

van hun rechten, schendt het reorganisatieplan artikel XX.74 WER.

De rechtbank kan niet overgaan tot homologatie van het reorganisatieplan.

4. Ook om andere redenen dient de rechtbank de homologatie van het reorganisatieplan te weigeren:

– het plan voert een niet afdoende verantwoorde differentiatie door tussen gewone schuldeisers naargelang hun schuldvordering al dan niet voortspuit uit de obligatielening. De obligatiehouders zouden 25% van hun vordering ontvangen, de andere schuldeisers 20% van hun schuldvordering, met daarenboven minder gunstige betalingsmodaliteiten voor de niet-obligatiehouders;

– daarmee samenhangend zou de Nederlandse fiscus (belastingdienst kantoor Rotterdam), niettegenstaande zij een openbare schuldeiser is die een algemeen voorrecht geniet, het regime volgen van de niet-obligatiehouders. Zij zou aldus minder gunstig behandeld worden dan de best behandelde gewone schuldeiser (schending van art. XX.73 WER).

Ook om deze redenen kan de rechtbank niet overgaan tot homologatie van het reorganisatieplan.

5. TFFG verzoekt in ondergeschikte orde, ingeval haar plan niet zou worden gehomologeerd, een nieuw reorganisatieplan te mogen voorleggen aan haar schuldeisers.

TFFG zou op eenvoudige wijze kunnen tegemoet komen aan de bezwaren van de rechtbank in de mate dat deze voortspuiten uit de ongelijke behandeling tussen de gewone schuldeisers. Immers zijn de gewone schuldeisers-obligatiehouders alle in evenredige mate buitengewoon schuldeiser in de opschorting.

Echter acht de rechtbank het niet realistisch dat TFFG alsnog tegemoet kan komen aan de bezwaren die voortspuiten uit de vastgestelde miskenning van artikel XX.74 WER.

Haar verzoek een bijkomende periode van opschorting toe te kennen, teneinde een aangepast reorganisatieplan voor te leggen aan haar schuldeisers, wordt afgewezen.

Beslissing

Om alle redenen die hierboven werden weergegeven,

Met naleving van de wet van 15 juni 1935 op het gebruik der talen in gerechtszaken,

Rechtdoende op tegenspraak,

Na erover te hebben beraadslaagd, komt de rechtbank tot volgende beslissing:

Verleent akte aan Conventum SICAV, mevr. M.B., dhr. P.L., de Coöperatieve Rabobank U.A., Eneco Zakelijk BV, W.J.M. Hartman Personal Holding BV, W&T Hart Advies BV en KBC Bank NV van hun vrijwillige tussenkomst in de procedure gekend onder rolnr. Q/20/00015.

Weigert de homologatie van het reorganisatieplan van The Fruit Farm Group BV, besloten vennootschap naar Nederlands recht, met zetel gevestigd te (...), ingeschreven in het Nederlandse handelsregister onder het nummer 61960926, en sluit de reorganisatieprocedure af.

Beveelt de publicatie van dit vonnis binnen de 5 dagen in het *Belgisch Staatsblad* uitgegeven te Brussel.

(...)

Noot

Zijn obligatiehouders normale individuele schuldeisers in de opschorting?

Charles-Antoine Leunen¹ en Tom Cobbaert²

1. Boek XX van het Wetboek van economisch recht (hierna “WER”) bevat geen specifieke bepalingen over de behandeling van obligatiehouders in een procedure van gerechtelijke reorganisatie. In een vonnis van de ondernemingsrechtbank van Antwerpen van 4 augustus 2020 komen nochtans verschillende praktische en juridische vragen aan bod over de wijze waarop een onderneming in gerechtelijke

reorganisatie moet omgaan met obligatiehouders die optreden als buitengewone schuldeisers in de opschorting. Deze vragen hebben ook hun belang bij de geplande omzetting van de richtlijn betreffende preventieve herstructureringsstelsels³, in het bijzonder wat betreft de invoering van het concept van categorieën van schuldeisers.⁴ Timide pogingen tot invoering van dit concept in ons nationaal recht, die we

¹. Advocaat, vrijwillig wetenschappelijk medewerker Instituut voor Handels- en Insolventierecht KULeuven.

². Advocaat.

³. Richtlijn (EU) nr. 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) nr. 2017/1132 (richtlijn betreffende herstructurering en insolventie). Voor een bespreking van deze richtlijn, zie M. VANMEENEN, “When the wind of change blows: Europa zet in op harmonisering van herstructurering en tweede kansbeleid”, *TBH-RDC*, 2019/4, 466-476.

⁴. Art. 9, 4. richtlijn (EU) nr. 2019/1023.

verder in deze noot bespreken, tonen aan dat wat meer voorbereidingswerk aan de orde is.⁵

2. Het geannoteerde vonnis van de ondernemingsrechtbank van Antwerpen betreft de vraag van een onderneming tot homologatie van een reorganisatieplan dat ook de obligatiehouders van de onderneming treft. Nadat haar continuïteit in het gedrang was gekomen, probeerde deze onderneming een doorstart te maken door haar schulden te herschikken. In haar poging diende de onderneming onder meer rekening te houden met de positie van haar obligatiehouders, waarvan sommigen het voordeel genoten van zekerheden en dus als buitengewone schuldeisers in de opschorting behandeld moesten worden. Uit het vonnis blijkt dat meer dan de helft van de schuldeisers, die meer dan de helft van de schuldvorderingen vertegenwoordigden, instemden met het door de onderneming voorgestelde reorganisatieplan. Hierdoor was aan de vereiste van dubbele meerderheid, zoals voorzien in artikel XX.78, tweede lid van het WER, voldaan, zodat het reorganisatieplan als goedgekeurd werd beschouwd. De onderneming verzocht de rechtbank dan ook om het reorganisatieplan te homologeren.

3. Het door de dubbele meerderheid van schuldeisers goedgekeurde reorganisatieplan voorzag echter in een aantal maatregelen voor de zekerheidshoudende obligatiehouders die verder gingen dan wat wettelijk toegestaan is ten opzichte van buitengewone schuldeisers in de opschorting, althans zonder dat hun individuele toestemming hiervoor bekomen is.⁶ Zoals geweten, blijven de vorderingen van buitengewone schuldeisers in de opschorting in principe buiten het reorganisatieplan, maar kunnen zij hierin betrokken worden binnen een strikt kader. Meer bepaald vereist de wet dat een buitengewone schuldeiser in de opschorting individueel toestemt met maatregelen in een reorganisatieplan wanneer deze een opschorting meebrengen van zijn rechten voor een periode van meer dan 24 maanden of, in buitengewone omstandigheden, 36 maanden.⁷ Aangezien het door de onderneming voorgestelde reorganisatieplan in dit geval verder ging dan de opschorting van de rechten⁸, verzetten een aantal schuldeisers zich tegen de homologatie, in het bijzonder op basis van een miskennen van artikel XX.74 van

het WER aangezien hun individuele toestemming niet was bekomen.

4. De toetsingsbevoegdheid van de rechtbank bij een vraag tot homologatie van een goedgekeurd reorganisatieplan is beperkt tot de naleving van de zogenaamde pleegvormen voor goedkeuring en de afwezigheid van schendingen van de openbare orde.⁹ Onder de naleving van de pleegvormen dienen naast de pure vormvereisten ook de inhoudelijke verplichtingen verstaan te worden.¹⁰ Deze toetsingsbevoegdheid strekte zich in voorliggend geval dus eveneens uit tot de verificatie van de individuele toestemming van de buitengewone schuldeisers in de opschorting waar deze wettelijk vereist was. De onderneming van haar kant schoof drie argumenten naar voor om de ondernemingsrechtbank alsnog te overtuigen om het volgens haar correct goedgekeurde reorganisatieplan te laten homologeren, ondanks het uitblijven van de individuele toestemming van de zekerheidshoudende obligatiehouders. We bespreken deze drie argumenten individueel. De rode draad doorheen deze argumentatie is de onmogelijkheid, volgens de onderneming en haar advocaten, om een reorganisatieplan te laten goedkeuren met obligatiehouders die het voordeel genieten van zekerheden.

5. Als eerste argument stelt de onderneming dat zij de vereiste van individuele toestemming van obligatiehouders onmogelijk kon vervullen omdat zij deze niet individueel kende en het voor haar ook niet mogelijk was om de identiteit van de obligatiehouders te achterhalen. De obligaties waren namelijk uitgegeven in het effectenvereffeningsstelsel van de Nationale Bank van België en werden genoteerd en verhandeld op een beurs. De rechtstreekse individuele kennisgeving aan de obligatiehouders, die nochtans wettelijk vereist is, was aldus niet mogelijk. De onderneming had hen daarom als alternatief over het reorganisatieplan ingelicht via een beveiligde website die de onderneming specifiek had opgezet voor de obligatiehouders, maar ook via het effectenvereffeningsstelsel van de Nationale Bank van België en via andere vormen van publicatie. Het geannoteerde vonnis bepaalt niet welke de andere vormen van publicatie waren, maar wij veronderstellen dat de emittent de kennisgevingsvereisten uit de uitgiftevoorwaarden heeft toegepast.

5. Art. 11 van het wetsvoorstel tot wijziging van Boek XX van het Wetboek van economisch recht, Kamer, 1337/001.

6. Art. XX.74 WER.

7. Zie onder meer S. BRIJS en R. LINDEMANS, "Draaiboek collectief akkoord en overdracht onder gerechtelijk gezag", in H. BRAECKMANS, M.E. STORME, M. VANMEENEN, B. TILLEMANS en J. VANANROYE (eds.), *Curatoren en vereffenaars. Actuele ontwikkelingen*, IV, Antwerpen-Cambridge, Intersentia, 2017, 16-17; J.-F. GOFFIN, "Le plan de réorganisation par accord collectif sous le régime du Livre XX du Code de droit économique" in A. ZENNER (ed.), *Le droit de l'insolvabilité: analyse panoramique de la réforme*, Waver, Anthemis, 2018, 328-329; E. DIRIX, "Positie schuldeisers en lot lopende overeenkomsten" in H. BRAECKMANS, F. DE TANDT, E. DIRIX, E. VAN CAMP en T. LYSSENS (eds.), *Faillissement & Reorganisatie*, 2019, 6F-50-51 en A. ZENNER, *Traité du droit de l'insolvabilité*, Limal, Anthemis, 2019, 735-737, 978-980.

8. Het plan voorzag onder meer in een vermindering van de hoofdsom tot 25% van het oorspronkelijke bedrag van de obligaties en een afstand van enige rente voor verleden en toekomst.

9. Art. XX.79, § 2 WER.

10. M. VANMEENEN, "De (veron)gelijk(t)e positie van de schuldeisers bij gerechtelijke reorganisatie via collectief akkoord", *DAOR*, 2011/98, 296; F. DE LEO, "Killing season: weigering homologatie reorganisatieplan", *RABG*, 2017/16, 1315-1316, 7; S. BRIJS en R. LINDEMANS, "Draaiboek collectief akkoord en overdracht onder gerechtelijk gezag" in H. BRAECKMANS, M.E. STORME, M. VANMEENEN, B. TILLEMANS en J. VANANROYE (eds.), *Curatoren en vereffenaars. Actuele ontwikkelingen*, IV, Antwerpen-Cambridge, Intersentia, 2017, 21-22 en A. ZENNER, *Traité du droit de l'insolvabilité*, Limal, Anthemis, 2019, 769, 1026.

Deze voorzagen meer bepaald dat, naast de kennisgeving via de website van de onderneming en via het systeem van de Nationale Bank van België, kennisgevingen aan obligatiehouders dienden te gebeuren door publicatie in een toonaangevende krant met algemene verspreiding in Luxemburg, door publicatie op de website van de Luxemburgse beurs of door een andere vorm van publicatie in lijn met de regels van de beurs, en dit zolang de obligaties verhandeld werden op de betreffende beurs.¹¹

6. Wanneer obligaties in gedematerialiseerde vorm uitgegeven worden in het effectenvereffeningsstelsel van de Nationale Bank van België kan een emittent de identiteit van zijn obligatiehouders inderdaad niet zelf achterhalen. De obligaties worden in dergelijk geval namelijk via een agent in het systeem van de Nationale Bank van België gecreëerd, waarna ze doorgestort worden naar de effectenrekeningen van de relevante investeerders via deelnemers aan het effectenvereffeningsstelsel.¹² De emittent schrijft de obligaties in diens register van obligatiehouders in op naam van de vereffening instelling, in dit geval de Nationale Bank van België, en niet op naam van de individuele obligatiehouders.¹³ Gezien de obligaties genoteerd en verhandeld werden op een beurs, is het bovendien mogelijk dat er overdrachten plaats vonden buiten het medeweten van de emittent. Dergelijke uitgifte van gedematerialiseerde obligaties leidt dan ook tot anonimiteit van de obligatiehouders. Een emittent zal daarom afhankelijk zijn van de opmerkzaamheid van de obligatiehouders inzake kennisgevingen vanwege de emittent alsook van de bereidwilligheid van dergelijke obligatiehouders om in dialoog te treden met de emittent tijdens een vergadering van obligatiehouders of tijdens een insolventieprocedure.

7. De ondernemingsrechtbank volgt de onderneming in haar argumentatie en stelt dat het inderdaad niet mogelijk was voor de onderneming om de identiteit van de obligatiehouders te kennen. Gezien de wettelijke vereiste in voorliggend geval een onmogelijk te vervullen procedurewaarborg blijkt, mag volgens de rechtbank aan het nagestreefde normdoel op alternatieve, doch gelijkaardige, wijze voldaan worden. Hiervoor aanvaardt de rechtbank dat het bewijs van de individuele toestemming van de obligatiehouders op afdoende wijze kan worden aangetoond door middel van hun stemmingsgedrag, of het gebrek daaraan, inzake het reorganisatieplan. De rechtbank wijst er daarbij wel op dat een aanzienlijk deel van de obligatiehouders niet deelnam aan die stemming, waardoor voor hen geen expliciete individuele toestemming afgeleid kon worden. Verder stelt de rechtbank

dat een aantal obligatiehouders zich verzet hebben tegen het reorganisatieplan ten tijde van de stemming, waardoor zij niet geacht konden worden individuele toestemming gegeven te hebben. Daardoor was volgens de rechtbank, ondanks haar bereidwillige houding, niet voldaan aan de vereiste van individuele toestemming door alle zekerheidshoudende obligatiehouders, zodat het reorganisatieplan de toets voor homologatie niet doorstond.

8. De flexibiliteit die de rechtbank hier in eerste instantie toestaat door ruimte te scheppen voor afwijking van de vereiste van de individuele toestemming lijkt ons, althans in de huidige stand van het recht, te verregaand en geen basis te vinden in de wet. Artikel XX.74 van het WER voorziet uitdrukkelijk, en zonder veel omwegen, in de vereiste van individuele toestemming van buitengewone schuldeisers in de opschorting. Het voorziet in geen enkele afwijking voor de situatie van obligatiehouders of voor enige andere categorie van schuldeisers. Ook al kon de onderneming de identiteit van alle zekerheidshoudende obligatiehouders niet achterhalen, toch had zij strikt genomen op grond van de wettelijke verplichting in Boek XX het bewijs van de individuele toestemming moeten aanleveren voor elk van hen. Het pragmatisme van de ondernemingsrechtbank is lovenswaardig, maar stoot op de beperkingen van de wet.

9. Dezelfde praktische moeilijkheid ligt voor inzake de aanvraag tot opening van de procedure tot gerechtelijke reorganisatie en de communicatie van de vooropgestelde stemming over het reorganisatieplan aan de schuldeisers, wat weliswaar niet aan bod gekomen is in het geannoteerde vonnis. Boek XX vereist namelijk dat de debiteur bij het openen van de procedure tot gerechtelijke reorganisatie in diens verzoekschrift een lijst opneemt van de erkende of beweerde schuldeisers in de opschorting, met vermelding van, onder meer, hun naam, hun adres en het bedrag van hun schuldvordering en de bijzondere vermelding van de hoedanigheid van buitengewone schuldeiser in de opschorting.¹⁴ Bovendien dienen schuldeisers, in geval van een vraag tot collectief akkoord of een overdracht onder gerechtelijk gezag, individueel in kennis gesteld te worden van het vonnis dat de procedure van gerechtelijke reorganisatie open verklaart.¹⁵ De praktische moeilijkheden waar we eerder naar verwezen inzake de anonimiteit van de obligatiehouders spelen dus ook hier.

10. Gelet op de wettelijke vereiste inzake de individuele toestemming van buitengewone schuldeisers in de opschorting voor de goedkeuring van het reorganisatieplan, lag in dit concrete geval mogelijk een andere benadering voor, onder

^{11.} Clausule 15 van de uitgiftevoorwaarden van de obligaties.

^{12.} De communicatie tussen de emittent en de obligatiehouders verloopt in principe ook via het effectenvereffeningsstelsel van de Nationale Bank van België. Daarbij worden kennisgevingen via de agent en de Nationale Bank van België overgemaakt aan de rechtstreekse deelnemers aan het systeem die dit op hun beurt doorsturen naar hun onderliggende cliënten die de desbetreffende obligaties aanhouden.

^{13.} Voor de naamloze vennootschap, zie art. 7:35 WVV.

^{14.} Art. XX.41, § 2, 7° WER.

^{15.} Art. XX.49, § 1 WER.

de huidige stand van de wetgeving, om aan de besproken problematiek het hoofd te bieden. De zekerheden die verschaft waren ten voordele van de obligatiehouders waren immers niet voor elk van hen individueel gevestigd, maar werden collectief aangehouden voor alle obligatiehouders door een derde partij, die aangesteld was als *security trustee*. De uitgiftevoorwaarden voorzagen daarbij uitdrukkelijk dat de obligatiehouders instemden met het feit dat ze geen individueel executierecht hadden, maar daarvoor een beroep moesten doen op de derde partij op basis van hetgeen voorzien was in de uitgiftevoorwaarden.¹⁶ Ook in gevallen waarbij geen dergelijke derde partij wordt aangesteld, zullen de zekerheden toegekend worden als een collectiviteit waarbij individuele obligatiehouders niet de mogelijkheid hebben om zelf over te gaan tot voldoening van de betreffende zekerheden. De collectiviteit van de verschaftte zekerheden wordt daarbij door een obligatiehouder aanvaard op het ogenblik van de inschrijving op de obligaties, gezien deze op dat ogenblik een contract aangaat. In dergelijke situaties zou men kunnen aannemen dat de obligatiehouders van meet af aan aanvaarden dat beslissingen inzake de zekerheden, bijvoorbeeld in het kader van een gerechtelijke reorganisatie, door de volledige groep obligatiehouders genomen moeten worden via toepasselijke meerderheidsbeslissingen. Aan de vereiste van individuele toestemming, zoals vereist door artikel XX.74 van het WER, zou dan ook voldaan moeten zijn indien de groep obligatiehouders via een meerderheidsbeslissing ingaat op het voorgestelde reorganisatieplan. Immers, de individuele toestemming zou dan op voorhand gegeven zijn doordat de obligatiehouders zich toen akkoord verklaard hebben met een meerderheidsstemming. Deze redenering is, zo denken we, in lijn met het concept van “buitengewone schuldeiser in de opschorting” zoals opgenomen in het WER. Daarvan is namelijk sprake indien een persoon titularis is van een schuldvordering die op het ogenblik van de opening van de procedure gerechtelijke reorganisatie gewaarborgd is door een zakelijke zekerheid.¹⁷ Er wordt daarbij geen individueel executierecht vereist van de schuldeiser, noch verhindert het feit dat een zekerheid collectief wordt aangehouden dat een persoon als buitengewone schuldeiser in de opschorting behandeld kan worden.

11. Als tweede argument verdedigde de onderneming voor

de ondernemingsrechtbank dat de uitgiftevoorwaarden van de obligaties het onmogelijk maakten om aan de algemene vergadering van obligatiehouders te vragen om een deel van de obligatieschuld kwijt te schelden. De uitgiftevoorwaarden voorzagen namelijk slechts in een beperkt aantal situaties die ter stemming konden worden voorgelegd aan de algemene vergadering van obligatiehouders, waaronder wijzigingen aan de interest en interestperiodes, wijzigingen aan de terugbetalingsdatum en het nemen van bewarende maatregelen om de rechten van de obligatiehouders te beschermen.¹⁸ Vermits de onderneming niet over een contractuele mogelijkheid beschikte om haar obligatieschuld te herschikken, was zij met andere woorden verplicht om dit via een procedure gerechtelijke reorganisatie te realiseren. Bovendien merkte de onderneming op dat de mogelijkheid om over te gaan tot kwijtschelding evenmin voorzien was door de op dat ogenblik toepasselijke wetgeving. Volgens de onderneming zou de algemene vergadering van obligatiehouders nochtans ingestemd hebben met de vraag tot kwijtschelding indien die mogelijkheid wel opgenomen was in de uitgiftevoorwaarden of in de wetgeving. Om dit te staven verwees de onderneming naar het stemgedrag van de aanwezige obligatiehouders op de vergadering die moest beraadslagen inzake de goedkeuring van het reorganisatieplan. Daaruit kon volgens de onderneming impliciet de toestemming afgeleid worden conform artikel XX.74 van het WER, gezien de meerderheid van de obligatiehouders de minderheid had overroepen.

12. De ondernemingsrechtbank volgt de onderneming in deze argumentatie echter niet en wijst er op dat het een keuze was van de onderneming op het ogenblik van de uitgifte van de obligaties om het aantal wijzigingsmogelijkheden in de uitgiftevoorwaarden beperkt te houden. Dit was volgens de rechtbank mogelijks gedaan om investeerders te overtuigen om in te schrijven op de obligaties door hen op deze manier aan te geven dat hun rechten gevrijwaard zouden blijven gedurende de looptijd van de obligaties. Hiervoor verwijst de rechtbank ook naar de bindende kracht van de uitgiftevoorwaarden die als een contract gelden tussen de emittent en de obligatiehouders, waardoor geen afwijking mogelijk bleek.

13. Het is duidelijk dat een obligatielening beschouwd

¹⁶. Zie clause 13(b) van de uitgiftevoorwaarden van de obligaties. Een ander voorbeeld hiervan kan men terugvinden in de uitgiftevoorwaarden van de obligaties uitgegeven door Pinguin NV (thans Greenyard NV) op 5 juli 2013. De verplichtingen onder deze obligaties werden in principe niet gedekt door zekerheden, maar de uitgiftevoorwaarden voorzagen wel in een vaak voorkomende bepaling inzake negatieve zekerheid (*negative pledge*). Afhankelijk van de specifieke bewoording van dergelijke bepaling, voorziet deze doorgaans in de verplichting voor een emittent om zekerheden te verschaffen aan obligatiehouders wanneer soortgelijke instrumenten van de emittent dergelijk voordeel verkrijgen. Deze bepaling inzake negatieve zekerheid dient ervoor te zorgen dat de obligatiehouders hun rang behouden in geval van een insolventie van de emittent. In het geval van Pinguin NV voorzagen de negatieve zekerheid echter ook dat indien de emittent zekerheden zou verschaffen ten gunste van een bancaire schuldeiser eveneens zekerheden verschaft moesten worden aan de obligatiehouders. Om het voldoen van de zekerheden in een insolventiescenario praktisch werkbaar te maken, bepaalden de uitgiftevoorwaarden dat enige toegekende zekerheid slechts kon worden uitgeoefend door de zekerheidsagent op eigen initiatief of op instructie van de meerderheid van de crediteurs andere dan obligatiehouders (zoals bepaald in hun financieringsdocument) of op instructie van een beslissing van de algemene vergadering van de obligatiehouders (aangenomen bij absolute meerderheid). Dit ondersteunt de gedachte van de collectiviteit van de obligatiehouders, die door middel van stemmingen beslissingen nemen die hun rechten aanbelangen.

¹⁷. Art. 1.22, 13° en 14° Boek I WER.

¹⁸. Clausules 2 en 3.1 van annex A van de uitgiftevoorwaarden van de obligaties.

moet worden als een contract tussen de emittent en de inschrijvende investeerders.¹⁹ Uitgiftevoorwaarden hebben daardoor bindende kracht en kunnen principieel maar gewijzigd worden in overeenstemming met wat uitdrukkelijk daarin is voorzien. De contractvrijheid laat partijen weliswaar toe om ook daarbuiten wijzigingen overeen te komen, maar in het kader van obligaties zou dit unanimiteit vereisen onder de obligatiehouders, wat in voorliggend geval niet aan de orde was. Op dit punt had de ondernemingsrechtbank echter ook rekening kunnen houden met het feit dat op het ogenblik van de uitgifte van de obligaties door de onderneming het oude regime van het Wetboek van Vennootschappen inzake vergaderingen van obligatiehouders toepassing vond. Dit regime voorzag slechts in een beperkt aantal mogelijkheden om wijzigingen aan te brengen aan de uitgiftevoorwaarden²⁰, waarop de bepalingen inzake vergaderingen van obligatiehouders van de onderneming gebaseerd lijken. Het regime van het Wetboek van Vennootschappen werd door de heersende rechtsleer namelijk beschouwd als van dwingend recht²¹, waardoor er in de praktijk niet van werd afgeweken. Thans voorziet het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen meer flexibiliteit in dit kader. De mogelijkheid bestaat namelijk om in de uitgiftevoorwaarden volledig te regelen wat beslist kan worden tijdens een vergadering van obligatiehouders en volgens welke procedures dergelijke vergaderingen georganiseerd worden.²² Van deze flexibiliteit werd in de praktijk reeds meermaals gebruik gemaakt door in de uitgiftevoorwaarden specifieke bepalingen op te nemen. Deze flexibiliteit kan zich ook uitstrekken tot het vermindern van het hoofdbedrag of interest, al zullen obligatiehouders bij hun beoordeling bij aanschaf van de obligatie er rekening mee houden dat hun rechten bij meerderheidsbeslissing in die mate aangetast kunnen worden.

14. Nu deze flexibiliteit bestaat, lijkt het ons een tegenstrijdige gedachte dat, in de huidige stand van het recht, buiten een procedure gerechtelijke reorganisatie, namelijk in een

vergadering van obligatiehouders, verdergaande maatregelen opgelegd zouden kunnen worden aan een minderheid (wanneer dit uiteraard op basis van de uitgiftevoorwaarden mogelijk is) dan wat mogelijk is binnen een procedure gerechtelijke reorganisatie. Eenzelfde oordeel geldt bij zogenaamde *consent solicitations*, waarbij een emittent aanpassingen aan de uitgiftevoorwaarden ter goedkeuring kan voorleggen van een vereiste meerderheid van de obligatiehouders. Gelet op het doel van een procedure gerechtelijke reorganisatie om de mogelijkheid te bieden aan een onderneming in financiële moeilijkheden om een doorstart te maken, lijkt het evident dat de onderneming in een reorganisatie de opportuniteit moet hebben om maatregelen af te spreken met de obligatiehouders die door een meerderheid gedragen worden, ook al stemt niet elke individuele obligatiehouder daar expliciet mee in.²³

15. Als derde en laatste argument haalt de onderneming aan dat bij een stringente toepassing van de wet deze in de onmogelijkheid is om diens onderneming te reorganiseren. Het zou dan in de praktijk namelijk niet mogelijk zijn om de individuele toestemming van alle obligatiehouders te verkrijgen, waardoor het reorganisatieplan ten gevolge van de toepassing van artikel XX.74 van het WER nooit goedgekeurd zou kunnen worden. Ook in dit kader volgt de rechtbank de argumentatie van de onderneming niet. Meer bepaald stelt de rechtbank dat er niet zoiets bestaat als het onvervreembare recht om een onderneming te mogen saneren met inkorting van de rechten van schuldeisers. Enkel binnen het kader van Boek XX biedt de wetgever ondernemingen de mogelijkheid om een afwijking van de door hen aangegane verbintenissen na te streven. In deze kunnen we het oordeel van de rechtbank enkel bijtreden. Het wettelijk kader voorzien door Boek XX betreft namelijk een uitzonderingsregime, geen recht van een onderneming. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het doel van de procedure gerechtelijke reorganisatie om de continuïteit van activa of van de activiteiten van een onderneming te behouden.²⁴ Slechts

^{19.} Zie onder meer P. LAMBRECHT en M. DUPLAT, *L'emprunt obligataire*, Kluwer, 2014, 77 en D. BRULOOT en K. MARESCHEAU, "Hoofdstuk 1. Algemene kenmerken van de obligatielening" in D. BRULOOT en K. MARESCHEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 9-24. Dit werd eveneens bevestigd in het recente arrest van het Hof van Cassatie van 29 mei 2020, C.19.0320.F.

^{20.} Voor de naamloze vennootschap, zie het oude art. 568 W.Venn.

^{21.} Zie bv. de analyse door K. MARESCHEAU en D. ROELENS, "Titel V. Algemene vergadering van obligatiehouders" in D. BRULOOT en K. MARESCHEAU (eds.), *De obligatielening*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 236-238.

^{22.} Voor meer informatie inzake de toegenomen flexibiliteit onder het Wetboek van vennootschappen en verenigingen, zie onder meer D. BALLEGEER, A.-S. VANKEMMELBEKE en M.-A. DESLANDES, "Een nieuw tijdperk voor obligaties onder het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen", *TBH-RDC*, 2018/10, 1106-1120 en I. PEETERS en M. RAES, "Obligaties in het nieuwe Wetboek van vennootschappen en verenigingen: uniformisering, vereenvoudiging en vernieuwing", *Bank Fin.R.* 2020, afl. 1, 30-41.

^{23.} In dit kader is het voorbeeld van Hamon & Cie (International) SA interessant, die op 30 januari 2014 obligaties had uitgegeven. Hoewel deze niet het voordeel van zekerheden genoten, was er net als bij de obligaties van Pinguin NV (zie *supra*) een bepaling inzake negatieve zekerheid opgenomen. Gezien de emittent in financiële moeilijkheden was gekomen, waren een aantal wijzigingen afgesproken met zijn kredietverstrekkers. Deze wijzigingen waren echter afhankelijk gesteld van een aantal aanpassingen die doorgevoerd moesten worden door de obligatiehouders. Meer bepaald moesten de obligatiehouders hun akkoord geven inzake de verlenging van de einddatum van de obligaties (naar 30 januari 2025 in plaats van 30 januari 2020) en een verlaging van het bedrag dat terug te betalen was op de vervaldag tot 60% van de nominale waarde van de obligaties. Indien de obligatiehouders het voordeel zouden genoten hebben van zekerheden, zouden ze in geval van een procedure gerechtelijke reorganisatie de individuele bescherming van art. XX.74 van het WER genoten hebben, zodat ze elk hun individuele toestemming hadden moeten geven. In dit geval heeft een meerderheid van de obligatiehouders zich echter akkoord verklaard met de voorgestelde wijzigingen op een algemene vergadering van obligatiehouders, waardoor deze als goedgekeurd werden beschouwd.

^{24.} Art. XX.39 WER.

indien deze continuïteit potentieel gevrijwaard kan worden door middel van de procedure gerechtelijke reorganisatie, kan de debiteur hier beroep op doen.²⁵

16. Uiteindelijk beslist de ondernemingsrechtbank, op basis van de bovenstaande redeneringen, om niet over te gaan tot homologatie van het door de onderneming voorgestelde reorganisatieplan. De rechtbank wijst er bovendien op dat het niet realistisch lijkt voor de onderneming om alsnog tegemoet te komen aan de vereisten van artikel XX.74 van het WER. Hierdoor wijst de rechtbank de vraag van de onderneming zelfs af om een bijkomende periode van opschorting toe te kennen.

17. Het geannoteerde vonnis (maar dit geldt maar omdat de ondernemingsrechtbank het insolventierecht toepast zoals dat vandaag bestaat) lijkt de deur te sluiten voor bepaalde schuldherschikkingen met obligatiehouders. Enerzijds geldt dit omdat veel bestaande obligatieleningen contractueel niet toestaan dat bepaalde voorwaarden (onder meer inzake terugbetaling van hoofdsom en interest) worden aangepast via een meerderheidsbeslissing en anderzijds stoot de procedure gerechtelijke reorganisatie op een aantal praktische en juridische moeilijkheden voor een efficiënte schuldherschikking wanneer de obligaties het voordeel hebben van bepaalde zekerheden. Nochtans tonen recente voorbeelden zoals dat van Hamon en FNG aan dat de praktijk wel nood heeft aan middelen om een obligatieschuld te herschikken, waarbij men niet enkel uitgaat van het contractueel karakter van een obligatie, maar tevens rekening houdt met haar vennootschapsrechtelijke kwalificatie alsook haar collectieve karakter.²⁶ De logica van effecten is namelijk dat beslissingen met meerderheden genomen worden binnen algemene vergaderingen. Dit is uitdrukkelijk voorzien in het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen, maar is niet doorgetrokken naar ons insolventierecht waardoor daar een leemte is ontstaan die in het geannoteerde vonnis tot uiting is gekomen.

18. Deze leemte kan thans opgevuld worden in het kader van de omzetting van de richtlijn betreffende preventieve herstructureringsstelsels.²⁷ Deze richtlijn trad op 16 juli

2019 in werking en legt de Europese lidstaten de verplichting op om de obstakels voor een doeltreffende preventieve herstructurerings van levensvatbare schuldenaren in financiële moeilijkheden te verwijderen. Dit dient de efficiëntie van de procedures voor herstructurerings, insolventie en kwijtschelding van schuld te vergroten. De richtlijn voorziet in het bijzonder in de introductie van het concept van verschillende categorieën van schuldeisers in het insolventierecht, wat ook één van de hoekstenen is van de Engelse “*scheme of arrangement*”.²⁸ Overeenkomstig de richtlijn hebben lidstaten meer bepaald de verplichting om ervoor te zorgen dat schuldeisers die betrokken zijn in een insolventieprocedure in afzonderlijke categorieën worden behandeld die, krachtens nationaal recht, voldoende gedeelde belangen weerspiegelen op basis van verifieerbare criteria. Schuld-eisers van door een zekerheid gedekte vorderingen en niet door een zekerheid gedekte vorderingen dienen in ieder geval in afzonderlijke categorieën behandeld te worden met het oog op de goedkeuring van een herstructureringsplan.²⁹

19. De introductie van dit concept dient er voor te zorgen dat rechten die substantieel vergelijkbaar zijn op dezelfde manier behandeld worden en dat herstructureringsplannen kunnen worden goedgekeurd zonder op oneerlijke wijze afbreuk te doen aan de rechten van de betrokken partijen.³⁰ Daarbij wordt in de richtlijn uitdrukkelijk aangegeven dat de vereiste meerderheden in het nationaal recht moeten worden vastgesteld opdat een minderheid van betrokken partijen in elke categorie de goedkeuring van een herstructureringsplan niet kan verhinderen wanneer dat niet op oneerlijke wijze haar rechten en belangen aantast.³¹ Verder voorziet de richtlijn dat een herstructureringsplan door de betrokken partijen als goedgekeurd wordt beschouwd indien daarvoor in elke categorie een meerderheid in het bedrag van hun vorderingen of belangen bestaat. Lidstaten kunnen bovendien vereisen dat binnen elke categorie een meerderheid bekomen wordt. De vereiste meerderheid voor de goedkeuring van een herstructureringsplan dient ook in het nationaal recht bepaald te worden, maar mag niet meer bedragen dan 75% van het bedrag in vorderingen of belangen in elke categorie of, indien van toepassing, van het aantal betrokken partijen in elke categorie.³² Deze drempel stemt overeen met de ver-

25. Zie onder meer R. LINDEMANS, “De grenzen aan een gedifferentieerde behandeling van schuldeisers bij een gerechtelijke reorganisatie door collectief akkoord: enkele kritische beschouwingen omtrent de gehanteerde toetsingscriteria”, *TRV* 2014, afl. 8, 805; A. VAN HOE, *Het nieuwe insolventierecht in vogelvucht*, Antwerpen, Intersentia, 2019, 21, 46 en A. ZENNER, *Traité du droit de l’insolvabilité*, Limal, Anthemis, 2019, 549, 735.

26. De gedachte van de collectiviteit van obligatiehouders werd ook in de rechtsleer reeds naar voor geschoven. Zie onder meer P. BAERT, “Art. 292 W.Venn.” in X, *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Kluwer, afl. 48, 6; N. DELANG, “Commentaar bij art. 243 W.Venn.” in X, *Vennootschappen en verenigingen. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Kluwer, afl. 42, 93 en D. BALLEGEER, A.-S. VANKEMMELBEKE en M.-A. DESLANDES, “Een nieuw tijdperk voor obligaties onder het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen”, *TBH-RDC*, 2018/10, 1109.

27. De lidstaten hebben tot 17 juli 2021 om de richtlijn om te zetten in het nationaal recht.

28. De *scheme of arrangement* voorziet in het algemeen dat verschillende categorieën van schuldeisers samen stemmen over plannen inzake herstructurerings. De schuldeisers worden daarbij ingedeeld op basis van hun rechten, niet noodzakelijk hun belangen. Een *scheme of arrangement* kan bv. aangewend worden om een schuldherschikking door te voeren.

29. Art. 9 richtlijn (EU) nr. 2019/1023.

30. Overw. 44 richtlijn (EU) nr. 2019/1023.

31. Overw. 47 richtlijn (EU) nr. 2019/1023.

32. Art. 9, 6. richtlijn (EU) nr. 2019/1023.

eiste meerderheid vooropgesteld door het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen inzake vergaderingen van obligatiehouders. In principe wordt namelijk vereist dat obligatiehouders die ten minste de helft van het bedrag van de in omloop zijnde obligaties vertegenwoordigen, aanwezig zijn op de vergadering. Dergelijk quorum dient echter niet behaald te worden in geval van een verdaagde vergadering. Een beslissing wordt daarbij als aangenomen beschouwd wanneer deze is goedgekeurd door obligatiehouders die ten minste 75% van het bedrag van de obligaties waarvoor aan de stemming is deelgenomen, vertegenwoordigen.³³ Wanneer er verschillende soorten van obligaties zijn en de beslissing deze allen treft of kan treffen, dienen de obligatiehouders van elke soort afzonderlijk hun goedkeuring te geven overeenkomstig de door de wet vooropgestelde vereisten.³⁴ In de praktijk worden vaak meer flexibele regels opgenomen in de uitgiftevoorwaarden van obligaties dan wat voorzien is in het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Meer bepaald wordt doorgaans een differentiatie gemaakt tussen beslissingen die genomen kunnen worden met een gewone meerderheid en beslissingen die een 75%-meerderheid vereisen. Ook voor wat betreft het quorum kan daarbij in verschillende regels voorzien worden afhankelijk van de draagwijdte van de beslissing die de obligatiehouders kunnen nemen. In de context van de procedure gerechtelijke reorganisatie kan men aannemen dat een 75% meerderheid aangewezen is, maar indien de uitgiftevoorwaarden meer flexibiliteit laten dan dient de contractuele regeling voorkeur te moeten krijgen.³⁵

20. De toepassing van het concept van categorieën van schuldeisers had mogelijks een oplossing kunnen bieden in het voorliggende vonnis van de ondernemingsrechtbank. De obligatiehouders zouden dan namelijk in een of meerdere afzonderlijke categorieën kunnen zijn ondergebracht, onder meer op basis van het feit of ze al dan niet het voordeel genieten van zekerheden. Het reorganisatieplan had vervolgens voorgelegd kunnen worden aan de verschillende categorieën van obligatiehouders die daarover hadden kunnen stemmen in lijn met toepasselijke meerderheden voorzien in de uitgiftevoorwaarden of in de wet. Hierdoor wordt het opnieuw praktisch werkbaar voor een emittent om een reorganisatieplan goedgekeurd te krijgen door obligatiehouders-schuldeisers, in het bijzonder wanneer deze het voordeel genieten van zekerheden.

eisers, in het bijzonder wanneer deze het voordeel genieten van zekerheden.

21. Ook voor wat betreft de opening van de procedure en de communicatie aan obligatiehouders zou dit concept een voordeel kunnen bieden. De vereiste van individualiteit zou namelijk achterwege gelaten kunnen worden. Zolang voldoende publiciteit gemaakt wordt inzake de procedure gerechtelijke reorganisatie, lijkt het afstappen van de vereiste van individualiteit inzake communicatie aan schuldeisers-obligatiehouders geen afbreuk te doen aan hun rechten. Deze worden namelijk beschermd door het meerderheidensysteem dat kenmerkend is voor effecten.

22. Een wetsvoorstel ingediend om in Boek XX de toegang tot procedures gerechtelijke reorganisatie te vergemakkelijken in het kader van de COVID-19-crisis trachtte reeds rekening te houden met de vereisten van de richtlijn betreffende preventieve herstructureringsstelsels.³⁶ Het wetsvoorstel voorziet onder meer in een toevoeging in artikel XX.78 van het WER dat de stemming van het reorganisatieplan thans per categorie van schuldeisers zal moeten gebeuren. In het voorstel is er evenwel geen enkele invulling van het concept van categorie noch van de meerderheidsvereisten die zouden moeten gelden. De Raad van State heeft er terecht op gewezen dat het voorstel best verduidelijkt wat een categorie van schuldeisers inhoudt en hoe de schuldeisers ingedeeld moeten worden, zoals ook uitdrukkelijk vereist wordt door de richtlijn.³⁷ Het is duidelijk dat er meer denkwerk nodig is om dit aspect van de richtlijn correct om te zetten in het Belgisch recht en dat het voorliggende wetsvoorstel daartoe onvoldoende is. Uit de hoger opgenomen analyse van het geannoteerde vonnis kunnen alvast een aantal suggesties worden meegenomen in een verdere uitwerking van de omzetting van de richtlijn. Deze suggesties zijn onder meer dat het naleven van de kennisgevingsverplichtingen uit de uitgiftevoorwaarden zou moeten volstaan voor doeleinden van de procedure gerechtelijke reorganisatie, maar ook dat de vereisten uit het insolventierecht, in het bijzonder inzake beslissingen van schuldeisers, het vennootschapsrecht of de uitgiftevoorwaarden niet zouden mogen doorkruisen indien het vennootschapsrecht of de uitgiftevoorwaarden voor de debiteur gunstiger zijn.

^{33.} Voor de naamloze vennootschap, zie art. 7:170 WVV.

^{34.} Voor de naamloze vennootschap, zie art. 7:171 WVV.

^{35.} In deze context kan de vraag rijzen of uitgiftevoorwaarden contractueel een hoger of lager percentage zullen kunnen voorzien dan wat in het insolventierecht opgenomen zou worden. Indien geen duidelijke regeling voorzien wordt in de wet, dan moet dit door de rechtsleer en de rechtspraak worden opgelost. In geval van onduidelijkheid zou dit ook een bijkomend risico voor obligatiehouders kunnen inhouden, gezien eventuele bij meerderheid genomen beslissingen betwist zouden kunnen worden op basis van de specifieke regel uit het insolventierecht dat van toepassing is op de emittent.

^{36.} Art. 11 van het wetsvoorstel tot wijziging van Boek XX van het Wetboek van economisch recht, Kamer, 1337/001.

^{37.} Advies van de Raad van State nr. 67.623/2 van 8 juli 2020 inzake het wetsvoorstel tot wijziging van Boek XX van het Wetboek van economisch recht, Kamer, 1337/002.