DAVIDS
ADVOCATEN

DE WHOA-ACQUISITIE ALS (ONBENUTTE) KANS VOOR PRIVATE EQUITY?

MR. J.W. BODDAERT
& MR. J. BOUMAN

Dit artikel is verschenen in F.B. Bosvelt e.a. (red.), *De Financier in het Insolventierecht, INSOLAD Jaarboek 2026*, Deventer: Wolters Kluwer 2025, p. 257

De WHOA-acquisitie als (onbenutte) kans voor private equity?

MR. J.W. BODDAERT & MR. J. BOUMAN[1]

1. Inleiding

De Wet Homologatie Onderhands Akkoord (hierna: WHOA) heeft zich in vijf jaar tijd ontwikkeld tot een breed toegepast herstructureringsinstrument, met name in het hogere segment van het MKB.[2] Het MKB maakt echter voornamelijk op de traditionele manier gebruik van de WHOA, waarbij sanering van schulden centraal staat. De WHOA kan echter ook worden ingezet als overname-instrument. De herstructurering van schulden is dan niet het enige doel, maar óók het middel om door financiering van het akkoord de aandelen te verkrijgen van een in de kern gezond bedrijf.

Het gebruik van de WHOA als overname-instrument waarbij de aandelen in een onderneming worden verkregen, wordt in dit artikel aangeduid als een 'WHOA-acquisitie'. De WHOA-acquisitie wordt in dit artikel onderscheiden van de herstructurering waarbij een zittende aandeelhouder zijn aandelenbelang behoudt.[3] Over het behoud van aandelen in het kader van de WHOA is veel geschreven en er is ook een lijn ontwikkeld in de jurisprudentie. Deze lijn houdt – kortgezegd – in dat een zittende aandeelhouder zijn aandelen mag behouden wanneer hij nieuw kapitaal inbrengt dat het akkoord mogelijk maakt. Dit wordt de *new value exception* genoemd en is de 'uitzondering' op de *absolute priority rule*. In hoofdstuk 2 wordt het juridisch kader voor de zittende aandeelhouder toegelicht en wordt aandacht besteed aan de (in onze ogen terechte) kritiek op de *new value exception*.

---

1. Joris Boddaert en Joël Bouman zijn advocaat bij Davids Advocaten in Amsterdam.
2. Zie bijvoorbeeld de Evaluatie Wet homologatie onderhands akkoord, WODC Rapport 3387, H. 4.3.9 en de Bijzonder Beheer Barometer van PWC, december 2025.
3. Er zijn nog andere varianten te bedenken waarbij het aandelenbelang wijzigt rond een WHOA-herstructurering. Te denken valt aan de route waarbij voorafgaand aan het WHOA-traject de aandelen worden overgedragen aan een derde, waarna de derde de verplichting heeft een akkoord aan te bieden. Feitelijk is in het WHOA-traject dan sprake van een zittende aandeelhouder die een akkoord aanbiedt.

WHOA-acquisities komen nog (relatief) beperkt voor, zo blijkt uit een jurisprudentieonderzoek van 76 geanalyseerde homologatie-uitspraken (hoofdstuk 3). Bij gebrek aan een helder kader, bespreken wij vervolgens enkele aandachtspunten bij het inrichten van een WHOA-acquisitie (hoofdstuk 4).

In het licht van de kritiek op de *new value exception* concluderen wij ten slotte dat bij de WHOA-acquisitie de toetsing van de *absolute priority rule* geen rol zou moeten spelen. Hierdoor vormt de WHOA-acquisitie een kans voor partijen die met nieuw kapitaal in de kern levensvatbare ondernemingen willen aankopen (hoofdstuk 5). Specifiek zien wij kansen voor professionele investeerders, zoals private equity (hoofdstuk 6).

2. Het juridisch kader voor het behoud en verkrijging van aandelen

2.1. *De absolute priority rule*

Zoals hiervoor reeds is geïntroduceerd, is een belangrijk aspect in elk WHOA-traject, de vraag hoe wordt omgegaan met het aandelenkapitaal. Doorgaans staan de aandeelhouders op de laagste plek in de rangorde bij verhaal op het vermogen van de schuldenaar. Een van de uitgangspunten van de WHOA is dat de *going-concern*waarde of reorganisatiewaarde (de waarde die wordt behouden als het akkoord tot stand komt, zie art. 375 lid 1 sub e Fw) conform de wettelijke rangorde wordt verdeeld. Dit uitgangspunt wordt de *absolute priority rule* of APR genoemd en is verankerd in art. 384 lid 4 sub b Fw. Uitgangspunt van de APR is dat een lager gerangschikte klasse geen waarde mag ontvangen, indien een hogere klasse niet volledig is voldaan.

Dit betekent dat aandeelhouders doorgaans geen aanspraak kunnen maken op (een deel van) de reorganisatiewaarde en dus *out of the money* zijn. Als de aandeelhouder zijn aandelen behoudt, behoudt hij een vermogensrecht in juridische zin. De WHOA neemt tot uitgangspunt dat de onderneming levensvatbaar moet zijn c.q. gaat ervan uit dat de onderneming na de sanering weer winstgevend zal worden. Door het behoud van de aandelen ontvangen de aandeelhouders dus wel ‘iets’ van de onderliggende waarde. Dit is in beginsel een schending van de APR.[4] Op grond van de APR is dit behoud van waarde immers slechts mogelijk als alle crediteuren met een hogere rangorde volledig worden voldaan. De situatie waarin alle crediteuren volledig worden voldaan, zal doorgaans niet aan de orde zijn.

4. Rb. Midden-Nederland 12 april 2023 (ECLI:NL:RBMNE:2023:1773), r.o. 5.41.

Als uitgangspunt geldt dus dat de aandeelhouder zijn aandelen verliest. Dat beeld volgt evenwel niet uit de jurisprudentie. Zeker in de eerste jaren van de WHOA leek het de staande praktijk dat aandeelhouders hun aandelen konden behouden, ook als dat aspect niet of nauwelijks aan de orde was geweest bij de toetsing door de rechter.[5] Een verklaring kan zijn dat de APR een aanvullende afwijzingsgrond is in de zin van art. 384 lid 4 Fw en deze afwijzingsgrond alleen wordt getoetst als er een tegenstemmende klasse is die met een *cross class cram down* moet worden gebonden aan het akkoord. De rechtbank komt om die reden pas toe aan een oordeel over de APR na een verzoek van een belanghebbende i) uit een tegenstemmende klasse ii) die zelf tegen het akkoord heeft gestemd. Stemmen alle klassen in, dan is er kennelijk een breed draagvlak hetwelk afwijking van de APR legitimeert en met zich brengt dat de rechter niet aan de APR toetst.

2.2. *Redelijke grond: new value exception*

Voor de aandeelhouder, die zijn aandelen mag behouden onder het akkoord, bestaat een uitweg als een schuldeiser of aandeelhouder uit een tegenstemmende klasse klaagt over afwijking van de APR. Op grond van art. 384 lid 4 sub b Fw kan het akkoord toch worden gehomologeerd als voor de afwijking een redelijke grond bestaat én de niet-instemmende schuldeisers of aandeelhouders daardoor niet in hun belang worden geschaad. In de jurisprudentie is inmiddels meermaals geoordeeld wanneer er sprake is van een redelijke grond om ten gunste van de zittende aandeelhouder(s) af te wijken van de APR (en wanneer die redelijke grond ontbreekt).[6] Die redelijke grond bestaat doorgaans uit het inbrengen van nieuw geld in de onderneming, vaak om het akkoord te bekostigen.

Het voorontwerp van de WHOA bevatte een zogenoemde *new value exception*, ontleend aan de *Chapter 11*-procedure. Afwijking van de wettelijke rangorde zou onder die uitzondering mogelijk zijn wanneer aandelen of vergelijkbare rechten worden verkregen als marktconforme tegenprestatie voor nieuw in te

5. Ook De Weijs komt tot de conclusie dat er opvallend weinig jurisprudentie is over de zittende aandeelhouder die zijn aandelen behoudt, zie R.J. de Weijs, 'WHOA: 'de slechte vs de goede brief' en het belang van meer inzichtelijke WHOA-rechtspraak', *TvI* 2025/11.
6. Zie onder andere Rb. Midden-Nederland 31 maart 2022 (ECLI:NL:RBMNE:2022:1329) en Rb. Midden-Nederland 12 april 2023 (ECLI:NL:RBMNE:2023:1773) waarin de rechtbanken oordeelden dat sprake was van een redelijke grond om van de APR af te wijken. In Rb. Limburg 22 november 2021 (ECLI:NL:RBLIM:2021:8857), Rb. Rotterdam 9 juni 2022 (ECLI:NL:RBROT:2022:12156) en Rb. Gelderland 5 juni 2024 (ECLI:NL:RBGEL:2024:4716) oordeelden de rechtbanken dat dit niet het geval was.

brengen kapitaal.[7] Deze regeling is uiteindelijk niet in de Nederlandse wet opgenomen, maar wel ontwikkeld in de jurisprudentie en onder meer geïnspireerd door Amerikaanse jurisprudentie.

Hoewel er kritiek is op deze benadering (zoals we verderop in dit artikel zullen bespreken), volgen uit de jurisprudentie verschillende omstandigheden die maken dat het verstrekken van nieuwe financiering een redelijke grond vormt om van de APR 'af te wijken'. Het aandelenbelang moet worden behouden tegen marktconforme voorwaarden en de ingebrachte waarde moet nieuw, substantieel, op geld waardeerbaar en noodzakelijk zijn voor de reorganisatie.[8] Marktconformiteit wordt beoordeeld aan de hand van de verhouding tussen inbreng en te behouden waarde; daarbij kan de *equity value* – de ondernemingswaarde minus schulden en schuldequivalenten, plus cash – richting geven.[9] Om aan te tonen dat het aandelenbelang tegen marktconforme voorwaarden wordt behouden, doet de schuldenaar er goed aan te laten zien dat hij ook andere financiers heeft benaderd (*market testing*).

Relevant in de beoordeling kan verder zijn of de klagende tegenstemmende schuldeiser zelf bereid was aandelen te nemen of financiering te verstrekken. Naast de inbreng van nieuw geld kunnen ook andere omstandigheden een redelijke grond vormen om de APR ten gunste van de zittende aandeelhouder te doorbreken. Dat geldt bijvoorbeeld als de aandeelhouder een uitkering op aandeelhoudersleningen zou kunnen krijgen maar daarvan afziet, zodat de uitkering aan de concurrente crediteuren feitelijk stijgt.[10] Ook afstand doen van zekerheden ten gunste van andere schuldeisers (*gifting*)[11] of het inbrengen van cruciale kennis, ervaring, reputatie of zakelijke contacten[12] kan afwijking van de APR ten gunste van de aandeelhouder rechtvaardigen.

Bij de toetsing van de redelijke grond voor afwijking van de APR zal de rechtbank ook in overweging nemen of de klagende schuldeisers of aandeelhouders

7. A.M. Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 178-179 en N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord: grondslagen en raamwerk*, (diss. Groningen), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 172-174.
8. Rb. Midden-Nederland 31 maart 2022 (ECLI:NL:RBMNE:2022:1329).
9. Rb. Midden-Nederland 12 april 2023 (ECLI:NL:RBMNE:2023:1773).
10. Nederland kent geen algemene regel van achterstelling van aandeelhoudersleningen. Zie meer uitgebreid: R.J. de Weijs, 'Aandeelhouders weer als 'uiteindelijke risicodragers'?', *TvI* 2023/6.
11. Zie o.a. H. Beni Driss, 'Toelaatbaarheid en wenselijkheid van *gifting* onder de Absolute Priority Rule in de WHOA', *FIP* 2019/87, par. 2.2.
12. Rb. Midden-Nederland 12 april 2023 (ECLI:NL:RBMNE:2023:1773).

in hun belangen worden geschaad door deze afwijking. Om dit te beoordelen kan een vermogensvergelijking worden gemaakt tussen enerzijds de situatie dat het akkoord niet tot stand komt (het liquidatiescenario) en anderzijds de situatie dat het akkoord tot stand komt met afwijking van de APR. Als de nieuwe financiering van de aandeelhouder noodzakelijk is voor de totstandkoming van het akkoord en geen andere financiers bereid zijn gevonden een hoger bedrag te verstrekken, zal snel zijn voldaan aan de voorwaarde dat de belanghebbenden niet in hun belangen worden geschaad.

2.3. *Kritiek op de new value exception*

Zoals uit het voorgaande blijkt, is in de jurisprudentie een duidelijke lijn ontwikkeld. Deze lijn – die als de Nederlandse variant van de *new value exception* wordt gezien – bepaalt wanneer een zittende aandeelhouder die nieuw geld inbrengt zijn aandelen mag behouden. In de literatuur is hier echter stevige (en wat ons betreft terechte) kritiek op geleverd. Die kritiek ziet niet zozeer op het resultaat van de *new value exception*, maar op de toepassing daarvan.

Mennens betoogt dat bij toekenning van waarde aan de aandeelhouder die nieuw kapitaal inbrengt géén sprake is van een uitzondering op de APR: de voortgezette betrokkenheid van de zittende aandeelhouder wordt gerechtvaardigd door zijn nieuwe inbreng en niet door zijn oude aanspraken op de vennootschap.[13] Fliek sluit daarbij aan en vindt dat de term *new value exception* beter vermeden kan worden. De APR heeft volgens hem alleen betrekking op bestaande (pre-akkoord-)aanspraken en niet op aanspraken van partijen waar de schuldenaar na homologatie of ten behoeve van het akkoord mee contracteert. De nieuwe aandeelhouder die nieuw geld inbrengt is een nieuwe vermogensverschaffer die buiten het akkoordproces staat en de wijze waarop de waarde in dat akkoord wordt verdeeld. Het inbrengen van nieuw geld dient niet getoetst te worden aan de APR en van een uitzondering is dus ook geen sprake. Het is volgens Fliek niet zuiver om te stellen dat de aandeelhouder zijn belang behoudt. Zuiverder is het om te zeggen dat de aandeelhouder een aandelenbelang ontvangt. Volgens Fliek is er geen verschil tussen een nieuwe aandeelhouder die zijn belang voor een marktconforme tegenprestatie ontvangt en de bestaande aandeelhouder die dat belang voor dezelfde marktconforme tegenprestatie ontvangt.[14] Winnemuller stelt dat in het geval dat de zittende aandeelhouder het akkoord mogelijk

13. A.M. Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2020, par. 562.
14. J.F. Fliek, 'Het (ontbrekende) toetsingskader voor een wijziging van de rangorde door middel van een WHOA-akkoord', *FIP* 2025/4.

maakt de aandeelhouder als het ware de aandelen 'koopt' voor de waarde van de vennootschap na de herstructurering. Deze situatie kan volgens Winnemuller worden gelijkgesteld met de situatie waarin een derde bereid is de reorganisatiewaarde te financieren tegen verkrijging van het aandelenbelang.[15] Ook Orbán stelt dat de APR zich niet leent voor de beoordeling of een nieuwe kapitaalverschaffer een eerlijk deel van de waarde toebedeeld krijgt. Wie vers kapitaal inbrengt, snoept niet noodzakelijk af van een reeds bestaande taart wanneer hem een substantieel aandeel in de berekende reorganisatiewaarde wordt toegekend; hij bakt in wezen veelal zelf een groot deel van die taart, en neemt daar vervolgens slechts een punt van, aldus Orbán.[16]

2.4. *Toepassing van de APR op de WHOA-acquisitie?*

Het juridische kader van het behoud van de aandelen door een zittende aandeelhouder is dus nog verre van uitgekristalliseerd. Rechtbanken hanteren de *new value exception,* maar het is onzeker of dat terecht is. Het voorgaande heeft implicaties voor de WHOA-acquisitie.

Volgen we de lijn van de auteurs met kritiek op de toepassing van de *new value exception*, dan verschilt de WHOA-acquisitie niet van de situatie waarin een zittende aandeelhouder zijn aandelen behoudt in ruil voor nieuw kapitaal. Dat betekent dat evenals bij zittende aandeelhouders, ook bij nieuwe aandeelhouders toetsing van de APR, voor wat betreft hun inbreng, niet aan de orde is.

Volgen we daarentegen de lijn van de rechtspraak waarin de *new value exception* wel van toepassing is op de toekenning van waarde aan een zittende aandeelhouder die nieuw kapitaal inbrengt, dan komt de vraag aan de orde of deze 'uitzondering' ook van toepassing is op de nieuwe aandeelhouder. Het valt niet uit te sluiten dat dit het geval is. Anders zou immers de zittende aandeelhouder die nieuw geld inbrengt wél en de nieuwe aandeelhouder die nieuw geld inbrengt níet aan de APR hoeven te voldoen. De zittende aandeelhouder zou in dat geval de toepassing van de APR kunnen omzeilen, door éérst afstand te doen van zijn aandelen in het kader van het akkoord, om vervolgens nieuwe aandelen te verkrijgen als tegenprestatie voor het ingebrachte kapitaal.

Welk kader op de WHOA-acquisitie van toepassing is, zal op enig moment uit de jurisprudentie moeten blijken. Zoals wij in hoofdstuk 3 zullen zien, geeft de jurisprudentie op dit moment echter nog geen antwoord op de vraag of ook een

15. H.G.G.B. Winnemuller, *Het bancaire belang* (O&R nr. 141) 2023/15.6.
16. G.A.C. Orbán, 'Nieuw geld en de WHOA', *TvI* 2025/25.

nieuwe financier die het aandelenkapitaal wil verkrijgen aan de voorwaarden van de APR moet voldoen.

3. De WHOA-acquisitie in de jurisprudentie tot nu toe

Wij hebben 76 uitspraken geanalyseerd uit de periode 1 januari 2021 tot 31 december 2025 waarin een homologatieverzoek is gedaan. In het overgrote gedeelte van de uitspraken waarin een homologatieverzoek werd toegewezen (47 van de 58) werd de onderneming gefinancierd door één of meer zittende aandeelhouders, de onderneming zelf (bijvoorbeeld door verkoop van activa), een bank of andere derde (middels een lening) en bleven de aandelen in dezelfde handen.

In zes gevallen was sprake van een WHOA-acquisitie: een situatie waarbij de meerderheid van het aandelenkapitaal als gevolg van homologatie in handen van een nieuwe financier komt.[17] Ook kent de jurisprudentie voorbeelden van WHOA-acquisities die niet zijn geslaagd. Ten slotte zijn er nog drie gevallen geïdentificeerd waarin een nieuwe aandeelhouder een minderheidsaandelenbelang verkreeg[18] en twee gevallen waarin een zittende aandeelhouder zijn aandelenbelang vergrootte.[19] Deze vijf gevallen kunnen gezien worden als gedeeltelijke WHOA-acquisities. Het is overigens denkbaar dat (gedeeltelijke) WHOA-acquisities vaker voorkomen, maar dat deze tot stand komen middels 100% instemming van de belanghebbenden bij het akkoord en om die reden buiten de beschikbare cijfers en jurisprudentie blijven.

In het vervolg van dit artikel worden de geïdentificeerde WHOA-acquisities besproken. Daarbij komen de gangbare juridische constructies, de financiering, de

17. Rb. Amsterdam 3 september 2021 (ECLI:NL:RBAMS:2021:6770) (*telecombedrijf*), Rb. Rotterdam 23 februari 2022 (ECLI:NL:RBROT:2022:12200) (*bakkersketen*), Rb. Den Haag, 25 februari 2022 (ECLI:NL:RBDHA:2022:1450) (*ADO Den Haag*), Rb. Den Haag 7 februari 2023 (ECLI:NL:RBDHA:2023:1272) (*apotheek*), Rb. Gelderland 3 oktober 2023 (ECLI:NL:RBGEL:2023:5805) (*VOF*) en Rb. Gelderland 4 december 2023 (ECLI:NL:RBGEL:2023:7127) (*runderslachterij*).
18. Zie bijvoorbeeld Rb. Limburg 28 juni 2024 (ECLI:NL:RBLIM:2024:4210) (*MVV Maastricht*) en Rb. Rotterdam 10 april 2025 (ECLI:NL:RBROT:2025:4555) (*zonnepanelen*). Uit de uitspraak van de Rb. Amsterdam 23 maart 2023 (ECLI:NL:RBAMS:2023:1681) wordt slechts duidelijk dat er sprake is van een 'voorgenomen nieuwe aandeelhouder' die een kapitaalinjectie doet van € 1,0 miljoen. De uitspraak is te summier om te beoordelen of de nieuwe aandeelhouder medeaandeelhouder wordt of dat de huidige aandelen worden ingetrokken.
19. Zie bijvoorbeeld Rb. Midden-Nederland 3 augustus 2023 (ECLI:NL:RBMNE:2023:4187) en Rb. Amsterdam 19 juli 2024 (ECLI:NL:RBAMS:2024:4423 en ECLI:NL:RBAMS:2024:4424).

typen investeerders, het doel van de overname en de toetsing van de WHOA-acquisities door de rechter aan bod.

3.1. *Juridische insteek WHOA-acquisitie*

Uit de bestudeerde jurisprudentie blijkt dat een WHOA-acquisitie op verschillende manieren kan worden ingestoken. De meest gebruikelijke vorm is die waarbij de verkrijging van aandelen onderdeel is van de herstructurering zelf. Het akkoord voorziet in een mechanisme waarbij als gevolg van homologatie van het akkoord de aandelen worden ingetrokken en opnieuw uitgegeven, dan wel de aandelen worden overgedragen aan een nieuwe aandeelhouder. In de WHOA-acquisitie van ADO Den Haag was in die zin sprake van een zuivere WHOA-acquisitie: na onderhandelingen met diverse gegadigden werd overeenstemming bereikt met een nieuwe aandeelhouder die zich committeerde tot het beschikbaar stellen van het akkoordbedrag bij wijze van storting op nieuw uit te geven aandelen.[20] De bestaande aandelen werden ingetrokken zonder uitkering aan de zittende aandeelhouders en de nieuwe aandeelhouder verkreeg de nieuwe aandelen. Ook bij een akkoordprocedure met betrekking tot een apotheek waarbij wij zelf betrokken waren, werden de bestaande aandelen ingetrokken en nieuwe aandelen uitgegeven aan een nieuwe aandeelhouder (in ruil voor financiering van het volledige akkoordbedrag).[21] In een WHOA-acquisitie van een bakkersketen vond een aandelenemissie plaats bij de moedervennootschap van de schuldenaar. Uit de uitspraak volgt dat de 'verkoopopbrengst' – naar wij begrijpen: de prijs voor de nieuw uitgegeven aandelen die door de financier aan de moedervennootschap is betaald – door de moedervennootschap aan de schuldenaar is doorgeleend en werd gebruikt voor de financiering van het akkoord.[22] Bij de gedeeltelijke WHOA-acquisitie van MVV Maastricht werd een groep Maastrichtse ondernemers bereid gevonden om via converteerbare leningen zowel de lopende verplichtingen tijdens het WHOA-traject als de financiering van het akkoord ter beschikking te stellen, waarbij als onderdeel van het akkoord de leningen na de totstandkoming daarvan werden omgezet in een minderheidsbelang aan aandelen.[23]

Van de zes WHOA-acquisities uit de jurisprudentie, geldt dat bij drie WHOA-acquisities de overname van de aandelen plaatsvond vlak voor of tijdens het WHOA-traject. Bij de WHOA-acquisitie van een onderneming in de

20. Rb. Den Haag 25 februari 2022 (ECLI:NL:RBDHA:2022:1450).
21. Rb. Den Haag 7 februari 2023 (ECLI:NL:RBDHA:2023:1272).
22. Rb. Rotterdam 23 februari 2022 (ECLI:NL:RBROT:2022:12200).
23. Rb. Limburg 28 juni 2024 (ECLI:NL:RBLIM:2024:4210).

telecommunicatie werden de aandelen in het kapitaal van de schuldenaar kort voor aanvang van het WHOA-traject verkocht en geleverd aan de nieuwe aandeelhouders, waarbij deze nieuwe aandeelhouders zich committeerden tot het aanbieden van een akkoord.[24] Een enigszins ingewikkelde constructie deed zich voor bij de WHOA-acquisitie van een runderslachterij.[25] In deze zaak werden de aandelen in de moedervennootschap (en daarmee indirect de aandelen in de schuldenaar) overgedragen aan de financier voor € 1,00, waarbij de nieuwe aandeelhouder zich verplichtte om de groepsfinanciering van de bank te herfinancieren. Ook werden intercompany-vorderingen gesaneerd doordat deze door de nieuwe aandeelhouder werden overgenomen. Uiteindelijk heeft dit geleid tot een gehomologeerd akkoord waarbij contante uitkeringen aan de Belastingdienst en handelscrediteuren konden worden gedaan. Bij de gedeeltelijke WHOA-acquisitie van een zonnepanelenbedrijf werd door een nieuwe aandeelhouder van ieder van de twee zittende aandeelhouders een aandelenbelang van 25% in de schuldenaar verkregen, waarbij het door de zittende aandeelhouders te ontvangen bedrag middels achtergestelde leningen aan de schuldenaar beschikbaar werd gesteld voor de uitvoering van het akkoord.[26,27]

Uit een homologatievonnis waarbij een VOF was betrokken als schuldenaar, volgt dat de WHOA-acquisitie werd vormgegeven als een activa-passivatransactie.[28] De vennoten van de VOF voerden in de aanloop van het WHOA-traject gesprekken met verschillende geïnteresseerden en bereikten uiteindelijk overeenstemming met een koper die de onderneming van de VOF overnam middels een activa-passivatransactie. De koopsom werd aangewend om de betalingsverplichtingen uit het akkoord te voldoen.

3.2. *De financiering*

Vooralsnog vallen er geen duidelijke vingerwijzingen te distilleren uit de rechtspraak over de hoogte van de inbreng van een nieuwe aandeelhouder afgezet tegen de waarde van het belang dat hij verkrijgt. Ook wordt er tot op heden geen duidelijk onderscheid gemaakt in de vorm van de inbreng van de nieuwe aandeelhouder. Er is natuurlijk een groot verschil tussen een agiostorting en het

24. Rb. Amsterdam 3 september 2021 (ECLI:NL:RBAMS:2021:6770).
25. Rb. Gelderland 4 december 2023 (ECLI:NL:RBGEL:2023:7127).
26. Rb. Rotterdam 10 april 2025 (ECLI:NL:RBROT:2025:4555).
27. Te betogen valt dat deze drie WHOA-acquisities van het telecombedrijf, de runderslachterij en de zonnepanelenonderneming gelijkenissen vertonen met de financiering van een akkoord door een zittende aandeelhouder, maar omdat in deze casussen sprake is van een nieuwe aandeelhouder, zijn deze uitspraken meegenomen in de analyse.
28. Rb. Gelderland 3 oktober 2023 (ECLI:NL:RBGEL:2023:5805).

verstrekken van een lening, waarvan de rentelasten na homologatie de reorganisatiewaarde van de onderneming drukken. Dat de nieuwe aandeelhouder vrijwel altijd een deel van de investering contant moet verstrekken, om de *cash-out* betalingsverplichtingen onder het akkoord na te komen, is wel duidelijk. Verder kan worden afgesproken met de nieuwe aandeelhouder dat ook aanvullend werkkapitaal wordt verschaft, dat de lopende verplichtingen tijdens de WHOA-procedure worden voldaan en/of dat een deel van de koopsom wordt aangewend voor de kosten van de WHOA-procedure zelf.[29] Ook kan met de nieuwe aandeelhouder worden afgesproken dat de kredietfaciliteit wordt afgelost of dat een nieuwe bankgarantie wordt gesteld.[30]

In de casus van het telecombedrijf werden de aandelen voorafgaande aan de WHOA-procedure overgedragen. De schuldenaar bood vervolgens een crediteurenbedrag aan op basis van de draagkracht en bereidheid van de nieuwe aandeelhouders. Ondanks dat het akkoordbedrag niet was gebaseerd op de reorganisatiewaarde van de onderneming, acht de rechtbank dit in de gegeven omstandigheden voldoende. Impliciet lijkt de rechtbank in deze uitspraak de waarde die wordt verkregen door de nieuwe aandeelhouders, geheel los te koppelen van de verdeling van de reorganisatiewaarde.[31]

3.3. *Type investeerder en doel overname*

Het verschilt welk type investeerder gebruikmaakt van de WHOA-acquisitie en met welk doel. In de WHOA-acquisitie van het telecombedrijf was sprake van een concurrerend bedrijf met soortgelijke activiteiten en infrastructuur, dat met de WHOA-acquisitie het behalen van synergievoordelen tot doel had.[32] Ook de nieuwe aandeelhouder in de *zonnepanelen*-uitspraak stapte in met het oogmerk synergievoordelen te behalen.[33] Net als de nieuwe aandeelhouder van de apotheek die op zoek was naar synergievoordelen door overname van een ketenpartner.[34] De nieuwe (indirect) aandeelhouder van de bakkersketen was voorafgaand aan de WHOA-acquisitie al financier van de onderneming.[35] De nieuwe aandeelhouder van ADO Den Haag was een investeerdersgroep van een Amerikaanse miljardair met een focus op sportclubs. Het WHOA-akkoord van MVV Maastricht werd gefinancierd door een groep Maastrichtse ondernemers

29. Zie bijvoorbeeld Rb. Den Haag 7 februari 2023 (ECLI:NL:RBDHA:2023:1272).
30. Rb. Gelderland 3 oktober 2023 (ECLI:NL:RBGEL:2023:5805).
31. Rb. Amsterdam 3 september 2021 (ECLI:NL:RBAMS:2021:6770).
32. Rb. Amsterdam 3 september 2021 (ECLI:NL:RBAMS:2021:6770).
33. Rb. Rotterdam 10 april 2025 (ECLI:NL:RBROT:2025:4555), r.o. 2.3.
34. Rb. Den Haag 7 februari 2023 (ECLI:NL:RBDHA:2023:1272).
35. Rb. Rotterdam 23 februari 2022 (ECLI:NL:RBROT:2022:12200).

die vermoedelijk geen winstoogmerk had bij de verkrijging van de aandelen. Over de investeerders/kopers van de VOF en de runderslachterij is niets bekend.

3.4. *Toetsing WHOA-acquisitie*

Bij de (gedeeltelijke) WHOA-acquisities van het telecombedrijf, de bakkersketen, de VOF, MVV Maastricht en de zonnepanelenonderneming stemden alle klassen in en toetste de rechtbank alleen de algemene afwijzingsgronden. De APR werd dus niet getoetst. Bij de WHOA-acquisitie van ADO Den Haag stemde de zittende aandeelhouder tegen, waardoor sprake was van een tegenstemmende klasse. De zittende aandeelhouder verzocht de rechtbank om het voorliggende akkoord niet te homologeren, omdat er volgens hem een beter alternatief was. Volgens de zittende aandeelhouder was hierdoor sprake van de afwijzingsgrond van art. 384 lid 2 sub i Fw ('andere redenen die zich tegen homologatie verzetten'). De rechtbank ging echter niet inhoudelijk op de bezwaren van de aandeelhouder in, omdat de zittende aandeelhouder niet tijdig had geklaagd.[36] Ook in het WHOA-traject van de apotheek ageerde een aandeelhouder tegen het aangeboden akkoord door het indienen van een zienswijze waarin een alternatieve herstructurering werd gepresenteerd.[37] De rechtbank deed deze zienswijze echter eenvoudig af, door te oordelen dat de zienswijze niet kwalificeerde als afwijzingsverzoek in de zin van art. 384 lid 3 of 4 Fw, en door te stellen dat de alternatieve herstructurering niet voorlag. De rechtbank beperkte zich opnieuw tot bespreking van algemene afwijzingsgronden.

Voor zover bekend, zijn er dus geen uitspraken waarin een WHOA-acquisitie langs de meetlat van de aanvullende afwijzingsgronden van art. 384 lid 4 Fw werd gelegd. Op grond van art. 384 lid 3 Fw kunnen schuldeisers en aandeelhouders die zelf niet met het akkoord hebben ingestemd, verzoeken het akkoord niet te homologeren omdat zij slechter af zijn op basis van het akkoord dan bij een vereffening van het vermogen (het *no-creditor-worse-off*-principe). Op grond van art. 384 lid 4 (sub b) Fw kunnen tegenstemmende belanghebbenden, die zijn ingedeeld in een tegenstemmende klasse, een afwijzingsverzoek doen als (naar hun oordeel) wordt afgeweken van de rangorde (de APR). De toetsing van deze aanvullende afwijzingsgronden zou de nodige duidelijkheid kunnen geven omtrent de voorwaarden waaronder een WHOA-acquisitie kans van

36. Rb. Den Haag 25 februari 2022 (ECLI:NL:RBDHA:2022:1450), r.o. 6.13.
37. Rb. Den Haag 7 februari 2023 (ECLI:NL:RBDHA:2023:1272).

slagen heeft, maar tot heden ontbreekt die verduidelijking.[38] Naast dat het aantal uitspraken over WHOA-acquisities beperkt is, speelt mee dat de gepubliceerde homologatie-uitspraken vaak summier zijn[39] en de achterliggende akkoorden niet inzichtelijk.

4. Aandachtspunten bij een WHOA-acquisitie

Desalniettemin kunnen uit de jurisprudentie voor de zittende aandeelhouder (zie hoofdstuk 2) én de nieuwe aandeelhouder (zie hoofdstuk 3) wel lessen worden getrokken ten behoeve van een WHOA-acquisitie. Allereerst: of de APR nou wel of niet van toepassing is, het is altijd raadzaam dat er een breed draagvlak onder schuldeisers wordt gecreëerd. Hoewel de APR mogelijk niet van toepassing is op een WHOA-acquisitie, kan het risico op een toetsing daarvan worden uitgesloten wanneer er in het geheel geen tegenstemmende klassen zijn (zoals het geval was bij de meeste WHOA-acquisities tot op heden). Bovendien blijkt uit de jurisprudentie dat de voorwaarden waaronder een aandelenbelang wordt verkregen minder zwaar worden getoetst als er breed draagvlak is en er geen tegenstemmende klassen zijn.[40]

Verder is het – zowel om draagvlak te creëren als om een APR-discussie voor te zijn – raadzaam om schuldeisers te overtuigen van het belang van nieuw geld en overdracht van het aandelenkapitaal aan een andere partij. De schuldenaar zal moeten aantonen dat deze financiering niet elders kan worden aangetrokken, noch bij externe financiers, noch bij zittende aandeelhouders. Zeker als de inbreng niet in lijn is met de reorganisatiewaarde, is een goede onderbouwing van de noodzaak van de financiering en van de *market testing* essentieel, evenals argumenten waaruit blijkt welke extra meerwaarde de (nieuwe) aandeelhouder naast kapitaal biedt.

Als er geen beroep op afwijking van de APR wordt gedaan door een schuldeiser, kan de schuldenaar ermee wegkomen dat in het akkoord geen aandacht wordt

38. In de uitspraak van de runderslachterij besprak de rechtbank weliswaar de afwijking van de APR, maar niet in het kader van de verkrijging van aandelen door de nieuwe aandeelhouder. De APR werd besproken in het kader van dwangcrediteuren die integraal onder het akkoord werden voldaan, zie Rb. Gelderland 4 december 2023 (ECLI:NL:RBGEL:2023:7127).
39. Zie R.J. de Weijs, 'WHOA: 'de slechte vs de goede brief' en het belang van meer inzichtelijke WHOA-rechtspraak', *TvI* 2025/11.
40. Zie verderop in hoofdstuk 4.2 waaruit volgt dat afwijking van de APR tot op heden niet is getoetst in WHOA-acquisities. Meer in het algemeen over de toetsing van het akkoord bij een breed draagvlak, zie Rb. Rotterdam 13 maart 2023, ECLI:NL:RBROT:2023:3091, r.o. 6.4.

besteed aan het aandelenbelang.[41] Om *deal certainty* te vergroten doet de schuldenaar er echter goed aan een en ander uitgebreid toe te lichten. Dit zowel met als doel om een schending van de algemene informatieplicht van art. 375 Fw te voorkomen,[42] als voor de situatie wanneer er toch sprake is van een tegenstemmende klasse en een schuldeiser zich op de afwijking van de APR beroept.

Schuldeisers zullen vinden dat de nieuwe aandeelhouder fors moet betalen: hij koopt met zijn inbreng immers de aandelen van een in beginsel schuldenvrije onderneming met een waarde gelijk aan de reorganisatiewaarde, die door de herstructurering juist kan worden gerealiseerd. De vraag is welk niveau van nieuw geld voldoende is om de schuldeisers te overtuigen dat het aandelenbelang tegen een 'eerlijke prijs' wordt verkregen. De hoogte van het in te brengen kapitaal zal een gevolg zijn van onderhandelingen, waarbij het uiteindelijk essentieel is dat er ten minste één *in-the-money*-klasse voorstemt. Daarbij zullen schuldeisers mogelijk belang hechten aan de vraag of andere partijen bereid waren een hoger bedrag te investeren of tegen gunstigere voorwaarden. De schuldenaar kan de schuldeisers hiervan overtuigen door te laten zien dat hij een rondje langs de velden heeft gemaakt, waaruit blijkt dat de voorwaarden van de nieuwe aandeelhouder redelijk zijn. Zo bezien, zijn de voorwaarden waaronder de nieuwe aandeelhouder het aandelenbelang kan verwerven, gelijk aan die van de *new value exception* waar ook sprake was van *market testing*.

Toch is de toets net anders. Bij toetsing van de APR gaat het erom dat het belang moet zijn verkregen tegen marktconforme voorwaarden. Wordt de toetsing van de APR buiten beschouwing gelaten, dan hoeven die voorwaarden onzes inziens niet marktconform te zijn, in de zin dat in vergelijkbare transacties dezelfde prijs wordt betaald en de inbreng 'in redelijke verhouding staat tot de waarde die wordt verkregen of behouden'.[43] Slechts van belang is dat er geen andere partij bereid is geweest de financiering te verstrekken. Relevant in dit kader is dat de nieuwe aandeelhouder aantoont dat het nieuwe kapitaal de *sine qua non*

41. Zie bijvoorbeeld de uitspraak van de Rb. Midden-Nederland van 4 maart 2025 (ECLI:NL:RBMNE:2025:932) waarin de rechtbank vaststelt dat niet in het akkoord is opgenomen waarom de aandeelhouder buiten het akkoord valt maar de rechtbank dit niet als materieel gebrek beschouwt omdat verzoekster alsnog ter zitting heeft toegelicht dat de aandeelhouder aanvullende financiering verstrekt.
42. Zie R.J. de Weijs, 'WHOA: 'de slechte vs de goede brief' en het belang van meer inzichtelijke WHOA-rechtspraak', *TvI* 2025/11, waarin De Weijs betoogt dat een schuldenaar op grond van de informatieverplichtingen ex art. 375 Fw inzichtelijk moet maken hoeveel waarde er bij de oude aandeelhouder 'achterblijft'.
43. Rb. Midden-Nederland 12 april 2023 (ECLI:NL:RBMNE:2023:1773).

is voor de realisatie van de herstructurering.[44] Daarbij kan de nieuwe aandeelhouder aanvoeren dat het geld verstrekt wordt in een risicovolle setting en dat hij daarvoor beloond wil worden. Orbán concludeert in dat verband dat de vraag wanneer de beloning voor de aandeelhouder te gortig wordt, geen abstract antwoord kent.[45] Er moet een evenwichtige waardeverdeling zijn tussen de nieuwe en de bestaande kapitaalverschaffers, maar wanneer daar sprake van is, is in elke casus weer anders. Dat maakt dat er – in onze ogen – situaties denkbaar zijn waarin een aandelenbelang wordt verkregen tegen 'oneerlijke' of 'niet-marktconforme voorwaarden', maar een dergelijk akkoord toch de homologatietoets kan doorstaan, simpelweg omdat geen andere partijen bereid zijn geweest te investeren. Het alternatief voor toestaan is immers faillissement, waarbij alle belanghebbenden minder goed af zijn.

5. De WHOA-acquisitie als kans

Hoewel voorzichtigheid geboden is nu de rechtspraak zich nog niet expliciet heeft uitgesproken over de toetsing van de APR in een WHOA-acquisitie en er bovendien onzekerheid heerst over de *new value exception*, zien wij de WHOA-acquisitie als een kans voor professionele investeerders.

Indien immers de APR niet van toepassing is, hoeft de inbreng van de nieuwe aandeelhouder niet noodzakelijk een marktconforme tegenprestatie te zijn. Zelfs als de inbreng van de nieuwe kapitaalverschaffer vele malen lager is dan de *equity value* die hij verkrijgt, zou een akkoord de homologatietoets kunnen doorstaan. Dat zou betekenen dat de inbreng niet noodzakelijk marktconform hoeft te zijn, dan wel substantieel.[46] Dit maakt de homologatietoets minder zwaar en draagt bij aan de slagingskans van het akkoord. Uiteraard dient het akkoord(proces) wel aan de overige vereisten voor homologatie van een akkoord te voldoen, zoals het *no-creditor-worse-off*-principe[47], de informatieverplichtingen en overige algemene uitgangspunten van de WHOA. Ook moet het akkoord de goedkeuring dragen van een meerderheid van de stemgerechtigde crediteuren in hun respectievelijke klassen.

44. G.A.C. Orbán, 'Nieuw geld en de WHOA', *TvI* 2025/25.
45. G.A.C. Orbán, 'Nieuw geld en de WHOA', *TvI* 2025/25.
46. Het ligt voor de hand dat de inbreng wel i) nieuw ii) op geld waardeerbaar ii) voor de reorganisatie noodzakelijk dient te zijn.
47. Op grond van artikel 384 lid 3 Fw mag geen van de crediteuren slechter af zijn bij het akkoord dan in een faillissementsscenario.

Naast het bedingen van een interessante overnameprijs, kan de nieuwe aandeelhouder de overname inrichten op voor hem gunstige voorwaarden. Zo biedt de WHOA-acquisitie de mogelijkheid om een groep aandeelhouders die niet wil investeren middels de WHOA uit te stoten (ook bijvoorbeeld als de nieuwe aandeelhouder al een deel van het aandelenkapitaal houdt).[48] Denk aan aandeelhouders die met elkaar overhoopliggen. De (nieuwe) aandeelhouder hoeft niet met alle individuele partijen te onderhandelen over aandelenbelangen (waarbij *hold-out*-posities een rol kunnen spelen) en hoeft geen rekening te houden met *drag-along*- en *tag-along*-rechten[49] uit aandeelhoudersovereenkomsten en statuten. Er is slechts nodig dat de zittende aandeelhouders niet meer of hetzelfde willen investeren, de nieuwe aandeelhouder dat wél wil, het bestuur van de schuldenaar achter het voorgenomen plan staat en er voor dat plan een breed draagvlak onder de schuldeisers is.

Gelet op de jurisprudentie liggen er dus kansen voor investeerders die middels de WHOA een aandelenbelang willen verkrijgen. Wij zijn van mening dat deze kansen met name interessant zijn voor private-equitypartijen, die geneigd zijn hogere risico's te nemen om een hogere opbrengst te genereren.

6. Private equity en de WHOA-acquisitie

6.1. *Wie of wat is 'private equity'?*

Private-equitymaatschappijen (ook wel: private equity) investeren in, of doen overnames van, niet-beursgenoteerde, doorgaans MKB-bedrijven met een groeipotentieel (het portfoliobedrijf). Dat wordt gedaan door vreemd vermogen te combineren met risicodragend eigen vermogen, welk vermogen wordt aangetrokken bij beleggers, institutionele investeerders en vermogende particulieren. Het doel van private equity is het creëren van meer aandeelhouderswaarde bij het portfoliobedrijf, waarna het belang in het portfoliobedrijf weer wordt verkocht.[50] Hiermee wordt beoogd een optimaal financieel rendement op het ge-

48. Zie Rb. Amsterdam 19 juli 2024 (ECLI:NL:RBAMS:2024:4423 en ECLI:NL:RBAMS:2024:4424).
49. Bepalingen in de aandeelhoudersovereenkomst op grond waarvan de aandeelhouder die zijn aandelen wil verkopen zijn medeaandeelhouder(s) kan verplichten hun aandelen ook te verkopen (drag-along) of een minderheidsaandeelhouder, wanneer een medeaandeelhouder zijn aandelen wil verkopen aan een derde, het recht krijgt zijn aandelen mee te verkopen aan de derde onder dezelfde voorwaarden (tag-along).
50. D.W. Stuijt, 'Vertegenwoordiging van private equity in Nederlands portfoliobedrijven', *MvO* 2024/10-11.

investeerde vermogen te behalen.[51] Het aandelenbezit in een portfoliobedrijf is doorgaans tijdelijk van aard. Het rendement wordt gerealiseerd bij de 'exit'. De *exit* is het moment waarop de private-equitymaatschappij haar investering verzilvert en zodoende het belangrijkste moment voor het behalen van rendement.[52]

Het aantal Nederlandse private-equity- en venture-capitalmaatschappijen is minstens 140.[53] Daarnaast zijn er nog tal van buitenlandse private-equitymaatschappijen die deelnemen in Nederlandse bedrijven.

6.2. *Drijfveren en strategieën*

Zoals besproken is een belangrijk kenmerk van private equity dat verkoop van het aandelenbelang op termijn het uitgangspunt is. Voor de meeste private-equity-investeringen geldt een looptijd van vijf tot zeven jaar[54], maar ook langere termijnen komen voor. Daarnaast volgt private equity verschillende strategieën om waarde bij de onderneming waarin het aandelenbelang is gekocht te creëren. Overname van een aandelenbelang door private equity gaat vaak gepaard met het realiseren van operationele verbeteringen. Ook kunnen niet-kernactiviteiten worden afgestoten, kan de onderneming worden gesplitst of wordt overgegaan tot a*sset-stripping* (het verkopen van delen en/of activa van de onderneming in fases). Een belangrijk uitgangspunt bij private-equity-investeringen is het moment waarop een aandelenbelang in een onderneming wordt verkregen (*market timing*) waarbij het doel is om een ondergewaardeerde onderneming of een deel van de activa daarvan over te nemen en op het juiste moment te verkopen. Private equity volgt ook *buy-and-build*-strategieën waarbij men de onderneming naar een grotere markpositie wil brengen door het opkopen van concurrenten op de markt en die samen te voegen tot één onderneming. Ten slotte kan ook

51. J.P. Kolkman, 'Enige aspecten van exit en liquidatiepreferentie bij private equity investeringen', *TOP,* 2010/4.
52. J.P. Kolkman, 'Enige aspecten van exit en liquidatiepreferentie bij private equity investeringen', *TOP* 2010/4.
53. Private equity onderscheidt zich van venture-capital-investeerders in de zin dat venture-capital-investeerders zich richten op kleine en startende ondernemingen, terwijl private equity meer gericht is op volwassen middelgrote ondernemingen. Private equity en venture capital in Nederland laten zich vertegenwoordigen door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP). De NVP heeft volgens haar website 140 volwaardige leden. Het is niet geheel duidelijk hoeveel van haar leden de NVP als private equity kwalificeert, los van de vraag dat het verschil tussen private equity en venture capital soms fluïde is. Daarnaast zijn er Nederlandse private-equitymaatschappijen die niet aangesloten zijn bij de NVP.
54. Juha Joenväärä, Juho Mäkiaho, Sami Torstila, 'The Journal of Alternative Investments, Summer 2022, 25 (1) 65 – 93, Prolonged Private Equity Holding Periods: Six Years Is the New Normal'.

het optimaal benutten van belastingvoordelen (*financial engineering*) leiden tot waardestijging van de onderneming.

6.3. *Private equity en de WHOA tot nu toe*

Zoals eerder beschreven in dit artikel zijn er nog weinig WHOA-acquisities bekend, laat staan WHOA-acquisities waarbij private equity betrokken was. Van de elf (volledige of gedeeltelijke) WHOA-acquisities die wij hebben bestudeerd, kan van het merendeel worden uitgesloten dat het private equity betrof.[55] Dit is opvallend, omdat het totaal aan private-equity-investeringen in Nederland hoog is: volgens cijfers van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) heeft private equity (binnenlandse én buitenlandse fondsen) in 2024 in 212 Nederlandse bedrijven geïnvesteerd, middels 297 investeringen, voor in totaal € 6,5 miljard.[56] Het ligt voor de hand dat deze investeringen zich ook vertalen in WHOA-acquisities, maar dat lijkt – op basis van het jurisprudentieonderzoek – niet het geval.

Uit cijfers van de NVP volgt dat private equity ook niet erg genegen is te investeren in noodlijdende ondernemingen.[57] Een voorbeeld van private equity in de WHOA is de financiële herstructurering van een groep sportscholen uit 2021.[58] In deze uitspraak verstrekte een zittende private-equity-aandeelhouder een aanvullende liquiditeit van € 4 miljoen, tegen wijziging van de financieringsvoorwaarden van twee vreemdvermogensverschaffers. De uitspraak laat zien dat zittende private equity gebruikmaakt van de WHOA, maar biedt verder weinig

55. Gelet op de beperkte informatie over de investeerders in de uitspraken hebben wij in circa zes gevallen kunnen uitsluiten dat het private equity betrof, maar voor het overige niet kunnen nagaan of sprake was van een private-equitymaatschappij.
56. 95% van deze investeringen kwalificeren volgens de NVP als buy-out-investeringen: 'Financing provided to acquire a company' en groeikapitaalinvesteringen: 'a type of private equity investment (often a minority investment) in relatively mature companies that are looking for primary capital to expand and improve operations or enter new markets to accelerate the growth of the business)'. Een WHOA-acquisitie zou onder beide investeringstypen kunnen worden geschaard.
57. Volgens de NVP heeft in 2024 in slechts drie (van de 212) bedrijven een investering plaatsgevonden die kwalificeert als 'Rescue/Turnaround': 'Financing made available to an existing business, which has experienced financial distress, with a view to re-establishing prosperity', zie nvp.nl/feiten-cijfers/marktcijfers/investeringen/.
58. Rb. Amsterdam 3 november 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6522.

houvast voor private equity die middels een WHOA-acquisitie een aandelenbelang wil verwerven.[59]

6.4. *Kansen voor private equity*

Voor private equity gelden de evidente voordelen van een WHOA-acquisitie die voor iedere investeerder gelden. Te denken valt aan het feit dat met de WHOA-acquisitie de geïnteresseerde private-equitymaatschappij het volledige aandelenbelang in handen krijgt en hierbij geen rekening hoeft te houden met de belangen van zittende aandeelhouders. De verkrijging van aandelen is bovendien aantrekkelijk, omdat de private-equitymaatschappij een belang in een onderneming verkrijgt waarbij een groot deel van de schulden zal zijn gesaneerd. De WHOA-acquisitie sluit aan bij gangbare private equity-strategieën waarbij ondergewaardeerde ondernemingen – in dit geval onder andere vanwege een hoge schuldenlast – op een gunstig moment worden verkregen en later kunnen worden verkocht. Het is de gebruikelijke werkwijze van private equity dat allereerst een aandelenbelang wordt verkregen c.q. wordt geïnvesteerd en vervolgens (operationele) maatregelen worden doorgevoerd om de onderneming meer waard te laten worden. Met de WHOA-acquisitie slaat private equity twee vliegen in één klap. De investering en verkrijging van het aandelenbelang gaan immers hand in hand met het creëren van waarde door een sanering van de schuldenlast.

Deze combinatie van verkrijging van aandelen en het gelijktijdig creëren van waarde komt ook tot uiting in andere kansen die de WHOA biedt. Vaak gaat de financiële herstructurering gepaard met een operationele herstructurering, die noodzakelijk is voor de levensvatbaarheid van de onderneming en onderdeel dient te zijn van het WHOA-traject (zie art. 375 lid 2 sub e Fw). Private equity heeft veel ervaring met de maatregelen die kunnen bijdragen aan een financieel gezondere onderneming.

Private equity investeert doorgaans in MKB-bedrijven in het hogere segment. Dit is ook het type bedrijven dat zich goed leent voor een WHOA-acquisitie. Dit type bedrijven is groot genoeg om de kosten en tijdsinvestering die met

59. In zijn annotatie bij het arrest over de sportschoolketen (*JOR* 2022/103 bij Rb. Amsterdam 3 november 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:6522) werpt ook Salah de vraag op in hoeverre deze uitspraak een blauwdruk biedt of kan bieden voor toekomstige herstructureringen waarin private equity bereid is aanvullende liquiditeit te bieden om een onderneming te redden. Voor zover wij weten heeft de uitspraak echter geen navolging gekregen in het scheppen van een kader voor specifiek private-equity-investeringen.

een WHOA-procedure gepaard gaan te kunnen dragen. Tegelijkertijd valt er een winst te behalen bij het reorganiseren van de schulden. Daarbij zal een bedrijf aantrekkelijk zijn als er door middel van een operationele reorganisatie waarde valt te creëren, of het bedrijf past in een portfolio van gelijksoortige bedrijven (bijvoorbeeld als *add-on* in een *buy-and-build*-strategie). Ten slotte biedt ook de mogelijkheid in de WHOA-wetgeving om bezwarende overeenkomsten te beëindigen kansen voor private equity, omdat hiermee al direct na het doorlopen van de WHOA-sanering een gezondere onderneming wordt gerealiseerd.

Niet zelden stranden in de kern kansrijke WHOA-akkoorden, omdat de financiering uiteindelijk niet rond wordt gekregen. In dat kader is de slagkracht van private equity interessant voor schuldenaren die moeite hebben de lopende kosten of de kosten van de WHOA-procedure te voldoen, maar waarvan de onderneming – na sanering – weer levensvatbaar zal zijn.

Een private-equitymaatschappij die als nieuwe aandeelhouder een aandelenbelang verkrijgt, heeft in beginsel weinig te verliezen. Als het WHOA-traject niet slaagt en de onderneming failleert, hoeft het de private-equitymaatschappij niet veel te kosten, de aandelen worden immers pas verkregen na homologatie. Als de WHOA-acquisitie slaagt, zit de private-equitymaatschappij echter op de eerste rij. Zoals eerder opgeworpen, is het ook zeer de vraag of de waarde die met een WHOA-acquisitie wordt verkregen, in verhouding moet staan tot de investering die wordt gedaan door middel van het financieren van het voor het akkoord benodigde bedrag. Mits er breed draagvlak is onder de schuldeisers, kan de private-equity-investeerder gunstige voorwaarden voor zichzelf bedingen.

Natuurlijk zijn de risico's ook groter dan bij een investering in een niet-noodlijdende onderneming, nu de aandelen worden verworven in een voorheen insolvente vennootschap, maar de potentiële opbrengsten zijn eveneens hoger. Dat zou bij het profiel van private equity kunnen passen.

7. Conclusie

Naar onze mening laten investeerders de mogelijkheid om via een WHOA-acquisitie een vennootschap te verkrijgen nog te vaak onbenut. Zeker aan private-equitypartijen, die als kerndoelstelling hebben om bedrijven te verkrijgen met het oogmerk om daar een waardesprong mee te realiseren, lijken kansen voorbij te gaan.

Hoewel in dit artikel is beschreven dat het juridisch kader voor een WHOA-acquisitie nog verre van uitgekristalliseerd is, menen wij dat er goede gronden

zijn om te beargumenteren dat de APR niet van toepassing is op de nieuwe aandeelhouder. Dit biedt kansen voor nieuwe investeerders omdat de inbreng door de nieuwe financier/aandeelhouder niet in redelijke verhouding hoeft te staan tot het aandelenbelang dat wordt verkregen. Ook in het geval deze waarde evident niet in verhouding staat, maar er simpelweg geen andere partijen bereid zijn om verder te investeren, hoeft dit de homologatie van het akkoord niet in de weg te staan. Dit laatste zal wel door de schuldenaar aannemelijk moeten worden gemaakt en doet ook niet af aan het uitgangspunt dat het aangeboden akkoord wel 'redelijk' moet zijn. Dat neemt echter niet weg dat hier een zekere ruimte zit voor investeerders, waaronder niet in de laatste plaats private-equitypartijen.