet verrichten. In dit verband kan worden gewezen op het arrest *Ontvanger/Wesselman*.⁷⁸ In dit arrest nam de Hoge Raad aan dat de bijzondere hoedanigheid van aandeelhouder/bestuurder nog steeds op een *insider* blijft rusten, ook al koopt hij slechts activa van de failliete schuldenaar waar hij optrad als aandeelhouder/schuldenaar. Deze bijzondere hoedanigheid kan tot een bijzondere zorgplicht voor de *insider* leiden.⁷⁹ De omvang van deze zorgplicht is echter onduidelijk, nu de maatstaf die de rechtbank aanlegt in dit verband niet bestreden wordt.⁸⁰ Onduidelijk is dan ook of een bestuurder bijvoorbeeld aansprakelijk kan worden gehouden voor het feit dat hij 'de vriezer voortijdig ontkoppelt' om te zorgen dat de curator feitelijk wordt gedwongen een bepaalde door de bestuurder gewenste deal te accepteren.

6.2.3 De meerwaarde van een openbaar verkoopproces bij prijsvorming

Het probleem is dat de voor een succesvolle pre-pack vereiste beslotenheid een inherent nadeel kent: beslotenheid. Het is deze beslotenheid die ervoor zorgt dat het risico bestaat dat te weinig partijen worden benaderd. In de Amerikaanse herstructureringspraktijk heeft zich in dat verband een figuur ontwikkeld, waarbij is getracht de voordelen van een in beslotenheid voorbereide activatransactie te combineren met de voordelen van een openbaar verkoopproces. Deze figuur wordt ook wel de '*stalking horse procedure*' genoemd.

6.2.3.1 De Amerikaanse 363-sale en de figuur van de *stalking horse*

De *stalking horse procedure* is een bekend verschijnsel bij pre-packaged activatransacties in de Verenigde Staten.⁸¹ Dergelijke transacties vinden hun basis in Section 363 van de U.S. Bankruptcy Code. Section 363 biedt de mogelijkheid om gedurende een faillissement – na notificatie van bepaalde partijen en een zitting – activa '*outside the ordinary course of business*' te verkopen aan een derde.⁸² Een dergelijke verkoop kan al door de schuldenaar voorafgaand aan de faillietverklaring worden voorbereid. De schuldenaar kan vervolgens na opening van een Chapter 11 reorganisatieprocedure als *debtor-in-possession* de koop sluiten op basis van section 363.⁸³ Na verkrijging van rechterlijke goedkeuring is vervolgens de pre-packactivatransactie gerealiseerd. Daarbij geldt ingevolge Section 363(f) dat de activa onder voorwaarden '*free and clear*' – ofwel: vrij van aanspraken van derden zoals zekerheidshouders – kunnen worden verkocht.⁸⁴

Aangezien een 363-sale in Chapter 11 niet plaatsvindt op basis van een door de schuldeisers aangenomen en door de rechter getoetst reorganisatieplan met alle waarborgen die daarbij horen, wordt door Amerikaanse rechters in het Second Circuit over het algemeen vereist dat de verkoop voldoet aan de '*business justification test*'.⁸⁵ Deze test houdt in dat: "*there must be some articulated business justification, other than appeasement of major creditors, for using, selling or leasing of property outside the ordinary course of business, before the judge may order such disposition under section 363(b)*".⁸⁶ Aangezien een dergelijke test al snel wordt gehaald, ligt de drempel relatief laag. Over het algemeen zal het feit dat de transactie onder tijdsdruk staat ertoe leiden dat aan deze test wordt voldaan.⁸⁷

In grotere faillissementen is het de praktijk dat de pre-pack de vorm heeft van een *stalking horse procedure*. In een *stalking horse procedure* onderhandelt de schuldenaar voorafgaand aan de faillietverklaring een koopovereenkomst uit met een derde – de *stalking horse* –, welke koopovereenkomst onderhevig is aan de voorwaarde dat niet in een openbare veiling na de faillietverklaring een betere prijs wordt verkregen.⁸⁸ Nadat de

schuldenaar en de *stalking horse* een koopovereenkomst – inclusief veilingvoorwaarden – hebben uitonderhandeld, vraagt de schuldenaar faillissement aan.

De schuldenaar dient vervolgens een verzoek in voor zowel een '*Sale Procedures Order*' als een '*Sale Order*'. De eerste *order* is om goedkeuring te verkrijgen van de rechter voor het verkoopproces; de tweede *order* om goedkeuring te verkrijgen voor de verkoop van de relevante activa aan de winnende bieder op de te houden veiling.⁸⁹ De rechter zal vervolgens na een zitting de veilingvoorwaarden vaststellen in de verzochte *Sales Procedures Order*. Na het vaststellen van de veilingvoorwaarden hebben geïnteresseerde partijen de gelegenheid om *due diligence* uit te voeren en een bod uit te brengen gedurende een bepaalde periode. Na het sluiten van deze periode vindt een veiling plaats, waarop partijen nog verder tegen elkaar kunnen opbieden en waar de schuldenaar het winnende bod selecteert.⁹⁰ Vervolgens vindt de *sale hearing* plaats waar de rechter de verkoop van de activa aan de gebleken winnaar van de veiling goedkeurt in de reeds eerder verzochte *Sale Order*.⁹¹ Effectief wordt met deze procedure bereikt dat de schuldenaar zijn activa veilt met de zekerheid dat hij ten minste het met de *stalking horse* overeengekomen bedrag zal krijgen en de mogelijkheid dat de activa nog meer opleveren.

In de Nederlandse context is *de stalking horse* een nog vrijwel onbekend verschijnsel.⁹² Er lijken echter in beginsel geen bezwaren te bestaan om ook in Nederland een *stalking horse* procedure te volgen bij pre-packtransacties.⁹³ De schuldenaar kan voorafgaand aan het faillissement een voorwaardelijke koopovereenkomst uitonderhandelen, waarna na de faillietverklaring door de curator nog een veiling wordt gehouden om te bezien of nog een betere transactie kan worden bereikt. Het grote voordeel is dat hiermee het voordeel van de beslotenheid van de pre-pack wordt gecombineerd met de prijsvorming in een open markt. Op het moment van faillietverklaring heeft de curator – net als bij een gewone pre-pack – een koopovereenkomst in zijn zak. Hem wordt echter een extra kans geboden om de activa voor een nog hogere prijs te verkopen.⁹⁴ De *stalking horse* procedure lijkt dan ook de aangewezen methode om de waarde van de activa van een schuldenaar in de context van een pre-packtransactie te maximaliseren. De vraag is echter of dit in de Nederlandse context daadwerkelijk het geval is.

6.2.3.2 (On)zekerheid voor *stalking horse*: bid procedures

Een mogelijk bezwaar dat in het verband van de *stalking horse* procedure zou kunnen worden geuit, is dat de gedurende enige tijd onzekerheid bestaat over of de *stalking horse bidder* daadwerkelijk de activa zal verkrijgen, waardoor deze andere investeringsmogelijkheden aan zich voorbij moet laten gaan.⁹⁵ De gedachte is dan dat deze onzekerheid wordt verdisconteerd in de geboden prijs met het gevolg dat het *stalking horse bidder* ligt dan in een *naked pre-pack* het geval zou zijn geweest. Bij gebreke aan interesse tijdens de veiling wordt dan een suboptimale prijs voor de activa verkregen.

Genoemd bezwaar kan echter worden weggenomen door de *stalking horse bidder* een bepaalde mate van compensatie te bieden voor zijn onzekerheid. Deze compensatie kan worden geboden in de vorm van bepaalde veilingvoorwaarden.

De meest voorkomende bescherming in de Verenigde Staten is de toekenning aan de *stalking horse* van bepaalde vergoedingen. Een veel voorkomende vergoeding is de *break up fee*.⁹⁶ Een dergelijke *break up fee* is een vergoeding die aan de *stalking horse* wordt betaald als hij na de veiling niet de winnende bieder blijkt te zijn of de schuldenaar niet in staat is de gesloten koopovereenkomst na te komen.⁹⁷ Vaak is de *break up fee* een bepaald percentage van de door de schuldenaar met de *stalking horse* overeengekomen koopprijs.⁹⁸

Van belang in de context van het bieden van bescherming aan de *stalking horse* is wel dat de voordelen die de bescherming biedt er niet voor zorgen dat andere potentiële kopers worden afgeschikt (*bidding chill*). In de Verenigde Staten zijn de overeengekomen veilingvoorwaarden – zoals ook hierboven uiteengezet in § 6.1 – dan ook onderhevig aan goedkeuring door de rechter om een concurrerende biedingsstrijd te waarborgen.

De maatstaf die de rechter in het Southern District of New York daarbij aanlegt, is dat de voorwaarden "*are, as a matter of reasonable business judgment, likely to maximize the sale price. Such procedures must not chill the receipt of higher and better offers and must be consistent with the seller's fiduciary duties*".⁹⁹ Voor wat betreft de *break up fee* geldt in de context van deze '*business judgment standard*' dat drie elementen in het bijzonder van belang zijn: i) is er sprake van een transactie met een *insider* of is er sprake van manipulatie door de bieder?; ii)

hindert de *break up fee* het bieden door andere partijen?; en iii) is het bedrag van de overeengekomen *break up fee* onevenredig in relatie tot de koopprijs?¹⁰⁰

Tevens zal bij de beoordeling van de aanvaardbaarheid van de *break up fee* meespelen dat een eerste *bidding increment* de maximale omvang van de break up fee dient te overschrijden.¹⁰¹

Ook in de Nederlandse context kan aan een *stalking horse* in de voorwaarden van de koopovereenkomst een bepaalde mate van bescherming worden geboden om zo onzekerheid weg te nemen. Dit kan bijvoorbeeld in de vorm van een *break up fee*.¹⁰² Een dergelijke *fee* zal als onderdeel van de koopovereenkomst onderhevig zijn aan toetsing door de rechter. Daarmee is onzekerheid bij de *stalking horse* geen overtuigend obstakel dat in de weg staat aan toepassing van de *stalking horse* procedure.

6.2.3.3 Nederlandse markt is te klein voor openbaar verkoopproces

Een ander bezwaar dat kan worden opgeworpen tegen de *stalking horse* procedure in de Nederlandse context is dat de Nederlandse markt te klein is om deze procedure succesvol toe te passen. Bij de beoordeling van dit bezwaar dient als uitgangspunt te worden genomen dat een openbaar verkoopproces in beginsel is te verkiezen boven (alleen) een onderhandse verkoop. Immers, een openbare verkoop is de beste manier om de marktwaarde van activa vast te stellen.¹⁰³

Daarbij geldt echter wel als voorwaarde dat er voldoende bidders zijn.¹⁰⁴ Immers, zonder voldoende bidders vindt alsnog een gebrekkige prijsvorming plaats, terwijl aan het openbare verkoopproces en de bescherming van de *stalking horse* wel kosten zijn verbonden. Alsdan levert het openbare verkoopproces na de faillietverklaring geen meerwaarde op ten opzichte van een *naked pre-pack*. Het volgen van de *stalking horse* procedure met de daarbij behorende kosten, zoals bijvoorbeeld vergoeding van gemaakte kosten, is dan inefficiënt.

In verband met het voorgaande kan in het bijzonder worden gewezen op het geval dat sprake is van een faillissement veroorzaakt door externe omstandigheden. Het is goed mogelijk dat deze externe omstandigheden een branchebreed effect hebben. Hierdoor zal het lastig(er) zijn voor branchegeenoten van de schuldenaar – de voor de hand liggende kopers van de activa – om de benodigde financiering voor een aankoop van de activa te verkrijgen. Iets wat op haar beurt zal leiden tot een gebrek aan competitie in het biedingsproces.¹⁰⁵ Zeker in de Nederlandse context – met haar relatief kleine markt – is een dergelijk gebrek aan competitie niet onrealistisch.¹⁰⁶

Een gebrek aan bidders is overigens ook relevant in relatie tot het initiële bod van de *stalking horse*. Immers, bij een gebrek aan biedingen in het openbare verkoopproces, zal de curator terugvallen op het bod van de *stalking horse*. Als dit bod echter tot stand is gekomen op basis van bijvoorbeeld opportunistische *self dealing*, kan de curator genoodzaakt om een suboptimale deal te sluiten. Dus ondanks de toevoeging van een openbaar verkoopproces in de *stalking horse* procedure, zal de beoogd curator moeten waarborgen dat het bod van de *stalking horse* het best haalbare resultaat in de voorfase van de pre-pack is.

6.2.3.4 Financieringsstructuur ondernemingen staat stalking horse in de weg

Naast de onzekerheid voor de *stalking horse* en de omvang van de markt kan ten slotte worden gewezen op de problematiek van de financieringsstructuur van veel Nederlandse ondernemingen in relatie tot de *stalking horse* procedure. Daarbij speelt zowel problematiek rondom de bestaande financiering van de schuldenaar als de noodzaak om aanvullende financiering te verkrijgen gedurende het openbare verkoopproces.

De separatist als partij aan tafel

Indien een – *naked* dan wel *stalking horse* – pre-pack wordt voorbereid, zullen de schuldenaar en beoogd curator over het algemeen nog een derde partij aan tafel moet dulden: de separatist. Immers, de schuldenaar zal vaak een groot deel van de activa in zekerheid hebben gegeven, zonder welke activa de onderneming niet *going-concern* kan worden voortgezet. De separatist kan dit zekerheidsrecht – indien de schuldenaar in gebreke is met zijn verplichtingen – zowel gedurende de fase voor de faillietverklaring als tijdens het faillissement uitoefenen.¹⁰⁷

De zekerheidshouder kan echter door het uitoefenen van haar rechten een *going-concern* verkoop blokkeren en daarmee waardemaximalisatie voorkomen. Zo zou het de schuldenaar bijvoorbeeld onmogelijk kunnen worden gemaakt om bepaalde goederen te produceren of diensten te blijven leveren.¹⁰⁸ Daarnaast kan de zekerheidshouder een vergoeding afdwingen voor haar instemming om mee te werken aan een *going-concern* verkoop in een pre-packtransactie. Een dergelijke vergoeding is echter ongerechtvaardigd, nu de zekerheidshouder bij uitoefening van haar rechten ook niet meer had gekregen dan de waarde in een *piece-meal* verkoop.¹⁰⁹ Ook kan een prikkel bestaan voor de zekerheidshouder om de schuldenaar te bewegen een suboptimale deal te laten sluiten, omdat deze de omvang van het uitstaande krediet dekt en geen reden bestaat voor de zekerheidshouder om de waarde van de activa te maximaliseren voor de ongezekerde schuldeisers.¹¹⁰

In een eerder artikel heb ik dan ook betoogd dat in de Faillissementswet een waarborg dient te worden geïntroduceerd om er zorg voor te dragen dat de bezwaarde activa worden aangewend op een wijze die waardemaximaliserend is.¹¹¹ Deze waarborg houdt in dat zowel de curator als de zekerheidshouder het recht en de verplichting worden gegeven om goedkeuring te verkrijgen van de rechter-commissaris in de zin van artikel 101 Fw voor een voorgenomen verkoop of uitoefening van rechten. Indien een dergelijke waarborg wordt ingebouwd, dan vervalt de noodzaak voor de beoogd curator en de schuldenaar om de zekerheidshouder bij het verkoopproces te betrekken. Zij kunnen in stilte een transactie voorbereiden en na de faillietverklaring bij de rechter-commissaris aantonen dat die transactie waardemaximaliserend is. Daarbij is wel van belang dat de zekerheidshouder de waarde van zijn recht ontvangt.¹¹²

Noodzaak tot verkrijgen aanvullende financiering tijdens openbare verkoopproces

Het afhouden van bestaande financiers zal echter in een *stalking horse* procedure over het algemeen niet afdoende zijn. Immers, het openbare verkoopproces zal tijd in beslag nemen. Gedurende deze tijd zal de onderneming draaiende gehouden moeten worden door de schuldenaar. Iets wat geld kost.

Naar huidig recht kan een bestaande financier of derde partij echter niet worden gedwongen de financiering voort te zetten.¹¹³ Een benodigd boedelkrediet zal dus alleen kunnen worden verkregen als zowel de curator als de financier hiermee instemmen en overeenstemming bereiken over alle relevante aspecten van de financiering.¹¹⁴ In de praktijk zal dit betekenen dat de curator al snel zal uitkomen bij de bestaande financier van de schuldenaar, omdat over het algemeen alle relevante activa van de schuldenaar al in zekerheid zijn gegeven.¹¹⁵

Ook als zaken worden gedaan met de bestaande financier is de ruimte voor het verkrijgen van een boedelkrediet echter vaak beperkt. Immers de financier zal over algemeen eisen dat (aanvullende) zekerheid wordt gesteld voor het nieuwe krediet. Anders kwalificeert zijn vordering immers slechts als concurrente boedelschuld.¹¹⁶ Het is echter onder Nederlands recht niet mogelijk om inbreuk te maken op bestaande zekerheidsrechten ten gunste van een boedelfinancier.¹¹⁷ De ruimte die bestaat om zekerheid te stellen in ruil voor de verstrekking van boedelkrediet is dan ook beperkt. Gedacht kan worden aan eventueel nog onbezwaarde goederen, een lager gerangschikt zekerheidsrecht. Tevens kan een pandrecht worden verstrekt op naar verwachting te realiseren opbrengsten.¹¹⁸

In de praktijk zal om die reden niet in elke pre-pack ruimte bestaan voor een openbaar verkoopproces na de faillietverklaring. Het betreft dan vooral gevallen waar de *ice cube* zo hard smelt dat direct na de faillietverklaring gehandeld moet worden en geen boedelkrediet verkregen kan worden. Alsdan zal de *stalking horse* procedure geen reëel alternatief voor de *naked pre-pack* vormen.

6.2.4 Waarborging benaderen potentiële kopers door schuldenaar: hoe moet het?

Hoe nu kan gewaarborgd worden dat de schuldenaar niet tekortschiet in het benaderen van potentiële kopers voor de activa van de schuldenaar? Daarbij spreek ik over 'schuldenaar', omdat het niet efficiënt lijkt te bepalen dat de beoogd curator zelfstandig de bevoegdheid krijgt om potentieel geïnteresseerde kopers te benaderen. Introductie van een dergelijke bevoegdheid leidt er toe dat de prikkel voor de schuldenaar om tijdig maatregelen sterk wordt verminderd. Immers, het kan goed zijn dat de schuldenaar uiteindelijk een andere wijze dan een pre-packtransactie vindt om uit de problemen te komen. Als de curator desondanks zelfstandig partijen gaat benaderen, dan kan dit op ongewenste wijze met een alternatieve oplossing interfereren.¹¹⁹

Gedurende het verkoopproces kan blijken dat de activa het beste aan *insiders* kunnen worden verkocht. Dergelijke *self-dealing* is niet per se inefficiënt. Zo is de *insider* die bekend is met de onderneming mogelijk bereid meer te betalen voor de activa dan derden, omdat hij – in tegenstelling tot de *outsider* – de onderneming en in het bijzonder haar risico's al kent en deze beter kan waarderen. Ook kan het zijn dat de *insider* beter dan een derde gebruik zal weten te maken van de investeringskansen die de onderneming biedt en om die reden bereid is meer te bieden.¹²⁰ Het pijnpunt zit dan ook niet in het feit dat de mogelijkheid bestaat dat aan een *insider* wordt verkocht, maar in de mogelijkheid dat een *insider* hier misbruik van maakt en zichzelf bevoordeelt door de prijs kunstmatig laag te houden.

Zoals hierboven is uiteengezet, lijkt het niet efficiënt om in alle gevallen voor te schrijven dat een *stalking horse* procedure wordt gevolgd om het probleem van gebrekkige *marketing* en opportunistische *self-dealing* door *insiders* op te lossen.¹²¹ Beter lijkt het om ervoor te zorgen dat de (beoogd) curator niet door de schuldenaar in een houdgreep wordt gehouden. Dat kan door als beoogd curator niet terug te treden als hij het niet eens is met een voorgestelde deal. Op dit dient de concept-Memorie van Toelichting aangepast te worden.¹²² De aangewezen beoogd curator kan door aan te blijven de schuldenaar opnieuw zijn huiswerk laten doen in het geval van een slechte deal in plaats van dat een nieuwe, niet-geïnformeerde beoogd curator vanaf nul weer moet beginnen. Immers, het staat de schuldenaar vrij om te kiezen voor een pre-packtransactie, maar dit zal dan wel de best mogelijke transactie moeten zijn. Bijkomend effect van de hierboven genoemde oplossing is dat dit ook de perverse prikkel voor de curator weghaalt om in te stemmen met een suboptimale deal in het belang van zijn eigen salaris.

Aanvullend zal een zorgplicht op de schuldenaar helpen om manipulatie door de schuldenaar om de door hem gewenste, suboptimale deal door te drukken te voorkomen. In het bijzonder gaat het dan om aansprakelijkheid voor opportunistische *self-dealing* en het vroegtijdig 'ontkoppelen van de vriezer' om de beoogd curator onder druk te zetten. Deze combinatie van maatregelen geeft de schuldenaar vrijheid om te handelen, maar zorgt er wel voor dat de beoogd curator reële invloed heeft op het organiseren van de competitie in het verkoopproces in het geval van een pre-packactivatransactie.

7. Conclusie

Hierboven heb ik uiteengezet hoe de pre-pack waardeverlies kan voorkomen door de tijd tussen het moment van faillietverklaring en het sluiten van een activatransactie te verkorten. De aanstelling van een beoogd curator biedt de toekomstige curator om zich beter te kunnen informeren over de schuldenaar en de voorgenomen transactie. Ook dit draagt bij aan het behoud van waarde.

Het grote risico van de pre-pack is dat door de voor een succesvolle pre-pack vereiste beslotenheid leidt tot een gebrekkige prijsvorming. In dit verband verdient het aanbeveling om de beoogd curator ruime informatiebevoegdheden te geven om informatieasymmetrie te voorkomen. Tevens verdient het aanbeveling om de beoogd curator de bevoegdheid te geven het faillissement van de schuldenaar aan te vragen. Voor wat betreft het risico dat de schuldenaar tekortschiet in het benaderen van potentiële kopers zal de *stalking horse* procedure – waarbij nog een openbare verkoop plaatsvindt na de besloten voorfase – in sommige gevallen waardevermeerderend werken. De specifieke Nederlandse situatie werpt echter een aantal obstakels op die maken dat deze procedure niet in alle situaties geschikt zal zijn. Beter lijkt het om te bepalen dat de beoogd curator ook bij een negatief oordeel over een voorgenomen transactie kan aanblijven en om op de schuldenaar een zorgplicht te leggen, om zo opportunistisch gedrag te voorkomen.

Kortom, de pre-pack is een nuttig en goed instrument, mits voldoende waarborgen worden ingebouwd. Het is te hopen dat de wetgever zich hier in het uiteindelijke wetsvoorstel ook rekenschap van geeft.

Voetnoten

- 1 Gelieve dit artikel aan te halen als: J.M. Hummelen, 'Het verkoopproces in een pre-packaged activatransactie', *Tv*/2015/2. J.M. Hummelen is advocaat bij Houthoff Buruma te Amsterdam en promovendus aan de Rijksuniversiteit Groningen.

2

Het wetgevingsprogramma is aangekondigd bij brief van de Minister van Veiligheid en Justitie van 26 november 2012. Zie: [Kamerstukken II 2012/13, 29911, nr. 74](#). De minister heeft hierna telkens halfjaarlijks een brief aan de Tweede Kamer gestuurd, waarin hij rapporteerde over de voortgang van het wetgevingsprogramma. Zie [Kamerstukken II 2013/14, 33695, nr. 1, 3, 5 en 7](#).

- 3 Vgl. Concept-MvT WCO I, p. 2.
- 4 In zijn meest recente wetgevingsbrief van 10 december 2014 heeft de minister aangekondigd dat indiening van een wetsvoorstel is voorzien voor begin 2015. Zie: [Kamerstukken II 2014/15, 33695, nr. 7](#), p. 3.
- 5 Zie: www.internetconsultatie.nl/wet_continuiteit_ondernemingen_i. De consultatieperiode sloot op 21 januari 2014 en leverde 15 reacties op. Zie voor de aankondiging van het wetsvoorstel: [Kamerstukken II 2014/15, 33695, nr. 7](#), p. 3.
- 6 De *creditors' bargain* theorie is in de jaren 80 van de vorige eeuw ontwikkeld door D.G. Baird en T.H. Jackson. Zie: T.H. Jackson, 'Bankruptcy, non-entitlements, and the creditors bargain', *Yale Law Journal* (91) 1982, p. 857-907, D.G. Baird en T.H. Jackson, 'Corporate reorganizations and the treatment of diverse ownership interests: a comment on adequate protection of secured creditors in bankruptcy', *University of Chicago Law Review* (51) 1984, p. 97-130, T.H. Jackson, *The logic and limits of bankruptcy law*, Cambridge: Harvard University Press 1986(A) en T.H. Jackson, 'Of liquidation, continuation and delay: an analysis of bankruptcy policy and nonbankruptcy rules', *American Bankruptcy Law Journal* (60) 1986(B), p. 399-428. Zie over de keuze voor de creditors' bargain theorie als toetsingskader: J.M. Hummelen, 'Efficient bankruptcy law in the U.S. and the Netherlands', *EJCLG* 2014A, nr. 2, p. 148-211.
- 7 Zie over de termen 'pool of assets' en 'investors as a group' – ook in relatie tot positief Nederlands recht – uitgebreid: J.M. Hummelen, 'An assessment of Dutch bankruptcy assets sales', *IILR* 2014B, nr. 3, p. 276-278.
- 8 Artikel 363 Fw (concept). Op basis van dit artikel kan ook meer dan één persoon worden aangewezen als beoogd curator. Hoewel het aanstellen van een beoogd curator en beoogd rechter-commissaris relevant kan zijn voor meerdere oplossingen ten aanzien van een schuldenaar in problemen, beperkt dit artikel zich tot de rol van genoemde figuren in de context van een pre-pack gericht op activatransacties.
- 9 Afwijking van dit uitgangspunt is slechts gerechtvaardigd in het geval van 'gewichtige redenen'. Zie [artikel 14a Fw](#) (concept). Gewichtige redenen kunnen bijvoorbeeld zijn een vertrouwensbreuk tussen de beoogd curator en de schuldenaar. Zie: Concept-MvT WCO I, p. 15. Overigens kan op basis van [artikel 363 Fw](#) (concept) een persoon ook tot 'beoogd bewindvoerder' worden aangewezen. Dit artikel beperkt zich tot de situatie dat een beoogd curator is benoemd in het kader van een tot stand te brengen activatransactie in faillissement.
- 10 Vgl. MvT-WCO I, p. 1-2.
- 11 De Rechtbanken Limburg, Overijssel en Midden-Nederland wijzen bij gebrek aan een wettelijke basis nog geen beoogde curatoren aan. Zie: www.rechtspraak.nl/Actualiteiten/Nieuws/Pages/Vier-vragen-over-de-stille-bewindvoerder.aspx
- 12 Jackson 1982, p. 860-865 en Jackson 1986A, p. 402-403.
- 13 Jackson 1982, p. 861-868. Naast het bijhouden van activa worden ook administratieve voordelen en de verminderde noodzaak tot monitoren genoemd als manieren om de waarde van de pool of assets te maximaliseren.
- 14 Baird en Jackson 1984, p. 100 en 103.
- 15 Vgl. Groene Serie Faillissementswet, artikel 33 Fw, aant. 4.
- 16 Vgl. Jackson 1986A, p. 404.
- 17 Concept-MvT bij WCO I, p. 7.
- 18 Concept-MvT bij WCO I, p. 2.

- 19 Groene Serie Faillissementswet, artikel 26 Fw, aantekening 5. Een voorbeeld van een vordering die anderszins ter verificatie kan worden ingediend, is een vordering op basis van [artikel 37a Fw](#).
- 20 Een uitzondering is de bepaling van [artikel 37b Fw](#). Voorts heeft de minister in zijn voortgangsrapportage van 16 juli 2014 de mogelijkheid van de introductie van een doorleveringsverplichting voor essentiële goederen en diensten genoemd.
- 21 Vgl. voor andere auteurs die dergelijk gedrag van derden ook noemen: o.a. J.L.R.A. Huydecoper, 'Pre-pack liquidatie: wat vindt een betrekkelijke buitenstaander daar op het eerste gezicht van?', [Tv/2013/5](#); M.R. van Zanten, 'Aan het werk met de pre-pack!', [ArbeidsRecht 2013/47](#) en O. Tacoma en C. Weebers-Vrenken, 'The b(l)ack side van een pre-pack faillissement', [Vastgoedrecht 2013](#), nr. 6, p. 171.
- 22 Artikel 57 Fw.
- 23 Vgl. voor het retentierecht echter [artikel 60 lid 2 Fw](#) op basis waarvan de curator het relevante activum kan verkopen.
- 24 Zie bijv.: Ph. W. Schreurs, 'Hoe stil is de stille bewindvoerder eigenlijk?', [FIP 2013](#), nr. 8, p. 271.
- 25 Zie bijv. Melissa B. Jacoby en Edward J. Janger, 'Ice Cube Bonds: allocating the price of process in Chapter 11 bankruptcy', [Yale Law Journal](#), januari 2014, p. 865. "Financially distressed companies can melt like ice cubes: every day that a company burns through more cash than it earns, it loses value."
- 26 Vgl. J.J. van Hees, 'Stille bewindvoering: pre-packen en wegwezen?', [Ondernemingsrecht 2014/79](#) en Jacoby en Janger 2014, p. 895.
- 27 Vgl. Jacoby en Janger 2014, p. 895.
- 28 Tollenaar 2011.
- 29 Vgl. Concept-MVT WCO I, p. 7-8.
- 30 Volgens de Hoge Raad biedt [artikel 101 Fw](#) de curator ruimte om voorafgaand aan het intreden van de staat van insolventie reeds alle activa te verkopen, waarmee een going-concern sale vlak na de faillietverklaring is toegestaan. Zie: HR 27 augustus 1937, [NJ1938/9 \(Nieuw Plancius\)](#). Hiermee week de Hoge Raad af van de door de wetgever bepleite terughoudendheid. Zie: G.W. van der Feltz, [Geschiedenis van de wet op het faillissement en de surseance van betaling](#), bewerkt door G.W. baron van der Feltz deel II (1897); Heruitgave bewerkt door S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber, Serie Onderneming en Recht, Deel II, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1994, p. 63-64.
- 31 De wetgever heeft in de Parlementaire Geschiedenis de verwachting uitgesproken dat de curator ook in het geval van een openbare verkoop met de rechter-commissaris overlegt. Zie: Van der Feltz II 1897, p. 64-65.
- 32 De staat van insolventie treedt ingevolge [artikel 173 Fw](#) in indien op de verificatievergadering geen akkoord is aangeboden, een aangeboden akkoord is verworpen of de homologatie van een aangeboden akkoord definitief is geweigerd. In tegenstelling tot het oude recht – specifiek: [artikel 851 WvK](#) – treedt de staat van insolventie niet pas in nadat een daartoe strekkend vonnis is gewezen. In [artikel 101 lid 2 Fw](#) wordt [artikel 176 Fw](#) van toepassing verklaard op activatransacties die plaatsvinden voorafgaand aan het intreden van de staat van insolventie. Aangezien een pre-packtransactie kort na de faillietverklaring wordt geëffectueerd, mag worden aangenomen dat de staat van insolventie nog niet zal zijn ingetreden.
- 33 Vgl. o.a. Tollenaar 2011 en F.M.J. Verstijlen, 'Pre-packing in the Netherlands. De beoogde 'beoogd curator'', [NJB 2014A](#), nr. 16, p. 1099.
- 34 Vgl. de voortgangsrapportage van de minister van 15 juli 2014, p. 3. [Kamerstukken II 2013/14, 33695, nr. 5](#).
- 35 Vgl. [artikel 365 lid 1 Fw](#) (concept), waarin is opgenomen dat de beoogd curator steeds de taak van de curator als uitgangspunt neemt. Zie voor een beoordeling van het Nederlandse kader voor activatransacties tijdens faillissement in relatie tot de creditors' bargain theorie: Hummelen 2014B.
- 36

Vergelijk in dit verband de uitspraak van de Hoge Raad over het begrip 'verkoopwaarde' in de zin van [artikel 21 Successiewet 1956 \(oud\)](#). In deze uitspraak citeerde de Hoge Raad het Hof, welke had geoordeeld dat verkoopwaarde is: "*de prijs die bij aanbieding ten verkoop op de voor het [activum] meest geschikte wijze na de beste voorbereiding (...) door de meestbiedende gegadigde besteed zou zijn.*"

[37](#) Concept-MvT WCO I, p. 4 en 21.

[38](#) Concept-MvT WCO I, p. 4.

[39](#) Artikel 365 lid 3 Fw (concept) en concept-MvT WCO I, p. 21 en 27.

[40](#) Concept-MvT WCO I, p. 21.

[41](#) Vgl. O. Couwenberg, 'reorganisatie-obstakels in faillissement', *Ondernemingsrecht* 2004/223 die spreekt over het verlies van de 'private benefits of control' als verklaring voor het feit dat veel schuldenaren te laat faillissement aanvragen en daarmee een reorganisatie in sterke mate wordt bemoeilijkt. Zie ook: [Kamerstukken II 2012/13, 33695, nr. 1](#), p. 4. Zie voor een vergelijkbaar argument in de context van de Amerikaanse Chapter 11: H.R. Rep. No. 595, 95th Cong., 1st sess. 231 (1978), p. 6191. Daar werd overigens als argument voor de figuur van de debtor-in-possession ook het besparen van kosten door het gebrek aan een curator en het feit dat een schuldenaar al bekend was met een onderneming en een curator niet genoemd. Zie uitgebreid over de figuur van de debtor-in-possession: H.R. Miller, 'The changing face of Chapter 11: a reemergence of the bankruptcy judge as producer, director, and sometimes star of the reorganization passion play', *Am. Bankr. L.J.*, Fall 1995, p. 440-448.

[42](#) Zie hierboven in § 3.

[43](#) Zie voor vergelijkbare kritiek in de context van de Engelse pre-pack: Graham Review into Pre-pack administration, juni 2014, p. 20.

[44](#) *Bank of Am. Nat'l Trust & Sav. Ass'n v. 203 N. LaSalle St. P'ship*, 526 U.S. 434, 457 (1999).

[45](#) Vgl. o.a. B.J. Tideman, 'Kritische kanttekeningen bij de pre-pack', *FIP* 2013, nr. 6, p. 191; E. Loesberg, 'Pre-pack in het Nederlandse faillissementsrecht', *FIP* 2013, nr. 1, p. 31 en G. Gispén, 'De "pre-pack" is ondeugdelijk en niet goed voor de gezamenlijke schuldeisers', in: *Liber Amicorum Mart Franken* 2013, p. 86 en 89. Zie ook punt 4.13 van de reactie van de Orde van Advocaten op het consultatievoorstel.

[46](#) Zie: het FD artikel van 5 februari 2014 'Verkoop boedel is delicaat spel' met betrekking tot het faillissement van Corso B.V. en het artikel van 9 juli 2014 'Estro hield deur dicht voor Nederlandse kandidaat-kopers' op de website van BNR. Zie voor het laatste artikel: www.bnr.nl/nieuws/beurs/255157-1407/estro-hield-deur-dicht-voor-nederlandse-kandidaat-kopers.

[47](#) Zie bijv. J. Wind, 'Wetsvoorstel Continuïteit Ondernemingen I overbodig: het kan eenvoudiger en beter', [IV/2014/22](#), die betoogt dat het zeer verdedigbaar is dat de schuldenaar een deel van zijn beheers- en beschikkingsbevoegdheid inlevert ten behoeve van effectieve belangenbehartiging van het belang van de gezamenlijke schuldeisers door de beoogd curator.

[48](#) Artikel 365 lid 1 Fw (concept), waarin is opgenomen dat de beoogd curator steeds de taak van de curator als uitgangspunt neemt. Zie voor het doel dat de curator dient na te streven in het kader van een activatransactie in faillissement in relatie tot de creditors' bargain theorie: Hummelen 2014B.

[49](#) Zie voor het doel dat de curator dient na te streven in het kader van een activatransactie in faillissement in relatie tot positief recht en de creditors' bargain theorie en de verschillen daartussen: Hummelen 2014B.

[50](#) Vgl. Maduro 2013, p. 281.

[51](#) Weliswaar beschikt de beoogd curator als curator over verregaande bevoegdheden om informatie te krijgen, maar het karakter van het pre-packproces brengt met zich mee dat juist dan de curator geen tijd zal hebben om deze bevoegdheden op effectieve wijze in te zetten.

[52](#) Vgl. Jacoby en Janger 2014, p. 895. Zie ook: F.M.J. Verstijlen, Reorganisatie van ondernemingen en pre-pack, *Preadvis Vereniging Handelsrecht* 2014B, p. 2014B, p. 27-28. Uit een rapport van het Hugo Sinzheimer

instituut blijkt dat in een set van 181 going-concern verkopen in faillissement insiders in meer dan 50% van de gevallen de kopers waren van de activa. Zie: R. Knecht, *Faillissementen en selectief ontslag: een onderzoek naar 'oneigenlijk gebruik van de Faillissementswet'*, Hugo Sinzheimer Instituut 1996, p. 19-20. In de context van de Engelse pre-pack meldt het Graham Report dat in een set van 499 pre-packs er 316 (63,3%) keer een 'connected sale' had plaatsgevonden. Zie: Graham Report, p. 37.

- 53 Vgl. punt 12 van het voorstel van Gispen. Zie: Gispen 2013, p. 92. Zie anders: regel 4 van de concept-praktijkregels beoogd curator van INSOLAD.
- 54 Vgl. punt 9.31 van de reactie van de Orde van Advocaten op het consultatievoorstel.
- 55 Concept-MvT WCO I, p. 26.
- 56 Concept-MvT WCO I, p. 26.
- 57 Vgl. concept-MvT WCO I, p. 27.
- 58 In de context van de Engelse pre-pack meldt het Graham Report bijvoorbeeld dat: "The researchers (...) found it was common, where there had been a connected sale, for the purchase price to exactly match the valuation figure. This could lead to a suspicion on the part of the creditors that a purchaser had set a valuation as an indicator of how much it was prepared to pay, rather than the market value of the assets in question." Graham Report, p. 48.
- 59 Concept-MvT WCO I, p. 4 en 21.
- 60 Vgl. Punt 4.4 van de reactie van de Orde van Advocaten.
- 61 Concept-MvT WCO I, p. 4.
- 62 Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan de situatie dat de beoogd curator na zijn aantreden constateert dat de onderneming van de schuldenaar niet levensvatbaar is en de activa het beste stuksgewijs verkocht dienen te worden, maar de schuldenaar dit feit weigert te aanvaarden en (kostbare) pogingen gaat doen om door middel van een informeel akkoord de financiering te herstructureren of om nieuwe financiering aan te trekken door middel van bijvoorbeeld hoogrentende schuldinstrumenten.
- 63 Vgl. in de context van de Amerikaanse debtor-in-possession: M. Bradley en M. Rosenzweig, 'The untenable case for Chapter 11', *Yale L.J.* 1992, p. 1047.
- 64 Vgl. Bradley en Rosenzweig 1992, p. 1045.
- 65 Vgl. Verstijlen 2014A, p. 1103, die pleit voor een bepaling in WCO I dat de beoogd curator het faillissement kan of moet aanvragen, een bevel van de rechter-commissaris kan vragen en/of aangifte van een strafbaar feit kan of moet doen. Zie ook punt 9.16 van de reactie van de Orde van Advocaten.
- 66 Vgl. in de Engelse context: Graham Report, p. 8.
- 67 Vgl. Gispen 2013, p. 86. Zie in de Amerikaanse context voor de signalering van dit risico o.a. Jacob A. Kling, 'Rethinking 363 sales', *Stanf. J of L. Buss. & Fin.*, Spring 2012, p. 266 en Elizabeth B. Rose, 'Chocolate, flowers, and § 363(b): the opportunity for sweetheart deals without Chapter 11 protections', *Emory. Bankr. Dev. J.*, Fall 2006, p. 277.
- 68 Graham Report, p. 47.
- 69 Vgl. bijvoorbeeld de 'Modelovereenkomst stille bewindvoering' van Tollenaar. Zie: Tollenaar 2013, p. 212-213.
- 70 Vgl. Concept-MvT WCO I, p. 11.
- 71 Zie ook: Verstijlen 2014A, p. 1102 en Schreurs 2013, nr. 8, p. 270-271.
- 72 Vgl. artikel 14a Fw (concept).
- 73

Tevens kan de schuldenaar de beoogd curator verzoeken uitlatingen te doen over de vraag in hoeverre voorgenomen rechtshandelingen in het kader van de normale bedrijfsvoering of ter aflossing van schulden aantastbaar zijn op basis van de pauliana en welke voorbereidingen getroffen zouden kunnen worden om de afwikkeling van een faillissement te bespoedigen. Artikel 365 lid 2 onder a en c Fw (concept). De tekst van het voorgestelde artikel 365 Fw spreekt van 'onder meer' en de opgenomen opsomming lijkt dan ook niet-limitatief van aard te zijn. Vgl. Van Hees 2014.

74 Concept-MVT WCO I, p. 22.

75 Concept-MVT WCO I, p. 22. Zie ook: Gispén 2013, p. 84.

76 Vgl. Tideman 2013, p. 192.

77 Vgl. in de context van een Amerikaanse activatransactie de verzuchting van een Amerikaanse rechter: "The problem with the "melting ice cube" argument is that it is easy enough for the debtor to unplug the freezer prior to bankruptcy. (...) Unless the bankruptcy judge is willing to show exceptional judicial courage, he or she must approve the sale. While nominally "presiding" over the case, the judge is reduced to a figurehead without any meaningful discretion and might as well leave his or her signature stamp with the debtor's counsel and go on vacation or shift attention to consumer cases where the law may still mean something." *In re Humboldt Creamery*, 2009 WL 2820610 at 2 (Bankr. N.D. Cal.)

78 HR 11 februari 2011, NJ/2011/305 (*Ontvanger/Wesselman*).

79 HR 11 februari 2011, NJ/2011/305 (*Ontvanger/Wesselman*), r.o. 3.5.3.

80 Vgl. B.F. Assink, 'Hoedanigheden en zorg(vuldigheids)plichten in het ondernemingsrecht', *Ars Aequi* 2012, nr. 4, p. 280.

81 Zie voor een recent voorbeeld: 'Bidders are looking to gobble up cupcake retailer Crumbs' via www.youtube.com/watch?v=fiNsVG8Fxt8. Aangezien de grote faillissementen in de Verenigde Staten vaak in het Southern District of New York worden afgewikkeld, volg ik hier de Local Rules van dit District. Voor dit artikel is in het bijzonder van belang Rule 6004-1(j) van de Local Rules van belang, welke verwijzen naar de 'Guidelines for the Conduct of Asset Sales' van dit District van 17 juni 2013. Deze Guidelines zijn te raadplegen via: www.nysb.uscourts.gov/sites/default/files/6004-1-j-Guidelines.pdf. Een substantieel deel van de in de Guidelines opgenomen regels ziet op de *stalking horse* procedure, welk feit een indicatie is voor de omvang van de *stalking horse* verkooppraktijk. Voor zover mij bekend is echter geen empirische data voorhanden betreffende deze praktijk.

82 11 U.S.C. § 363(b)(1). Zie voor procedurele voorschriften ook Federal Rule of Bankruptcy Procedure 6004.

83 11 U.S.C. § 1107.

84 11 U.S.C. § 363(f) stelt: "the trustee [or debtor-in-possession] may sell property under subsection (b) or (c) of this section free and clear of any interest in such property of an entity other than the estate, only if--(1) applicable nonbankruptcy law permits sale of such property free and clear of such interest; (2) such entity consents; (3) such interest is a lien and the price at which such property is to be sold is greater than the aggregate value of all liens on such property; (4) such interest is in bona fide dispute; or (5) such entity could be compelled, in a legal or equitable proceeding, to accept a money satisfaction of such interest." Zie hierover: Brad B. Erens en David A. Hall, 'Secured lender rights in 363 sales and related issues of lender consent', *Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, Winter 2010, p. 535-568.

85 De activatransactie kan ook onderdeel uitmaken van een reorganisatieplan. Zie 11 U.S.C. § 1123(a)(5)(D) en 1123(b)(4). Het betreft dan echter geen pre-packaged activatransactie. Overigens is het ook mogelijk dat het reorganisatieplan een pre-packaged plan is. Deze vorm van de pre-pack valt buiten het bestek van dit artikel. Het Second Circuit omvat ook het Southern District of New York, waar over het algemeen de grootste faillissementen worden afgehandeld.

86 *In re Lionel Corp.* 722 F.2d 1063, 1070 (2nd Cir. 1983).

87 Vgl. Jacoby en Janger 2014, p. 868 en Tollenaar 2011.

- 88 Vgl. J. Sarra, 'Financing insolvency restructurings in the wake of the financial crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures', *Penn State International Law Review*, winter 2011, p. 593.
- 89 § I.A van de Guidelines for the Conduct of Asset Sales.
- 90 Over het algemeen zullen rechters niet bij deze veiling aanwezig zijn. Zie; Jonathan Friedland e.a., 'The dealmaker's guide to buying distressed assets-section 363 sales and alternatives', *Norton Annual Survey of Bankruptcy Law* 2008.
- 91 Zie: § III van de Guidelines for the Conduct of Asset Sales. Zie ook: Strategic Alternatives For and Against Distressed Business Database, § 16.8: sequence of events for bankruptcy acquisitions.
- 92 Voor zover mij bekend is in één faillissement een koopovereenkomst uitonderhandeld onder de ontbindende voorwaarde dat geen 'overall betere deal' zou worden bereikt met een andere partij dan de eerste koper van de activa. Zie het eerste openbaar verslag in het faillissement van Pelican Magazines B.V. (13/13/227F). Voor wat betreft Nederlandse literatuur over dit onderwerp kan worden verwezen naar: Tollenaar 2011 en 2013; Gispén 2013 en Verstijlen 2014B, p. 49.
- 93 Tollenaar lijkt dit ook te betogen. Zie: Tollenaar 2013, p. 210.
- 94 De Guidelines for the Conduct of Asset Sales openen in dit verband nog de mogelijkheid dat de veilingvoorwaarden bepalen dat de bidder met het een na beste bod gehouden is een koopovereenkomst aan te gaan als de winnende bidder niet binnen een bepaalde periode in staat is aan de voorwaarden van de koopovereenkomst te voldoen. Zie § I.B.3 van de Guidelines.
- 95 Vgl. *In re App Plus*, 223 B.R. 870, 874 (Bankr. EDNY 1998).
- 96 Vgl. in de Nederlandse context: Gispén 2013, p. 90.
- 97 *In re Integrated Resources*, 147 B.R. 650, 653 (Bankr. SDNY 1992).
- 98 Een andere relatief veel voorkomende vergoeding is de *topping fee*. Deze wordt alleen betaald als de *stalking horse* niet de winnende bidder blijkt te zijn. De *topping fee* is vaak een bepaald percentage van het verschil tussen het winnende bod en het bod van de *stalking horse*. Zie: *In re App Plus*, 223 B.R. 870, 874 (Bankr. EDNY 1998). Ook kan worden gedacht aan *expense reimbursements*, die zien op een directe vergoeding van door de *stalking horse* gemaakte kosten.
- 99 § I.B. van de Guidelines for the Conduct of Asset Sales.
- 100 *In re Integrated Resources*, 147 B.R. 650, 657 (Bankr. SDNY 1992): "These decisions suggest three questions for courts to consider in assessing break-up fees: (1) is the relationship of the parties who negotiated the break-up fee tainted by self-dealing or manipulation; (2) does the fee hamper, rather than encourage, bidding; (3) is the amount of the fee unreasonable relative to the proposed purchase price?" Daarnaast geldt dat in de voorwaarden dient te zijn omschreven of de *stalking horse* nog steeds recht heeft op een *break up fee* als hij een overbieder overbiedt. § I.B.4 Guidelines for the Conduct of Asset Sales.
- 101 § I.B.4(c) Guidelines for the Conduct of Asset Sales. Bij het voorschrijven van de omvang van eventuele verdere *increments* geldt dat deze niet van een zodanige grote omvang mogen zijn dat zij de biedingsbereidheid doen afnemen, maar ook niet zodanig klein dat een nieuw bod geen materiële meerwaarde biedt.
- 102 Vgl. Gispén 2013, p. 90.
- 103 Vgl. in de Amerikaanse context: *In re Lahijani*, 325 B.R. 282, 289 (9th Cir. B.A.P. 2005).
- 104 Zie: *In re Lahijani*, 325 B.R. 282, 289 (9th Cir. B.A.P. 2005).
- 105 Zie: A. Shleifer en R.W. Vishny, 'Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach', *J. of Fin.* 1992, nr. 4, p. 1343-1366.
- 106 De perceptie is dat ondernemingen in faillissementen over het algemeen slechts aan binnenlandse kopers worden verkocht. Vandaar dat de 'markt' zich slechts beperkt tot Nederland. Voorts geldt dat Nederland -

anders dan de Verenigde Staten – minder (grote) ondernemingen kent die ondernemingen van enige omvang uit faillissement kunnen opkopen.

- 107 Zie voor het recht van parate executie: [artikel 3:248 BW](#) voor houders van een pandrecht; [artikel 3:268 BW](#) voor houders van een hypotheekrecht en [artikel 7:54 BW](#) voor financiële zekerheidsovereenkomsten. [Artikel 57 Fw](#) stelt dat dit recht gedurende faillissement kan worden uitgeoefend alsof er geen faillissement was.
- 108 Zie: F.M.J. Verstijlen, 'Stelling: de separatistenpositie voor zekerheidsgerechtigden moet worden afgeschaft', [Tv/2005/14](#).
- 109 Verstijlen 2005.
- 110 Vgl. J. Brege, 'An efficiency model of Section 363(b) sales', *Va. L. Rev.*, November 2006, p. 1669.
- 111 Zie: Hummelen 2014B, p. 290-291. Zie p. 283-290 voor mijn betoog dat de huidige mogelijkheden die de curator ten dienste staan om waardemaximalisatie te bewerkstelligen niet afdoende zijn.
- 112 Zie over de omvang van deze waarde: Hummelen 2014B, p. 291.
- 113 Vgl. J.H.S.G.K. Timmermans, 'De curator en het boedelkrediet', in: J.G. Princen en A. van der Schee (red.), *De ondernemende curator*, Deventer: Kluwer 2011, p. 61. In zijn brief van 16 juli 2014 spreekt de minister over de mogelijkheid dat een doorleveringsverplichting voor essentiële goederen en diensten wordt opgenomen in een voorstel voor de Wet Continuïteit Ondernemingen III. Onduidelijk is of hier ook financiering onder zou vallen. Zie: [Kamerstukken II 2013/14, 33695, nr. 5](#), p. 5.
- 114 Vgl. J.H.S.G.K. Timmermans, 'De curator en het boedelkrediet', in: J.G. Princen en A. van der Schee (red.), *De ondernemende curator*, Deventer: Kluwer 2011, p. 61.
- 115 P.J.M. Declercq, 'Rechten van schuldeisers in andere stelsels: hoe kijkt men in het buitenland?', [Tv/2010/4](#) en J.H.S.G.K. Timmermans, 'De curator en het boedelkrediet', in: J.G. Princen en A. van der Schee (red.), *De ondernemende curator*, Deventer: Kluwer 2011, p. 68.
- 116 Timmermans 2011, p. 69.
- 117 Vgl. L.W. Mooij e.a., 'Van boedelkrediet tot noodkrediet', in: N.E.D. Faber e.a. (red.), *Overeenkomsten en insolventie*, Deventer: Kluwer 2012, p. 293. In de Verenigde Staten is het onder omstandigheden wel mogelijk om op basis van 11 U.S.C. § 364 zekerheid te verstrekken die inbreuk maakt op reeds bestaande zekerheden (*priming lien*).
- 118 Vgl. T.T. van Zanten, *De overeenkomst in het insolventierecht*, Deventer: Kluwer 2012, p. 369.
- 119 Vgl. Tollenaar 2013, p. 205. Tollenaar stelt dat het proces dat met de inschakeling van een beoogd curator wordt gestart omkeerbaar moet zijn. Dit doet niet af aan de conclusie hierboven in § 6.1 dat de beoogd curator in moet kunnen grijpen als de schuldenaar te lang doorgaat en het faillissement van de schuldenaar moet kunnen aanvragen.
- 120 Zie: L. Enriques e.a., 'Related-Party Transactions' in: R. Kraakman e.a., *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford: Oxford University Press 2009, p. 154.
- 121 Alhoewel niets er aan de weg staat dat deze verkoopprocedure wordt gevolgd als daar aanleiding voor bestaat.
- 122 Zie concept-MvT WCO I, p. 22.