

University of Groningen

Het pre-insolventieakkoord

Tollenaar, Nicolaes

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version

Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:

2016

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

Tollenaar, N. (2016). *Het pre-insolventieakkoord: grondslagen en raamwerk*. Rijksuniversiteit Groningen.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.



rijksuniversiteit
groningen

Het pre-insolventieakkoord

Grondslagen en raamwerk

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor aan de
Rijksuniversiteit Groningen
op gezag van
rector magnificus prof. dr. E. Sterken
en volgens besluit van het College voor Promoties.

De openbare verdediging zal plaatsvinden op
donderdag 1 december 2016 om 11:00 uur

door

Nicolaes Wilhelm Anton Tollenaar

geboren op 28 november 1973
te Pretoria, Zuid-Afrika

Promotores

Prof. mr. dr. F.M.J. Verstijlen
Prof. dr. O. Couwenberg

Beoordelingscommissie

Prof. mr. dr. S.C.J.J. Kortmann
Prof. mr. dr. R.D. Vriesendorp
Prof. dr. W.G.M. Holterman

Voorwoord

Kredietverlening is de motor van economische activiteit en banencreatie. Het vereist een juridisch instrumentarium dat de kredietverlener zo veel mogelijk in staat stelt terugbetaling te bewerkstelligen wanneer de schuldenaar daartoe niet in staat of bereid is. Zonder zulk een instrumentarium zal geen zakelijke kredietverlener zich aan kredietverlening wagen. Voor de kredietverlener bestaat dit instrumentarium primair uit het zekerheden- en insolventierecht. Hoe beter en hoe efficiënter dit instrumentarium functioneert, hoe ruimer de beschikbaarheid en hoe lager de kosten van krediet. In haar *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes* uit 2015 merkt de Wereldbank op:

“Greater access to finance for firms and individuals plays a critical role in promoting inclusive development. If finance is the circulatory system of our economy, credit is the lifeblood that flows through that circulatory system, ensuring that businesses can innovate, develop and grow. Indeed, businesses that have greater access to finance are more likely to retain and hire employees. The ICR Principles support a sound insolvency and creditor/debtor rights (ICR) framework, which is crucial to promoting access to finance because it provides a predictable, transparent and efficient framework to resolve debts in the context of business distress or failure. As part of a country’s broader credit infrastructure, ICR systems – together with legal and regulatory frameworks for secured transactions over moveable collateral and credit information – reduce information asymmetries and allow lenders to accurately price risk. This results in greater abundance of credit, available at lower costs. In a world where businesses in 71 percent of countries report access to finance as their biggest constraint to growth and where the global credit gap is in excess of US \$ 2 trillion, this is crucial for development.”¹

Er bestaat op dit moment binnen Europa een ontwikkeling die aanspoort tot de invoering van herstructureringsprocedures die tot doel hebben om levensvatbare ondernemingen te redden en formele liquidatieprocedures te voorkomen.

Bij het beschouwen en inrichten van een herstructureringsprocedure stapt men gemakkelijk in de valkuil om een herstructureringsprocedure te zien als een rehabilitatie-instrument dat het belang dient van de schuldenaar, die veelal het belang dient van de aandeelhouder, bij het voorkomen van vereffening. Deze zienswijze zou bij de inrichting ertoe kunnen leiden dat crediteuren te weinig controle over het proces krijgen en dat de schuldenaar bedoeld of

¹ World Bank, *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes*, Revised 2015, p. iii.

onbedoeld de mogelijkheid krijgt om crediteuren te zeer in de uitoefening van hun (collectieve) verhaalsrechten te beknotten. Dit zou een averechts effect op het vertrouwen in de kredietverleningsinfrastructuur kunnen hebben.

De nieuwe generatie herstructureringsprocedures behoren crediteuren in de uitoefening van hun verhaalsrechten niet te belemmeren, maar juist in staat te stellen hun verhaalsrechten op een alternatieve, betere wijze uit te oefenen dan met de thans bestaande formele insolventieprocedures het geval is.

Door een herstructureringsprocedure in te richten als een systeem dat ten dienste van de crediteuren staat, is het redden van levensvatbare bedrijven in nood evengoed of zelfs beter te realiseren dan als het instrument wordt ingericht ten dienste van de schuldenaar en wordt tegelijkertijd het vertrouwen in de kredietverleningsinfrastructuur en het financieringsklimaat in het algemeen bevorderd.

Het pre-insolventieakkoord is een verschijningsvorm van insolventierecht en is er daarmee voor de crediteuren. Het belang dit te bewaken, is een drijfveer bij het schrijven van dit boek geweest.

Ik ben vele mensen voor hun steun bij het schrijven van dit boek erkentelijk. Jako van Hees heeft de eerste versie van het manuscript gelezen, heeft mij aangeraden er een dissertatie van te maken en is gedurende het gehele traject een bron van aanmoediging en nuttige adviezen geweest. De begeleiding van mijn promotores, Frank Verstijlen en Oscar Couwenberg, heeft inhoudelijk wezenlijk bijgedragen. Zonder inhoudelijk te sturen maar door gedecideerd kritisch door te blijven vragen, heeft Frank mij gedwongen mijn standpunten nader te onderbouwen en verder uit te werken. Dit heeft tot een substantiële kwaliteitsverbetering geleid. Het heeft ook tot ruim een verdubbeling van de omvang van het manuscript geleid. Ik heb Frank's inhoudelijk-kritische opstelling altijd gewaardeerd, maar deze onder de tijdsdruk niettemin weleens vervloekt. Oscar Couwenberg, die een achtergrond heeft in corporate finance, heeft als mijn geweten gediend op de financieel-economische onderwerpen en heeft mijn inzicht op een aantal belangrijke onderdelen, zoals de behandeling van optiewaarde, verrijkt. Dank gaat voorts uit naar de personen die de lijkige latere versie van het manuscript hebben doorgelezen en mij van hun waardevolle commentaar hebben voorzien. Naast mijn kantoorgenoten Jako van Hees en Esther Oppedijk van Veen zijn dit geweest Ilona Wolfram – van Doorn, Anne Mennens en Marie-Christine Schröder-Van Waes. Ik heb daar veel aan gehad. Leonie Wouters heeft mij veel werk aan het notenapparaat en de literatuurlijst uit handen genomen. Ik ben verder

dankbaarheid verschuldigd aan Bas Kortmann, Reinout Vriesendorp, en Wim Holterman voor hun bereidheid in de beoordelingscommissie zitting te nemen.

Dit project zou niet mogelijk zijn geweest zonder de achterliggende kracht van RESOR. De bijzondere filosofie, de cultuur en de doelstellingen van RESOR scheppen een stimulerende omgeving die de ruimte en energie geeft om de in de praktijk opgedane ervaring en inzichten rechtswetenschappelijk vorm te geven.

Tot slot is voor dit project onmisbaar geweest de niet-aflatende steun van mijn echtgenote Miriam. Met een voltijds baan en de zorg voor vier kinderen heeft zij alle lasten op haar schouders genomen en mij maximaal vrijgespeeld om aan het boek te kunnen werken terwijl zij vrolijk bleef als altijd. Ik had haar dat niet na kunnen doen en draag het boek met liefde aan haar op.

Bentveld, zondag 16 oktober 2016

Aan Miriam

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord

1. Inleiding en probleemstelling

- 1.1 Afbakening en terminologie: het pre-insolventie- of zelfstandig dwangakkoord
- 1.2 Oude wetgevingsinitiatieven
- 1.3 Nieuwe wetgevingsinitiatieven
- 1.4 Probleemstelling en plan van behandeling

2. De rechtvaardigingsgrond en het doel van faillissementsrecht

- 2.1 Inleiding
- 2.2 *Creditors' bargain theory*
- 2.3 Het *common pool* probleem
- 2.4 Het probleem van de *anticommons*
- 2.5 Het doel van faillissementsrecht volgens de *creditors' bargain theory*
- 2.6 Beperkingen en verfijning van het model
 - 2.6.1 *Theory of Justice* van John Rawls
 - 2.6.2 Een *creditors' bargain* of een sociaal contract tussen alle onderdanen?
 - 2.6.3 Het "*ex ante hypothetical bargain*" model geeft geen inhoudelijke richting
 - 2.6.4 Alle betrokkenen moeten met het systeem erop vooruit gaan
 - 2.6.5 Pareto efficiëntie
 - 2.6.6 "*Cash*" versus "*non-cash*" en de *creditors' bargain*
 - 2.6.6.1 Het waarborgen van het recht op "*cash*" volgens Jackson en Baird
 - 2.6.6.2 Het verschil tussen "*cash*" en "*non-cash*"
 - 2.6.6.3 Crediteuren hebben specifiek recht op "*cash*"
 - 2.6.6.4 Inbreuk op recht op "*cash*" niet te rijmen met de *creditors' bargain*
- 2.7 Verschillende governance modellen in collectieve procedure denkbaar

3. De rechtvaardigingsgrond en het doel van een zelfstandig dwangakkoord

- 3.1 Korte omschrijving van het dwangakkoord in de voorgestane conceptuele vorm
- 3.2 Een afwijkende wijze van geldend making van rechten
- 3.3 Rechtvaardigingsgrond voor een afwijkende wijze van liquidatie: hogere prijs
- 3.4 Rechtvaardigingsgrond voor een herstructurering

- 3.4.1 Herstructureren is uitkeren in een andere vorm dan contanten
- 3.4.2 Inleiding vooraf: de begrippen marktwaarde en executiewaarde
 - 3.4.2.1 Het verschil tussen “prijs” en “waarde”
 - 3.4.2.2 Marktwaarde (*fair market value*)
 - 3.4.2.3 Executie- of liquidatiewaarde
- 3.4.3 Waarom herstructureren in plaats van liquideren?
 - 3.4.3.1 *Going concern* versus *piecemeal* verkoop – geen goede reden
 - 3.4.3.2 Schade bij *going concern* activatransactie – geen goede reden
 - 3.4.3.3 Reden: voorkomen van de afslag die inherent is aan executieverkoop
- 3.4.4 Wie gaat erop achteruit?
- 3.4.5 Het wettelijk liquidatiesysteem als het initieel referentiekader
 - 3.4.5.1 Argumenten voor een herstructurering als initieel referentiekader
 - 3.4.5.2 Liquidatie is de kern van de effectuering van verhaalsrechten
 - 3.4.5.3 Liquidatie bevordert een objectieve en efficiënte verdeling
 - 3.4.5.4 Uitkering in natura tegen marktwaarde verstoort rangorde
 - 3.4.5.5 Executie uitgangspunt, herstructurering vereist nadere waarborgen
- 3.4.6 Democratische legitimatie
- 3.4.7 Randvoorwaarden indien democratische legitimatie ontbreekt
 - 3.4.7.1 Aanspraak op aandeel in liquidatiewaarde in contanten
 - 3.4.7.2 Aanspraak op aandeel in reorganisatiewaarde conform rang
 - 3.4.7.3 Omvang reorganisatiewaarde: welke waarderingsstandaard?
 - 3.4.7.4 De combinatie van de twee randvoorwaarden
- 3.5 Geen saneringsinstrument maar verhaalsinstrument
- 3.6 Geen toepassing buiten insolventie
 - 3.6.1 Buiten insolventie instemming van de schuldenaar-vennootschap vereist
 - 3.6.2 Buiten insolventie unanieme instemming *out of the money* partijen nodig
 - 3.6.3 Buiten insolventie ook unanieme instemming *in the money* partijen nodig
- 3.7 De financiële toestand van pre-insolventie (is gelijk te stellen aan insolventie)

4. Akkoordbesluitvorming: een democratisch én een judicieel element

- 4.1 Het insolventie-akkoord: een democratisch én een judicieel element
- 4.2 Voordelen van democratische besluitvorming
 - 4.2.1 Draagvlak en zelfbeschikkingsmacht
 - 4.2.2 Democratisch systeem maakt herstructurering mogelijk
 - 4.2.3 “*Deal certainty*” door overeenkomst met vereiste meerderheid
 - 4.2.4 Andere genoemde voordelen

- 4.3 Democratische besluitvorming bij een akkoord: het stemmen in klassen
 - 4.3.1 De ratio van het stemmen in klassen
 - 4.3.2 Vergelijking van oude en nieuwe rechten, niet belangen
 - 4.3.3 Representativiteit van het stemgedrag (belangenconflicten)
 - 4.3.4 Wat zijn vergelijkbare rechten?
 - 4.3.5 Indeling van geseceerde crediteuren
 - 4.3.6 Democratische binding slechts binnen een klasse, niet tussen klassen
 - 4.3.7 Wanneer is een akkoord “aangenomen” of “verworpen”?
- 4.4 Rechtskarakter van het dwangakkoord in de voorgestane conceptuele vorm

5. Enkele opmerkingen over waardering en waarderingsterminologie

- 5.1 Herstructureren is waarden
- 5.2 Het doel van de waardering
- 5.3 Het onderwerp van de waardering
- 5.4 De waarderingspremissie
- 5.5 De waarderingsstandaard
- 5.6 De waarderingsmethode
- 5.7 Afslagen en premies wegens incurantheid en controle
- 5.8 De waarderingsdatum
- 5.9 Overige gehanteerde begrippen
 - 5.9.1 Activawaarde
 - 5.9.2 Kasstroomwaarde
 - 5.9.3 *Going concern* waarde
 - 5.9.4 Goodwill
 - 5.9.5 Ondernemingswaarde of *Enterprise Value*
 - 5.9.6 Reorganisatiewaarde
 - 5.9.7 Liquidatie- of executiewaarde
 - 5.9.8 Marktwaaarde (*fair market value*)
 - 5.9.9 Optiewaarde
 - 5.9.10 *In en out of the money*
 - 5.9.11 “Senior” en “junior” versus “geseceerd” en “ongeseceerd”

6. Hoofdpijnen van de Amerikaanse *Chapter 11* akkoordprocedure

- 6.1 Karakter van de Amerikaanse *Chapter 11* procedure
- 6.2 Hervorming van de *Chapter 11* procedure: het ABI rapport

- 6.3 Geen insolventietoets voor de schuldenaar, wel voor een derde
- 6.4 *Automatic stay*
- 6.5 Wie kan een akkoord aanbieden?
- 6.6 Wie kan het akkoord binden?
- 6.7 Stemmen in klassen
- 6.8 Mogelijke inhoud van het akkoord
- 6.9 Lopende overeenkomsten
- 6.10 *Disclosure and solicitation* – “*pre-packaged plans*”
- 6.11 *Acceptance* - wanneer is het akkoord aangenomen?
- 6.12 *Consensual* en *non-consensual plans*
- 6.13 *Confirmation* criteria voor alle akkoorden: *best interests* en *feasibility test*
- 6.14 Additionele criteria voor *cram down* van tegenstemmende klassen
 - 6.14.1 Geen *unfair discrimination* tussen klassen van dezelfde rang
 - 6.14.2 *Fair and equitable treatment* tegenstemmende gecureerde klassen
 - 6.14.3 *Absolute priority rule* voor de overige tegenstemmende klassen
 - 6.14.3.1 Inhoud van de *absolute priority rule*
 - 6.14.3.2 Aanspraak op reorganisatiewaarde
 - 6.14.3.3 Geleidelijke afzwakking
 - 6.14.4 *Gifting*
 - 6.14.5 *New value exception*
- 6.15 Hoger beroep tegen *confirmation order*: *mootness doctrine*
- 6.16 Kritiek op het Amerikaanse systeem
 - 6.16.1 Kosten en omvang rechterlijke betrokkenheid
 - 6.16.2 Duur van de *automatic stay*
 - 6.16.3 *Exclusivity period*
 - 6.16.4 Verplichte voorafgaande goedkeuring van *disclosure statement*
 - 6.16.5 *Best interests* en *feasibility test* dure schijnwaarborg
 - 6.16.6 *Absolute priority rule*: geeft zijn eigen strekking verhold en onzuiver weer
 - 6.16.7 *Cram down* vormt inbreuk op recht op contanten (executie)
 - 6.16.8 Crediteurencontrole via DIP-financing

7. Hoofdpijnen van de Engelse *scheme of arrangement*

- 7.1 Algemene kenmerken
- 7.2 De procedure op hoofdpijnen
- 7.3 Mislukte hervorming van de *scheme of arrangement* procedure
- 7.4 Mogelijk inhoud – geen volledige ontneming van rechten

- 7.5 *Explanatory statement*
- 7.6 Wie is bevoegd een *scheme of arrangement* aan te bieden?
- 7.7 Wie kan een *scheme of arrangement* binden?
- 7.8 Stemmen in klassen
- 7.9 Stemmen door *bondholders*
- 7.10 Wanneer is een *scheme of arrangement* aangenomen?
- 7.11 Sanctioning - alleen mogelijk als *scheme* is aangenomen
 - 7.11.1 Overzicht van de criteria
 - 7.11.2 Voldaan aan de formele vereisten en de definitie van “*arrangement*”
 - 7.11.3 *Fairly represented*
 - 7.11.4 Beoordeling commerciële inhoud – primaat van *creditor democracy*
 - 7.11.5 Geen *blot*
- 7.12 *Cram down* van *out of the money* klassen bereikt via *transfer scheme*
- 7.13 *In of out of the money* – op basis van welke waardering?
- 7.14 Hoger beroep tegen *sanction order*
- 7.15 Kritiek op het Engelse systeem
 - 7.15.1 Kosten en formaliteiten van de procedure
 - 7.15.2 Ontbrekende minimale voorzieningen
 - 7.15.3 Onwenselijke restrictie op inhoud: “*give and take*”
 - 7.15.4 Geen *cram down* mechanisme en exclusieve aanbiedingsbevoegdheid

8. Raamwerk voor een pre-insolventieakkoord

- 8.1 Inleiding
- 8.2 Algemene eigenschappen en aanpalende voorzieningen
 - 8.2.1 Snelheid en efficiëntie - beperkte rechterlijke betrokkenheid
 - 8.2.2 Flexibiliteit en niet meer rechtsgevolgen en publiciteit dan nodig
 - 8.2.3 *Debtor-In-Possession*
 - 8.2.4 Benoeming van een stille toezichthouder (alleen onder omstandigheden)
 - 8.2.5 Schorsing van verhaalsmaatregelen (alleen van korte duur, waar nodig)
 - 8.2.6 Betalingen en aangaan van nieuwe verplichtingen tijdens de procedure
 - 8.2.7 Voortzetting van lopende overeenkomsten
 - 8.2.7.1 *Ipsa facto* en change of control clauses
 - 8.2.7.2 Opschorting wegens onzekerheid over toekomstige nakoming
 - 8.2.7.3 Opschorting wegens verzuim in eerdere verplichtingen
 - 8.2.8 Beëindiging van lopende overeenkomsten
 - 8.2.8.1 Rechtvaardiging

- 8.2.8.2 Gevolgen van beëindiging: toekenning concurrente schadevordering
- 8.2.8.3 Beëindiging geen akkoordbesluit
- 8.2.8.4 Vaststelling schadevordering mogelijk een akkoordbesluit
- 8.2.8.5 Behandeling concurrente schadevordering wel een akkoordbesluit
- 8.2.9 Mogelijkheid om vroegtijdig geschilpunten te laten beslechten
- 8.2.10 Gespecialiseerde insolventierechtbank
- 8.3 Bevoegdheid aan te bieden: ook crediteuren
- 8.4 Financiële toegangsdrempel met rechterlijke toets
 - 8.4.1 Geen verplichte ingangstoets voor de schuldenaar
 - 8.4.2 Wel een verplichte ingangstoets voor een derde
- 8.5 Vrije inhoud en mogelijkheid tot binding van alle soorten vermogensverschaffers
- 8.6 Waarderingsbeslissing los van en eerder dan homologatietoets
- 8.7 Het stemmen
 - 8.7.1 Stemmen in klassen
 - 8.7.2 Wie moeten er bij de stemming worden betrokken?
 - 8.7.2.1 Het betrekken van partijen wier belangen (mogelijk) worden geraakt
 - 8.7.2.2 Het betrekken van partijen die *out of the money* zijn
 - 8.7.3 Geen stemvergadering vereist
- 8.8 Vereisten voor het aannemen van een akkoord
 - 8.8.1 Meerderheid in bedrag in alle klassen, zonder *headcount*
 - 8.8.2 Welk meerderheidspercentage in bedrag?
- 8.9 Homologatie
 - 8.9.1 De procedure tot homologatie
 - 8.9.2 Aangenomen akkoord: de wijze van besluitvorming toetsen
 - 8.9.3 Handhaven van gebruikelijke algemene weigeringsgronden?
 - 8.9.3.1 Toereikende informatieverstrekking / disclosure
 - 8.9.3.2 Nakoming voldoende gewaarborgd / feasibility test
 - 8.9.3.3 Liquidatie-uitkeringstest / best interests test
 - 8.9.4 Nieuwe algemene weigeringsgronden
 - 8.9.4.1 Schuldenaar niet in staat van insolventie of pre-insolventie
 - 8.9.4.2 Niet betrokken crediteuren geschaad
 - 8.9.5 *Cram down* van *out of the money* klasse: welke waarderingsmaatstaf?
 - 8.9.6 *Cram down* van tegenstemmende *in the money* klasse
 - 8.9.6.1 Respecteren van het recht op contanten (executie)
 - 8.9.6.2 Respecteren aanspraak op reorganisatiewaarde
 - 8.9.7 Criteria voor *cram down* van een tegenstemmende klasse
 - 8.9.8 Aanspraak van zekerheidsgerechtigden

- 8.9.9 Selectieregels voor concurrerende akkoorden
- 8.9.10 Casusvoorbeeld ter illustratie
- 8.10 Vaststelling van betwiste vorderingen
- 8.11 Verplichtingen van derden
- 8.12 Overzicht van de mogelijke procedure op hoofdlijnen
- 8.13 Belang van een zelfstandig dwangakkoord voor de praktijk
 - 8.13.1 Liquidatieprocedure blijft voorkeursinstrument
 - 8.13.2 Akkoordprocedure voor de (grotere) uitzonderingsgevallen

9. Aanbevelingen van de Europese Commissie

- 9.1 Status
- 9.2 *Impact Assessment*
- 9.3 Doelstellingen en uitgangspunten
- 9.4 Overzicht van de minimumnormen
- 9.5 Vroegtijdigheid – geringe toegangsdrempel
- 9.6 *Debtor-in-possession*
- 9.7 Voorziening tegen individuele verhaalsmaatregelen
- 9.8 Snelheid en efficiëntie – minimum aan rechterlijke betrokkenheid
- 9.9 Herstructureringsplannen
 - 9.9.1 Inhoud van een herstructureringsplan
 - 9.9.2 Stemmen over een herstructureringsplan
 - 9.9.3 Het bevestigen (homologeren) van een herstructureringsplan
 - 9.9.4 Rechtsmiddelen
- 9.10 Beoordeling

10. Beoordeling WCO II op hoofdlijnen

- 10.1 Algemene kenmerken
- 10.2 De procedure op hoofdlijnen
- 10.3 Voorlopige voorzieningen
- 10.4 Beëindiging van lopende overeenkomsten
- 10.5 Arbeidsovereenkomsten
- 10.6 Huurovereenkomsten
- 10.7 *Ipsa facto* en *change of control* bepalingen
- 10.8 Werking ten behoeve van borgens en andere derden
- 10.9 Informatieverschaffing

- 10.10 Bevoegdheid tot het aanbieden van een akkoord
- 10.11 Wie kan het akkoord binden?
- 10.12 Stemmen in klassen
 - 10.12.1 Stemgerechtigdheid *out of the money* klassen
 - 10.12.2 Stemgerechtigdheid bij economisch belanghebbende
 - 10.12.3 Klassenindeling
 - 10.12.4 Stemvergaderingen
- 10.13 Uitlatingen en beslissingen van de rechter-commissaris
 - 10.13.1 Onderwerpen
 - 10.13.2 Optionele karakter
 - 10.13.3 Bevoegdheid om een uitlating of beslissing te vragen
 - 10.13.4 Niet-bindende karakter
 - 10.13.5 Waarderingsbeslissing
- 10.14 Wanneer is het akkoord aangenomen?
- 10.15 Algemeen verbindend verklaring
 - 10.15.1 Procedurele kwesties
 - 10.15.2 Algemene weigeringsgronden voor ieder akkoord
 - 10.15.3 *Cram down* tegenstemmende klasse: stemgedrag niet “in redelijkheid”
 - 10.15.4 Uitzonderingen op de *cram down* bevoegdheid
 - 10.15.5 De gevolgen van algemeen verbindend verklaring
 - 10.15.6 Geen regels voor concurrerende akkoorden
 - 10.15.7 Hoger beroep en cassatie

11. Samenvatting, conclusies en verder onderzoek

- 11.1 Hoofdstuk 1 – Probleemstelling en overzicht
- 11.2 Hoofdstuk 2 – Rechtvaardigingsgrond en doel van faillissementsrecht
- 11.3 Hoofdstuk 3 – Rechtvaardigingsgrond en doel van zelfstandig dwangakkoord
 - 11.3.1 De grondslag en het doel van een pre-insolventieakkoord
 - 11.3.2 Waarom herstructureren in plaats van liquideren?
 - 11.3.3 Bescherming recht op contanten (liquidatie) en op reorganisatiewaarde
 - 11.3.4 Financiële staat van (pre-)insolventie voor toepassing vereist
 - 11.3.5 De financiële staat van pre-insolventie
- 11.4 Hoofdstuk 4 – Akkoordbesluitvorming bij insolventie: democratisch én judicieel
- 11.5 Hoofdstuk 5 – Waardering in het kader van herstructurering
- 11.6 Hoofdstuk 6 – Kritiek op de akkoordregeling van *Chapter 11*
- 11.7 Hoofdstuk 7 – Kritiek op de *scheme of arrangement*

- 11.8 Hoofdstuk 8 – Raamwerk voor een pre-insolventieakkoord
 - 11.8.1 Algemene eisen ter bevordering van de effectiviteit
 - 11.8.2 Bevoegdheid om een akkoord aan te bieden
 - 11.8.3 Inhoud van het akkoord
 - 11.8.4 Vereisten voor het aannemen van een akkoord
 - 11.8.5 De homologatieprocedure
 - 11.8.6 De vereisten voor homologatie en *cram down*
- 11.9 Hoofdstuk 9 – Beoordeling van de Aanbeveling van de Europese Commissie
- 11.10 Hoofdstuk 10 – Beoordeling van WCO II op hoofdlijnen
 - 11.10.1 Korte beschrijving
 - 11.10.2 Positieve punten
 - 11.10.3 Mogelijke verbeterpunten
- 11.11 Tot besluit – suggesties voor verder onderzoek

12. Summary, conclusions and further research

- 12.1 Chapter 1: Problem statement and overview
- 12.2 Chapter 2: The justification for and purpose of bankruptcy law
- 12.3 Chapter 3: The justification for and purpose of pre-insolvency proceedings
 - 12.3.1 The justification for and purpose of pre-insolvency proceedings
 - 12.3.2 Why restructure rather than liquidate?
 - 12.3.3 Protecting the right to enforce (liquidate) and to reorganisation value
 - 12.3.4 Test for insolvency or pre-insolvency
 - 12.3.5 The financial state of pre-insolvency
- 12.4 Chapter 4: Governance: a hybrid democratic/judicial model
- 12.5 Chapter 5: Valuation in the context of restructuring
- 12.6 Chapter 6: Critique of the Chapter 11 plan procedure
- 12.7 Chapter 7: Critique of the UK scheme of arrangement
- 12.8 Chapter 8: Framework for pre-insolvency proceedings
 - 12.8.1 General requirements for ensuring effectiveness
 - 12.8.2 Right to propose a plan
 - 12.8.3 Contents of a plan
 - 12.8.4 Requirements for acceptance
 - 12.8.5 Confirmation procedure
 - 12.8.6 Requirements for confirmation and cram-down
- 12.9 Chapter 9: Assessment of the European Commission's recommendation
- 12.10 Chapter 10: Assessment of the Draft Bill Dutch Continuity of Enterprises Act II

- 12.10.1 Short description
- 12.10.2 Positive points
- 12.10.3 Possible points for improvement
- 12.11 Suggestions for further research

Literatuurlijst

1. Inleiding en probleemstelling

1.1 Afbakening en terminologie: het pre-insolventie- of zelfstandig dwangakkoord

Met de term “dwangakkoord” wordt bedoeld op een mechanisme waarbij een voorstel, een akkoord, aan een groep vermogensverschaffers² van een schuldenaar wordt voorgelegd en in stemming gebracht en onder bepaalde voorwaarden aan tegenstemmende partijen kan worden opgelegd. De binding van de tegenstemmende minderheid is gebaseerd op een democratische beslissing van een vóór stemmende meerderheid. Omdat de tegenstemmende partijen tegen hun wil kunnen worden gebonden, wordt gesproken van een “dwangakkoord.”

Onder een dwangakkoord versta ik in dit boek niet een akkoord dat tot stand komt op basis van de vaststelling dat de onthouding van medewerking aan het akkoord misbruik van recht oplevert (het “Payroll” leerstuk³). De totstandkoming van een dergelijk akkoord berust niet primair op een mechanisme dat voorziet in besluitvorming bij meerderheid maar komt tot stand in het kader van het “gewone” civiele recht met toepassing van het leerstuk misbruik van bevoegdheid.⁴

Onderwerp van studie is een insolventierechtelijk mechanisme dat tegenstemmende partijen bindt louter bij gratie van meerderheidsbesluitvorming of een rechterlijke vaststelling dat aan bepaalde economische criteria is voldaan, zonder dat het uitbrengen van een tegenstem noodzakelijkerwijs hoeft te kwalificeren als misbruik van bevoegdheid in civielrechtelijke zin.⁵

Voor bindende werking tegen tegenstemmende partijen is in de regel, ook als alle vereiste meerderheden vóór hebben gestemd, een beslissing van een rechter nodig. In de Nederlandse context noemt men deze beslissing de homologatiebeslissing. Vanwege deze vereiste rechterlijke tussenkomst wordt het dwangakkoord vollediger ook wel aangeduid als een “gerechtelijk dwangakkoord.” Ik hanteer korthedshalve ook wel de term “akkoord” of “dwangakkoord” in plaats van “gerechtelijk dwangakkoord.”

² Dit kunnen zowel verschaffers van vreemd als verschaffers van eigen vermogen zijn.

³ HR 12 augustus 2005, NJ 2006/230, m.nt. P. van Schilfgaarde (Groenemeijer/Payroll).

⁴ Artikel 3:13 BW.

⁵ Zie hierover ook paragrafen 8.9.7 en 10.15.3 hierna.

Een dwangakkoord zou men niet alleen binnen de context van insolventie, maar ook buiten de context van insolventie kunnen toepassen (voor zover de toepasselijke wetgeving daarin voorziet). Engelse akkoordregelingen zoals de Engelse *scheme of arrangement* en de Engelse *Company Voluntary Arrangement* (CVA) zijn bekende voorbeelden. Deze procedures zijn volledig buiten het kader van insolventie toe te passen, dat wil zeggen in de situatie waarbij de schuldenaar solvent is.

Met de term “insolventie” doel ik op de financiële toestand van een schuldenaar. Waar ik spreek van insolventie doel ik niet zozeer op balanstechnische insolventie⁶ (tenzij ik dat uitdrukkelijk aangeef) maar op insolventie op kasstroombasis (*cash flow insolvency*) waarbij de schuldenaar niet meer in staat is aan zijn opeisbare verplichtingen te voldoen.

In dit boek bespreek ik alleen de mogelijkheid van toepassing van een dwangakkoord binnen de context van insolventie en pre-insolventie (zie hieronder verder over de term pre-insolventie). De mogelijke toepassing van een dwangakkoord in een situatie waarbij de schuldenaar nog solvent is, acht ik onwenselijk en bespreek ik verder niet.⁷

Verder beperk ik mij in dit boek tot de situatie waarbij de schuldenaar een insolvente vennootschap is die een onderneming drijft. De situatie waarbij de schuldenaar een natuurlijk persoon is, laat ik behoudens een enkele terloopse opmerking buiten beschouwing.

Een dwangakkoord binnen het raamwerk van een formele insolventieprocedure kent het Nederlands recht in de artikelen 138 e.v. Fw (het faillissementsakkoord), artikelen 252 e.v. Fw (het surseance-akkoord) en artikelen 329 e.v. Fw (het WSNP akkoord). Deze bestaande Nederlandse regelingen zal ik in dit boek, op een enkele opmerking na, niet bespreken.⁸ Ik abstraheer van de bestaande Nederlandse regelingen en bespreek het concept van een dwangakkoord in het algemeen; dat wil zeggen het nut en de mogelijke wenselijkheid ervan, wat het doel ervan zou moeten zijn en hoe het zou moeten worden vormgegeven.

⁶ Balanstechnische insolventie bestaat indien de totale omvang van alle schulden groter is dan de totale waarde van alle activa (negatief eigen vermogen).

⁷ Zie paragraaf 3.6 hierna.

⁸ Zie hierover o.a. Wessels Insolventierecht VI 2012/6543, 2013; A.D.W. Soedira, Het akkoord, diss. Nijmegen, Kluwer, 2011; Polak/Pannevis, Insolventierecht, 2014 en R.D. Vriesendorp, Insolventierecht, Kluwer, 2013.

Een dwangakkoord dat is toe te passen buiten het kader van een formele insolventieprocedure wordt ook wel aangeduid als een “pre-insolventie” of “hybride” procedure. De term “hybride” is weinig verhelderend en zal ik verder niet gebruiken. De term “pre-insolventie” kan ook verwarrend zijn en vergt daarom een korte uitleg. Een pre-insolventieprocedure wordt doorgaans niet toegepast zonder dat daar financiële aanleiding toe bestaat. Het is juist vanwege het feit dat de onderneming in financiële problemen verkeert en insolvent is of dreigt te raken dat men de procedure toepast. In zoverre is een “pre-insolventieprocedure” wel degelijk als een insolventieprocedure te beschouwen.

Met de term “pre-insolventieprocedure” beoogt men veelal aan te geven dat de akkoordprocedure plaatsvindt buiten het kader van wat men zou kunnen aanduiden als een traditionele of formele insolventieprocedure, zoals in de Nederlandse context surseance of faillissement. Ook beoogt men met de term “pre-insolventie” de situatie aan te duiden waarin insolventie te verwachten is maar de schuldenaar nog niet in de toestand verkeert dat hij daadwerkelijk heeft opgehouden zijn opeisbare verplichtingen te voldoen. De term pre-insolventie zal ik in deze beide betekenissen gebruiken. Daarmee doel ik dus zowel op het procedurele gegeven dat de schuldenaar zich buiten een formele meeromvattende insolventieprocedure zoals surseance of faillissement bevindt (zie ook hierna) als op de financiële toestand van verwachte (maar nog niet daadwerkelijk ingetreden) insolventie. Waar ik spreek over de toestand “buiten insolventie” bedoel ik ook buiten pre-insolventie. In de toestand “buiten insolventie” is insolventie dus ook niet te verwachten. Uit de context zal blijken dat ik soms met insolventie tevens pre-insolventie bedoel. Voor de rechtvaardiging om een dwangakkoord toe te passen is insolventie namelijk met pre-insolventie gelijk te stellen.⁹

Procedures die in het financiële stadium van pre-insolventie en buiten het kader van een formele meeromvattende insolventieprocedure zijn toe te passen, zijn voor de hand liggend als pre-insolventieprocedures aan te duiden (“*pre-insolvency proceedings*”). De Engelse *scheme of arrangement* en de Engelse *Company Voluntary Arrangement* (CVA), toegepast in zo’n vroegtijdig stadium van naderende of dreigende betalingsonmacht, zijn daarvan de archetypes. Deze regelingen zijn overigens ook buiten het financiële stadium van pre-insolventie toe te passen.¹⁰

⁹ Zie verder paragrafen 3.6 en 3.7.

¹⁰ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 177 – 178.

De mij bekende pre-insolventieprocedures zijn allen akkoordprocedures. Men zou dus ook kunnen spreken over een pre-insolventieakkoordprocedure of, korter, een pre-insolventieakkoord. Omdat een pre-insolventieakkoord buiten het kader van een meeromvattende insolventieprocedure zoals surseance of faillissement tot stand te brengen is, spreek ik ook wel van een “zelfstandig dwangakkoord.”

Een pre-insolventieprocedure bestaat niet noodzakelijkerwijs uitsluitend uit een dwangakkoordmechanisme. In dit boek en elders wordt voorgesteld een regeling voor een pre-insolventieakkoord aan te vullen met enkele ondersteunende wettelijke voorzieningen, zoals een specifiek moratorium en een voorziening voor het beëindigen of voortzetten van contracten. Voor zover men het mechanisme inclusief dergelijke ondersteunende voorzieningen wenst aan te duiden, dekt de term “pre-insolventieprocedure” beter de lading dan “pre-insolventieakkoord.”

Pre-insolventieprocedures worden ook wel aangeduid als “*out of court proceedings*”. Dit is niet zuiver. Men beoogt hiermee aan te geven dat de procedure wordt toegepast buiten het kader van een formele meeromvattende insolventieprocedure. De Europese Commissie spreekt in haar aanbeveling (de “Aanbeveling”) inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie van een “preventief herstructureringsstelsel” (“*preventive restructuring framework*”) ter voorkoming van een “formele insolventieprocedure” (“*formal insolvency proceedings*”) zonder aan te geven wat zij dan onder een formele insolventieprocedure verstaat.¹¹ De “preventieve” akkoordprocedures die de Europese Commissie op het oog heeft, zijn in ieder geval wel “*in court*”. Zij vereisen in de regel een rechterlijke beslissing die men in Nederland zou aanduiden als “homologatie”, in Engeland als “*sanctioning*”, en in Amerika als “*confirmation*”. De Europese Commissie hanteert in haar Aanbeveling voor deze rechterlijke beslissing in de Engelse taalversie ook de term “*confirmation*” en in de Nederlandse taalversie gebruikt zij het woord “bevestiging.”¹² Hoe het ook zij, het gaat om een beslissing die in rechte wordt gegeven. Ook voorgestelde ondersteunende voorzieningen zoals het gelasten van een specifiek moratorium zouden een rechterlijke ingreep vereisen. Helemaal “*out of court*” zijn deze pre-insolventie of “preventieve” procedures dus niet.

¹¹ Europese Commissie, Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final; zie considerans (2) en par. 6.

¹² Europese Commissie, Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final; paragraaf 21.

Wat een “formele insolventieprocedure” is en wat niet, is ook niet volledig duidelijk. Een akkoordprocedure zou men ook als een formele procedure kunnen omschrijven. De procedure is doorgaans vastgelegd in de wet (in formele zin), schrijft dwingend een aantal in acht te nemen formaliteiten voor en vereist formele goedkeuring van de rechter. Dit lijkt mij allemaal behoorlijk formeel. Stelt men de beperking dat de procedure alleen binnen insolventie is toe te passen (waarmee ik nu dus tevens pre-insolventie bedoel), dan zou het niet vreemd zijn een pre-insolventieprocedure als een formele insolventieprocedure aan te merken.

Met de term “formele insolventieprocedure” doelt men op de traditionele, meeromvattende en met algemene publiciteit omgeven insolventieprocedures, zoals in de Nederlandse context surseance of faillissement, die meer rechtsgevolgen met zich brengen dan de rechtsgevolgen die voortvloeien uit een akkoord zelf (er wordt bijvoorbeeld een curator of bewindvoerder benoemd, de schuldenaar verliest geheel of gedeeltelijk het beheer en de beschikking over zijn vermogen, een algemeen moratorium treedt in werking, algemene bekendmaking van de insolvente toestand van de schuldenaar vindt plaats, er bestaan speciale voorzieningen voor arbeidsovereenkomsten, huurovereenkomsten en andere wederkerige overeenkomsten, de curator of bewindvoerder heeft de bevoegdheid bepaalde transacties te onderzoeken en te vernietigen en bestuurders wegens onbehoorlijk bestuur aansprakelijk te stellen, etc).

Een “preventieve procedure” die volgens de Europese Commissie beoogt een formele insolventieprocedure te voorkomen, kan echter ook ruimere gevolgen hebben dan de gevolgen die strikt uit het akkoord zelf voortvloeien. Zo zou volgens de Europese Commissie de rechter een specifiek moratorium moeten kunnen gelasten en is de benoeming van een insolventiefunctionaris niet uitgesloten. Zoals hierna zal blijken, is het wenselijk om pre-insolventieprocedures uit te rusten met bepaalde voorzieningen voor lopende contracten.¹³ De grens tussen een “preventieve” procedure en de “formele insolventieprocedure” die de preventieve zou moeten trachten te voorkomen, is dan ook een vloeïende.

Dit boek gaat over het pre-insolventieakkoord (in nog niet bestaande maar in conceptuele vorm). Daar bedoel ik dus mee i) een dwangakkoord, dat ii) gerechtelijk is in de zin dat een rechterlijke homologatiebeslissing in beginsel vereist zal zijn om het akkoord aan tegenstemmers op te leggen, iii) dat uitsluitend is toe te passen in

¹³ Zie paragrafen 8.2.7 en 8.2.8.

de context van financiële insolventie (inclusief pre-insolventie), en iv) zelfstandig tot stand is te brengen buiten en volledig los van de bestaande meeromvattende insolventieprocedures van surseance en faillissement.

Omdat de Nederlandse praktijk vaak in internationale herstructurerings met buitenlandse akkoordregelingen in aanraking komt, Engels daarin de voertaal is en de Angelsaksische akkoordregelingen daarin (vooralsnog) de boventoon voeren, is de in gebruik geraakte terminologie doorspekt van het Engels. Ingeburgerde Engelse termen, zoals “*in the money*” en “*out of the money*”¹⁴ zal ik in Engelse vorm blijven hanteren zonder telkens geforceerd op zoek te gaan naar de best mogelijke Nederlandse vertaling daarvan. Ik hoop dat de taalpuristen mij het gebruik van deze anglicismen niet al te kwalijk nemen. Omgekeerd zal ik vaak Nederlandse termen gebruiken om de buitenlandse tegenhangers aan te duiden, zoals akkoord (in plaats van “*plan*” of “*scheme*”), homologatie (in plaats van “*confirmation*” of “*sanctioning*”), enzovoorts.

In dit boek spreek ik vaak van “tegenstemmende klassen”, “een klasse die tegen stemt” of “een bij meerderheid tegenstemmende klasse” of van iets in vergelijkbare bewoordingen. Al deze uitdrukkingen zijn niet helemaal accuraat. Ik bedoel ermee aan te geven dat de vereiste meerderheid binnen de klasse niet is behaald om het akkoord als door die klasse aangenomen te beschouwen. Dit betekent echter niet noodzakelijkerwijs dat de klasse of een meerderheid binnen de klasse daadwerkelijk tegen heeft gestemd. Het is best mogelijk dat een meerderheid vóór heeft gestemd, zij het niet met de vereiste gekwalificeerde meerderheid om instemming met het akkoord aan die klasse toe te dichten. Deze nuance breng ik verder niet aan. Ik spreek omwille van het gemak en de leesbaarheid in verschillende bewoordingen van (bij meerderheid) tegenstemmen of verwerpen waarbij het mij er steeds om gaat dat de vereiste meerderheid voor instemming niet is behaald.

1.2 Oude wetgevingsinitiatieven

De gedachte van een pre-insolventieakkoord is bepaald niet nieuw. Reeds in 1835 werd een wetsvoorstel ingediend tot invoering van een titel in het Wetboek van Koophandel genaamd “Van Homologatie van Akkoord buiten Failliet-verklaring” dat, zoals de naam van de titel al aangeeft, voorzag in de invoering van een

¹⁴ Zie over de betekenis die in dit boek aan de begrippen *in* en *out of the money* worden gegeven paragraaf 5.9.10.

dwangakkoord buiten faillissement.¹⁵ Belangrijke redenen voor het wetsvoorstel waren volgens de Memorie van Toelichting dat met een akkoord buiten faillissement de formaliteiten van faillissement en de daarmee gepaard gaande kosten konden worden voorkomen, de schuldeisers mede hierdoor het vooruitzicht op een gunstiger akkoord zouden hebben, terwijl de schuldenaar het voordeel zou genieten om in het beheer van zijn zaken te blijven zonder dat de smet van faillissement op hem zou kleven.¹⁶ Dit wetsvoorstel werd in het kader van de behandeling verworpen. Naast de vrees voor misbruik was een belangrijke reden van kritiek dat de voorgestelde regeling met zoveel formaliteiten was omgeven en in zijn gevolgen materieel zo weinig verschilde van surseance of faillissement, dat deze ten opzichte van de situatie in faillissement weinig toegevoegde waarde had.¹⁷

De gedachte van een dwangakkoord buiten faillissement bleef niettemin steun genieten in de juridische gemeenschap. In een vergadering van de Nederlandse Juristen Vereniging in 1871 werd de vraag voorgelegd: “*Is het wenschelijk de gelegenheid te openen voor gerechtelijke bekrachtiging van een onderhands akkoord buiten faillissement?*” Deze vraag werd bevestigend beantwoord met 63 stemmen tegen 41.¹⁸

In 1893, een kleine 60 jaar na verwerping van het eerste wetsvoorstel uit 1835, heeft mr. J.A. Levy opnieuw een voorstel ingediend tot invoering van een pre-insolventie dwangakkoord wederom onder de titel “Van Homologatie van Akkoord buiten Faillietverklaring.”¹⁹ Dit voorstel was geënt op het eerdere voorstel uit 1835 waarbij de formaliteiten enigszins waren vereenvoudigd. Mr. Levy diende het voorstel eerst in als amendement en later in het jaar als separaat initiatiefwetsvoorstel. In de toelichting werd het voorstel onder meer onderbouwd met een verwijzing naar de Engelse regeling voor *Deeds of Arrangements*.²⁰ Over

¹⁵ J.C. Voorduyn, *Geschiedenis en Beginselen der Nederlandsche Wetboeken*, deel X, Robert Natan: Akademieboekhandelaar, 1841.

¹⁶ J.C. Voorduyn, *Geschiedenis en Beginselen der Nederlandsche Wetboeken*, deel X, Robert Natan: Akademieboekhandelaar, 1841, p. 849-851.

¹⁷ J.C. Voorduyn, *Geschiedenis en Beginselen der Nederlandsche Wetboeken*, deel X, Robert Natan: Akademieboekhandelaar, 1841, p. 860 e.v. Op den Hooff merkte op “*De Tweede Titel* [tot invoering van een akkoord buiten faillissement] *zeg ik, klinkt dus zacht, maar is inderdaad niet veel minder in deszelfs gevolgen, dan die van de failliet-verklaring.*”

¹⁸ *Handelingen der Ned. Jur. Verg.* 1871, II blz. 173.

¹⁹ S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet. Heruitgave Geschiedenis van de wet op het Faillissement en de Surséance van Betaling*, deel I, bewerkt door Mr. G.W. Baron van der Feltz, Haarlem 1896, W.E.J. Tjeenk Willink 1, p. 144 e.v.

²⁰ *Deeds of Arrangement Act* art. 50/51 Vict. C. 57.

dit initiatiefwetsvoorstel is uiteindelijk vanwege procedurele redenen en ontbinding van de Kamer inhoudelijk niet beraadslaagd.

In 1992 heeft Frima een pleidooi gehouden om alsnog een dwangakkoord buiten faillissement in te voeren. Hij schreef onder meer:

“In de praktijk blijkt behoefte te bestaan aan de mogelijkheid van de homologatie van een onderhands akkoord, d.w.z. een dwangakkoord dat tot stand komt terwijl er sprake is noch van faillissement noch van surséance van betaling. Het komt (...) bij herhaling voor dat een enkele schuldeiser dwars ligt, dan wel zich stil houdt. (...) In zo'n situatie bestaat er behoefte aan de mogelijkheid van een korte, snelle procedure die leidt tot homologatie van dat akkoord. De wetgever heeft verondersteld in deze behoefte te hebben voorzien door de mogelijkheid van een dwangakkoord, aangeboden bij het verzoekschrift tot verlening van surséance, (...) doch daarbij niet onderkend de negatieve effecten, welke een (voorlopig) verleende surséance van betaling met zich brengt.”²¹

Frima werkte zijn voorstel uit met concrete wetsartikelen en toelichting. De regeling die Frima voorstelde is op hoofdlijnen vergelijkbaar met de regeling van het surseance-akkoord, waarbij deze toepassing zou vinden buiten surseance of faillissement. Indiening van een verzoek tot homologatie zou verhaalsmaatregelen en faillissementsaanvragen van rechtswege schorsen. Er zou geen bewindvoeder worden benoemd. De schuldenaar zou volledig beheers- en beschikkingsbevoegd blijven. Wel zou er een “gecommitteerde” worden benoemd die tot taak zou hebben om te bemiddelen bij de onderhandelingen over het akkoord en de rechtbank over toelating tot de stemming en de homologatie te adviseren. Zoals het huidige surseance-akkoord, zou ook het pre-insolventieakkoord dat Frima voorstelde, slechts werking hebben tegen concurrente schuldeisers.

In 1997 heeft ook Couwenberg voor de invoering van een pre-insolventieakkoord gepleit.²² In 2007 heeft de Commissie Kortmann in haar Voorontwerp Insolventiewet de invoering van een akkoord buiten insolventie voorgesteld.²³ Tot 2013 heeft de

²¹ R.P.W. Frima, De homologatie van het onderhands akkoord, TVVS 1992, nr. 92/8, p. 191 – 196.

²² O. Couwenberg, Resolving Financial Distress in the Netherlands, diss. Groningen, 1997, p. 237.

²³ Commissie Insolventierecht, Voorontwerp Insolventiewet, 21 november 2007, te vinden op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2007/11/21/voorstel-commissie-kortman-voorontwerp-insolventiewet> (zie afdeling 7.1).

wetgever geen aanstellen gemaakt om aan de oproepen om een pre-insolventieakkoord in te voeren, gevolg te geven.

1.3 Nieuwe wetgevingsinitiatieven

Op 27 november 2012 heeft de Minister van Veiligheid en Justitie het wetgevingsprogramma herijking faillissementsrecht aangekondigd.²⁴ In 2013 hebben Vriesendorp, Hermans en De Vries een pleidooi gehouden om in het kader van dit wetgevingsprogramma een informeel dwangakkoord buiten faillissement in te voeren vergelijkbaar met de Engelse *scheme of arrangement*.²⁵

Het Ministerie van Justitie en Veiligheid heeft deze handschoen opgepakt en zich gezet aan het opstellen van een voorontwerp van een wetsvoorstel voor de invoering van een akkoord buiten surseance of faillissement onder de noemer “Wet Continuïteit Ondernemingen II” (het “Voorontwerp”). Op 14 augustus 2014 heeft het Ministerie van Veiligheid en Justitie het opgestelde Voorontwerp ter consultatie op internet gepubliceerd vergezeld van een concept Memorie van Toelichting (de “Toelichting”).²⁶

In de tussentijd heeft de Europese Commissie op 12 maart 2014 een aanbeveling gepubliceerd voor een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie (de “Aanbeveling”).²⁷ Hierin spoort de Europese Commissie de lidstaten aan in hun nationale recht een pre-insolventieprocedure in te voeren die voorziet in een effectief en efficiënt gerechtelijk dwangakkoord dat tot stand te brengen is buiten het kader van een formele insolventieprocedure. De Europese Commissie schetst in haar Aanbeveling de “minimumnormen” waaraan deze “preventieve” procedure zou moeten voldoen. In september 2015 heeft de Europese Commissie na een evaluatie

²⁴ Brief van de Minister van Veiligheid en Justitie van 27 november 2012 aan de Voorzitter van de Tweede Kamer (*Kamerstukken II* 2012/13, 29 911, nr. 74).

²⁵ R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans en K.A.J. de Vries, Herijking faillissementsrecht en het informeel akkoord: gemiste kans of *opportunity* voor een Nederlandse *scheme of arrangement*, TvI 2013/12; R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans en K.A.J. de Vries, Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV, TvI 2013/20. Zie ook de pleidooien die zijn gehouden voor de invoering van een pre-insolventieakkoord en de stemming daarover op het EYES on Insolvency congres dat plaatsvond op 18 april 2013. Een verslag van het congres met een overzicht van de stemuitslagen is te vinden in B. Kentie & A. Kloet, Structurele hervorming van het insolventierecht: hemelbestormed?, TvI 2013/29.

²⁶ Conceptvoorstel van wet “Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot het algemeen verbindend verklaren van een buiten faillissement gesloten akkoord ter herstructurering van de schulden (Wet continuïteit ondernemingen II)”, afgekort als “WCO II te vinden op <http://www.internetconsultatie.nl/wco2>.

²⁷ Aanbeveling van de Europese Commissie van 12 maart 2014 inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie C(2014) 1500 final.

van het effect van de Aanbeveling wetgeving in het vooruitzicht gesteld om implementatie van de Aanbeveling af te dwingen.²⁸

Het akkoord waarin het Nederlandse Voorontwerp voorziet, is aan te merken als een pre-insolventieakkoord. Het is met tussenkomst van de rechter zelfstandig tot stand te brengen buiten het kader van een meeromvattende insolventieprocedure zoals surseance of faillissement in een fase waarin daadwerkelijke insolventie nog niet is ingetreden.

De akkoordregeling in het Voorontwerp is sterk geïnspireerd door de Engelse *scheme of arrangement*²⁹ (hierna kortheidshalve ook wel als “*scheme*” aan te duiden) en de Amerikaanse *Chapter 11 procedure*.³⁰ De regeling is tevens opgesteld met het oogmerk om te voldoen aan de Aanbeveling van de Europese Commissie.

Het pre-insolventieakkoord in het Voorontwerp voorziet in de behoefte aan een werkbaar wettelijk herstructureringsinstrument.³¹ De eerste contouren van het Voorontwerp zijn hoopgevend. Dit neemt niet weg dat het Voorontwerp een aantal weeffouten bevat en op onderdelen aanpassing, aanvulling en verdere uitwerking behoeft.

1.4 Probleemstelling en plan van behandeling

De hoofddoelstelling van dit boek is om de rechtvaardigingsgrondslag van een pre-insolventieakkoord te onderzoeken en daarvoor een raamwerk te ontwikkelen.

Een pre-insolventieakkoord zou crediteuren een middel moeten bieden om hun aanspraken zo efficiënt mogelijk geldend te maken indien de oorzaak van de insolventie niet zozeer is gelegen in een operationeel probleem, maar vooral in een financieringsprobleem. Kampt de onderneming met andere of meer omvangrijke problemen dan een financieringsprobleem, zoals niet-winstgevend te maken activiteiten, ongeschikt management, frauduleuze transacties, overtollig personeel, enzovoorts, dan is een meer omvangrijke insolventieprocedure noodzakelijk met

²⁸ COM(2015) 468 final.

²⁹ Part 26 (Arrangements and Reconstructions), s. 895 – 899 Companies Act 2006.

³⁰ § 1121 – 1129 US Bankruptcy Code.

³¹ Naar deze behoefte heb ik geen empirisch onderzoek gedaan, maar ik ervaar deze in grote mate in mijn dagelijkse praktijk – en zo ook vele anderen die met mij de praktijk beoefenen.

een ruimer arsenaal aan gereedschappen. Dit boek beoogt geen voorstellen te doen voor zo'n meer omvangrijke insolventieprocedure.

Om een raamwerk voor een pre-insolventieakkoordprocedure te kunnen schetsen, wordt allereerst de theoretische grondslag en het beoogde doel van een pre-insolventieakkoord onderzocht. Daartoe bespreek ik eerst de rechtvaardigingsgrond en het doel van faillissementsrecht in het algemeen (hoofdstuk 2). Tegen die achtergrond onderzoek ik vervolgens de vraag naar de rechtvaardigingsgrond en het doel van een zelfstandig dwangakkoord (hoofdstuk 3).

Hieruit zullen reeds de eerste randvoorwaarden volgen waaraan een pre-insolventieakkoord zou moeten voldoen. Een belangrijk thema dat hierin naar voren komt en vervolgens als een rode draad door het verdere boek loopt, is het verschil tussen een uitkering in contanten en een uitkering anders dan in contanten en waarom democratische besluitvorming nodig is om een uitkering anders dan in contanten te kunnen doen.

In hoofdstuk 4 worden het karakter en de kenmerken van besluitvorming in het kader van een insolventie-akkoord besproken. Dit hoofdstuk bespreekt voorts de voordelen en beperkingen van democratische besluitvorming en het systeem van het stemmen in klassen.

Het zal blijken dat besluitvorming in het kader van een insolventie-akkoord een meerzijdig karakter heeft, althans behoort te hebben, om effectief als insolventierechtelijk instrument dienst te kunnen doen. De besluitvorming bevat zowel democratische als judiciële elementen. Niet alle onderwerpen waarover in het kader van een insolventie-akkoord moet worden besloten, zijn aan democratische besluitvorming te onderwerpen. Sommige onderwerpen vergen noodzakelijkerwijs een beslissing van een rechter. Het onderscheid tussen de onderwerpen die voorbehouden zijn aan gerechtelijke besluitvorming en de onderwerpen die zich lenen voor democratische besluitvorming, is een tweede thema dat als een rode draad door dit boek loopt.

Een akkoord met een democratisch beslismodel is vooral nodig om een herstructurering te kunnen implementeren. Onder een "herstructurering" versta ik de situatie waarin de onderneming niet wordt verkocht aan een derde tegen betaling in contanten (liquidatie), maar de crediteuren besluiten de onderneming zelf over te

nemen en/of door te financieren. Crediteurenraadpleging is dan noodzakelijk omdat crediteuren zich dan moeten uitlaten over de vraag of zij in de onderneming wensen te herinvesteren. Dit is typisch een vraag die niet de rechter maar de crediteuren zelf moeten beantwoorden.

Een herstructurering is inherent verbonden aan waardering. Waar bij een verkoop aan een derde, na het doorlopen van een behoorlijk verkoopproces, de te verdelen waarde wordt bepaald door de markt, moet de te verdelen waarde bij een herstructurering (waarbij de crediteuren de onderneming zelf overnemen zonder deze eerst aan de markt aan te bieden) in beginsel worden bepaald door een “papieren” waarderingsexercitie.

Bij de toepassing van een akkoordprocedure voor een herstructurering is waardering een belangrijk thema. De waarderingvraag kan, in geval van een geschil daarover, niet worden beslecht bij democratisch besluit, maar kan uitsluitend worden beslecht door de rechter. De procedure en het gerechtelijke apparaat moeten op een efficiënte beslechting van de vaak ingewikkelde waarderingvraag zijn ingericht. Vanwege het grote belang van waardering bij de inrichting en toepassing van een akkoordprocedure wordt in hoofdstuk 5 bij enkele aspecten van waardering en de gehanteerde waarderingsterminologie stilgestaan.

In hoofdstukken 6 en 7 bespreek ik achtereenvolgens de Amerikaanse en de Engelse akkoordregelingen van *Chapter 11* respectievelijk de *scheme of arrangement* en onderwerp ik deze aan een beoordeling. Het doel hiervan is om de sterke en zwakke punten van de onderzochte buitenlandse regelingen te identificeren zodat bij het onderwerpen van een nieuwe regeling op de sterke punten kan worden voortgebouwd en de zwakke punten kunnen worden vermeden.

De keuze om alleen de betreffende Engelse en Amerikaanse regelingen onder de loep te nemen, is voornamelijk ingegeven door het feit dat deze regelingen bij het opstellen van het Voorontwerp als de voornaamste inspiratiebron hebben gediend, deze regelingen het meest beproefd zijn en internationaal op dit moment de toon aangeven. Het bestuderen van akkoordregelingen in andere Europese rechtstelsels lijkt op voorhand een minder vruchtbare exercitie. Andere Europese wetgevers zijn nog doende op dit terrein het wiel uit te vinden en blijken zelf veelal moeite met de materie te hebben. Alleen al de moeite die sommige wetgevers, zoals de Franse, Spaanse en tot voor kort ook de Duitse, hebben om te aanvaarden dat een akkoord

aandeelhouders tegen hun wil moet kunnen binden, getuigt hiervan. Deze onterechte weerstand heeft zijn neerslag in de Aanbeveling van de Europese Commissie gekregen. De Aanbeveling is dan ook op dit en ook op andere punten geen betrouwbaar kompas.³² Dat wil overigens niet zeggen dat men blind kan varen op wat de Engelsen of Amerikanen doen. Ook dat moet men kritisch toetsen. Vooral de Engelsen zijn zelf ook nog op belangrijke terreinen (zoals waardering en *cram down*) zoekende. De Amerikanen gaan met *cram down* te ver en maken alles te traag, te ingewikkeld en te duur, om nog maar een schot voor de boeg te geven.

Om de Amerikaanse en Engelse regelingen goed te kunnen begrijpen, heb ik ervoor gekozen deze ieder in een apart hoofdstuk weer te geven en te behandelen, in plaats van de relevante deelonderwerpen van de betreffende regelingen gesegmenteerd aan te halen op verschillende plaatsen in het boek.

In hoofdstuk 8 werk ik een raamwerk voor een pre-insolventieakkoordprocedure uit. Daarin put ik uit de eerdere hoofdstukken. Het raamwerk beperkt zich tot hoofdlijnen en bevat geen detailuitwerking. Ik identificeer daarin enkele onderwerpen die nader onderzoek verdienen, maar buiten het bestek van dit boek zijn gelaten.

In hoofdstuk 9 bespreek ik de Aanbeveling van de Europese Commissie en onderwerp ik deze aan een globale beoordeling. Deze beoordeling volgt grotendeels vanzelf uit de voorafgaande hoofdstukken die bij de lezer bekend worden verondersteld. De bespreking van de Aanbeveling kan daarom betrekkelijk beknopt blijven.

In hoofdstuk 10 tot slot onderwerp ik het Voorontwerp aan een beoordeling tegen het licht van de eerdere hoofdstukken. Bij de beoordeling van het Voorontwerp gaat het met name om de basiselementen van een dwangakkoordmechanisme, al zal ik mij enkele uitstapjes veroorloven. Het Voorontwerp bevat enkele flankerende maatregelen om het reorganiserend vermogen van de regeling te vergroten, zoals bepalingen ter facilitering van noodfinanciering, en enkele technische aanpassingsvoorstellen om bestaande bepalingen, zoals de pauliana- en verrekeningsbepalingen, op de voorgestelde regeling af te stemmen. Deze aanpalende voorstellen blijven in dit boek onbesproken. Ook laat ik formuleringskwesties en technische punten die minder met de basiselementen van

³² De Aanbeveling vormt geen bindend instrument. De lidstaten hebben de vrijheid ervan af te wijken. Zolang de Aanbeveling de koers niet loepzuiver aangeeft, is een niet-bindend instrument sterk te verkiezen.

een dwangakkoordmechanisme van doen hebben grotendeels rusten. Aspecten van vennootschapsrecht³³, effectenrecht en arbeids- en medezeggenschapsrecht blijven eveneens buiten beschouwing alsook internationale aspecten en de complicaties van grensoverschrijdende groepen.³⁴

De reden waarom ik het Amerikaanse en het Engelse recht (hoofdstukken 6 en 7) bespreek vóór de uitwerking van het raamwerk (hoofdstuk 8) en de Aanbeveling en het Voorontwerp pas daarna, is dat de Engelse en Amerikaanse regelingen bestaande en volwassen instrumenten zijn die vooral ter inspiratie hebben gediend. De voorafgaande bespreking daarvan in hoofdstukken 6 en 7 assisteert bij de uitwerking van het raamwerk in hoofdstuk 8. De Aanbeveling en het Voorontwerp daarentegen zijn slechts voorstellen voor toekomstige wetgeving waarover de gedachten zich nog rijpen. Deze voorstellen worden vooral beoordeeld tegen het licht van het ontwikkelde raamwerk en de daaraan voorafgaande hoofdstukken. Een andere reden voor de gekozen volgorde is die van vergankelijkheid. De Aanbeveling en het Voorontwerp zijn sterk in beweging en zullen naar verwachting binnen afzienbare termijn worden aangepast of vervangen. De overige onderdelen, die hopelijk wat langer relevantie behouden, vormen met de gekozen structuur een aaneengeschakeld geheel dat niet wordt onderbroken door hoofdstukken die in de toekomst (grotendeels) achterhaald zullen zijn.

Hoofdstuk 11 bevat een Nederlandse samenvatting en hoofdstuk 12 bevat een Engelse samenvatting.

Het onderzoek dat aan dit boek ten grondslag heeft gelegen, is verre van uitputtend. Het is niet mijn intentie of streven geweest om volledig te zijn. Verschillende subonderdelen van dit boek lenen zich als onderwerp voor een afzonderlijk dissertatieonderzoek. Met dit boek heb ik mij slechts tot doel gesteld om voor een pre-insolventieakkoord een theoretische grondslag aan te dragen en een raamwerk op hoofdlijnen te schetsen dat hopelijk als basis en kapstok voor discussie en nader onderzoek kan dienen. Dit is een eerste begin. Er is nog het nodige te doen en ik zie

³³ Zie voor een bespreking van de vennootschapsrechtelijke aspecten van het Voorontwerp o.a. het advies van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en De Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie van 13 november 2014.

³⁴ De internationale aspecten van grensoverschrijdende groepen laat ik buiten beschouwing; zie hierover uitgebreid o.a. R.J. van Galen, *Insolvent Groups of Companies in Cross Border Cases and Rescue Plans*, Preadvies NVRII 2012 en L. Lennarts, *The Review of the EU Insolvency Regulation – Time to Recognize the Ties that Bind Company Law and Insolvency Law*, Preadvies NVRII 2012.

ernaar uit om in de toekomst samen met anderen aan het project “pre-insolventieakkoord” verder te werken.

2. De rechtvaardigingsgrond en het doel van faillissementsrecht

2.1 Inleiding

Om een nieuwe regeling te kunnen ontwerpen, moet men eerst duidelijk voor ogen hebben wat het doel van de regeling zou moeten zijn. In samenhang daarmee zal men een antwoord moeten kunnen geven op de vraag naar de rechtvaardigingsgrond van de regeling, in het bijzonder waar de regeling op bestaande rechten van partijen inbreuk maakt.

In het volgende hoofdstuk beantwoord ik de vraag naar het doel van een zelfstandig dwangakkoord en de rechtvaardigingsgrond voor de inbreuk die een dwangakkoord op individuele (verhaals)rechten van (tegenstemmende) crediteuren maakt. Zoals in hoofdstuk 3 zal blijken, behoort een zelfstandig dwangakkoord een zuiver insolventierechtelijk instrument te zijn.³⁵ Daarom bespreek ik eerst, in dit hoofdstuk, het doel en de rechtvaardigingsgrond van faillissementsrecht in het algemeen. Omdat dit onderzoek zich richt op de vormgeving van een nieuwe regeling, zal ik niet tot uitgangspunt nemen wat het doel van faillissementsrecht naar positief Nederlands recht op dit moment is,³⁶ maar de vraag beantwoorden naar wat het doel van faillissementsrecht meer in het algemeen zou moeten zijn. Ik ontleen daarvoor inspiratie aan de “*creditors’ bargain theory*” die in de Amerikaanse literatuur is ontwikkeld. In het navolgende zal blijken dat het doel van Nederlands faillissementsrecht - in ieder geval voorlopig nog³⁷ - grotendeels overeenkomt met

³⁵ Dat wil zeggen: uitsluitend toe te passen indien de schuldenaar in financiële staat van insolventie of pre-insolventie verkeert; zie hierna paragrafen 3.6 en 3.7.

³⁶ Zie hierover o.a. F.M.J. Verstijlen, *De faillissementscurator*, diss. Tilburg, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, p. 26 e.v.

³⁷ De tendens om steeds meer gewicht toe te kennen aan zogenaamde maatschappelijke belangen brengt hier sluipenderwijs verandering in; zie hierover nader o.a. F.M.J. Verstijlen, *De faillissementscurator*, diss. Tilburg, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, p. 29 e.v.; F.M.J. Verstijlen, *De betrekkelijke continuïteit van het contract binnen faillissement*, in: W.M.J. van Andel en F.M.J. Verstijlen, *Materieel faillissementsrecht: de Peeters/Gatzen-vordering en de overeenkomst binnen faillissement* (preadvies Vereniging van Burgerlijk Recht), Kluwer 2006, p. 131 e.v.; W. Sniijders, *Concursus creditorum en de verdelende rechtvaardigheid in het privaatrecht*, in: M.W. Hesselink, C.E. du Perron en A.F. Salomons, *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, Boom Juridische Uitgevers, 2003, p. 272 e.v.; S.H. de Ranitz, *Crediteurenbelang versus “andere belangen”*, in: *De curator, een octopus*, Serie Onderneming en Recht, deel 6, W.E.J. Tjeenk Willink, 1996; A. van Hees, *Het doel van faillissement en de taak van de curator*, *TvI* 2004, nr. 45, p. 200-203; A. van Hees, *Maatschappelijk verantwoord vereffenen*, *TvI* 2015/1; A. van Hees, *Pre-pakken voor de werknemers*, *TvI* 2016/18; J.J. van Hees, *Kroniek van het insolventierecht*, *NJB* 2012/888 en J.J. van Hees, *Kroniek van het insolventierecht*, *NJB* 2014, 799.

wat het doel ervan naar de opvatting van de geestesvaders van de *creditors' bargain theory* zou moeten zijn.

2.2 Creditors' bargain theory

De meest invloedrijke rechtvaardigingstheorie voor het faillissementsrecht is de zogenaamde *creditors' bargain theory*. Deze is in de jaren 80' ontwikkeld door de Amerikaanse rechtswetenschappers Thomas Jackson en Douglas Baird.³⁸ De theorie beoogt een rechtvaardigingsgrond aan te dragen voor het bestaan en de noodzaak van het faillissementsrecht en de inbreuk die het faillissementsrecht op de individuele verhaalsrechten van crediteuren maakt.³⁹

³⁸ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 862 – 863; D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51; en T.H. Jackson, The Logics and Limits of Bankruptcy Law, Harvard University Press 1986. Zie over de *creditors' bargain* theorie in de Nederlandse literatuur F.M.J. Verstijlen en D. Hoekstra, De separatist in het voorontwerp voor een Insolventiewet en de *creditors' bargain*, NJB 2009, afl. 5; J. Hummelen, Distress Dynamics, an efficiency assessment of Dutch bankruptcy law, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2015, p. 23 - 36; R.J. de Weijs, Harmonisation of European Insolvency Law and the need to tackle two problems: common pool & anticommons, International Insolvency Review 2012, nr. 2; O. Couwenberg, Resolving Financial Distress in the Netherlands, diss. Groningen, 1997, p. 70 e.v.; G.D. Hoekstra, De spanning tussen het maatschappelijk belang en het gezamenlijk belang gezien in het licht van de *creditors' bargain*, TvI 2005/12 en Y. Ren, A comparative study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China, Eleven Publishing, 2012, p. 15 – 41.

³⁹ De *creditors' bargain* theorie heeft ook kritiek losgemaakt en tot alternatieve theoriën geleid; zie o.a. R.E. Scott, Through Bankruptcy with the Creditors' Bargain Heuristic, Univ. Of Chic. L. Rev. 1986, vol. 53, p. 690-708; R.E. Scott, Sharing the risks of bankruptcy: Timbers, Ahlers, and beyond, Columbia Business Law Review 1 (1989) 183 – 194; T.H. Jackson and R.E. Scott, On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain, Virginia Law Review 75(2) (1989) 155-204; Barry E. Adler, Bankruptcy and Risk Allocation, Cornell L. Rev. 1992, Vol. 77, p. 440; D.G. Carlson, Bankruptcy theory and the creditors' bargain, University of Cincinnati Law Review 61(2) (1992) 453 – 510; E. Warren, Bankruptcy Policy, Univ. of Chic. L. Rev, 1987, vol. 54, nr. 3, p. 775 – 814; D.G. Baird, Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy: A Reply to Warren, Univ. of Chic. L. Rev. 1987, vol. 54, p. 815 – 834; E. Warren, Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World, Mich. L. Rev., 1993, vol. 92, p. 336 – 3876; K. Gross, Taking community interests into account in bankruptcy: an essay, Washington University Law Review 72(3) (1994) 1031 – 1048; D.R. Korobkin, Rehabilitating values: a jurisprudence of bankruptcy, 91 Columbia Law Review 717 (1991); D.R. Korobkon, Contractarianism and the normative foundations of bankruptcy law, 71 Texas Law Review 541 (1993); R.K. Rasmussen, An essay on optimal bankruptcy rules and social justice, 1 University of Illinois Law Review (1994) 1 – 43; J.A. Veach, On considering the public interest in bankruptcy: looking to the railroads for answers, Indiana Law Journal 72(4) (1997) 1211-1230; N.D. Martin, Noneconomic interests in bankruptcy: standing on the outside looking in, Ohio State Law Journal, 59 (1998), 429 – 505; S.L. Bufford, What is right about bankruptcy law and wrong about its critics, Washington University Law Review 72(3) (1994) 829 – 848; H.R. Miller, The changing face of Chapter 11: a re-emergence of the bankruptcy judge as producer, director and sometimes star of the reorganization passion play, American Bankruptcy Law Journal 69 (1995), 431 – 465; M.M. Blair and L.A. Stout, A Team Production Theory of Corporate Law, Va. L. Rev. 1999, Vol. 85; L.M. LoPucki, A Team Production Theory of Bankruptcy Reorganization, Vand.L.Rev. 2004, Vol. 57; R.V. Butler & S.M. Gilpatric, A Re-examination of the Purposes and Goals of Bankruptcy, Am. Bankr. Inst. L. Rev. 1994, Vol 2; D.A. Skeel, Jr., Markets, Courts, and the Brave New World of Bankruptcy Theory, Wis. L. Rev. 1993, Vol. 1993; Omer Tene, Revisiting the Creditors' Bargain: The Entitlement to the Going-Concern Surplus in Corporate Bankruptcy Reorganizations, Bankr.Dev.J. 2003, Vol 19; S. Paterson, Rethinking the Role of the Law of Corporate Distress in the Twenty-First Century, LSE Law, Society and Economy Working Papers 27/2014 en R.J. Mokal, Corporate insolvency law: Theory and Application, Oxford University Press, 2015.

Volgens de *creditors' bargain theory* bestaat voor het faillissementsrecht een rechtvaardiging indien en voor zover aannemelijk is dat crediteuren in een “*ex ante*” positie, dat wil zeggen: van te voren zonder te weten wat hun toekomstige positie in een concreet geval zou zijn, een dergelijk systeem met elkaar zouden hebben afgesproken.⁴⁰ Daarmee is de rechtvaardigingsgrond van faillissementsrecht volgens Jackson en Baird uiteindelijk die van consensus.

Bij de beoordeling van verschillende regelingen in het faillissementsrecht passen Jackson en Baird de *creditors' bargain theory* toe waarbij zij zichzelf steeds de vraag stellen of crediteuren de betreffende regeling in een *ex ante* positie aldus zouden hebben afgesproken.⁴¹

2.3 Het *common pool* probleem

Bij het beantwoorden van de vraag of en in hoeverre crediteuren in een *ex ante* positie zouden afspreken om in geval van insolventie van de schuldenaar hun individuele verhaalsrechten in te wisselen voor een collectieve verhaalsprocedure beschouwen Jackson en Baird het “*common pool*” probleem en het “*prisoner's dilemma*” dat zich daarbij voordoet.⁴²

Het *prisoner's dilemma* is een klassiek voorbeeld dat in de speltheorie wordt gebruikt om aan te tonen dat volledig rationeel handelende personen niet zullen handelen op een wijze die in hun gezamenlijk belang is indien zij niet in staat zijn onderling afspraken te maken. In het klassieke voorbeeld zijn er twee verdachten die zijn opgepakt voor hetzelfde delict. De verdachten zijn tijdelijk gevangen genomen. Een belangrijk gegeven is dat de verdachten niet met elkaar kunnen communiceren. Beide verdachten krijgen het volgende aanbod: indien zij elkaar verraden, krijgen zij beide 2 jaar gevangenisstraf. Indien de een de ander verraadt en de ander zwijgt, wordt de verrader in vrijheid gesteld. Degene die heeft gezwegen krijgt dan 3 jaar

⁴⁰ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 860 die faillissementsrecht beschouwt als: “(...) a system designed to mirror the agreement one would expect the creditors to form among themselves were they able to negotiate such an agreement from an *ex ante* position. It is this approach that I characterize as the ‘creditors’ bargain.’”

⁴¹ Zie bijvoorbeeld ten aanzien van de behandeling van geseceerde crediteuren: D.G. Baird en T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51 en ten aanzien van pauliana: D.G. Baird and T.H. Jackson, Fraudulent conveyance law and its proper domain, Vanderbilt Law Review 1985/38.

⁴² Zie over het prisoner's dilemma o.a. Anatol Rapoport, A.M. Chammah, Prisoner's Dilemma, University of Michigan Press, 1965.

gevangenisstraf. Indien beide verdachten zwijgen, krijgen zij beiden slechts 1 jaar gevangenisstraf. Ervan uitgaande dat beide verdachten streven naar een uitkomst die voor hen gezamenlijk de kortste gevangenisstraf zou opleveren, is het in hun beider belang om te blijven zwijgen. Omdat de verdachten hun gedrag echter niet onderling af kunnen stemmen,⁴³ is volgens de speltheorie de enige rationele beslissing van de verdachten om de ander te verraden. De gevangene die voor de beslissing staat hoe het best te handelen, heeft twee scenario's te beoordelen. Het eerste is het scenario waarin de ander verraad pleegt. Het tweede scenario is dat waarin de ander zwijgt. In beide scenario's doet de gevangene er rationeel het best aan de ander te verraden in plaats van te zwijgen. In het eerste scenario blijft hij dan slechts 2 jaar in plaats van 3 jaar zitten. In het tweede scenario gaat hij dan vrijuit in plaats van één jaar te moeten blijven zitten.

Jackson illustreert het *common pool* probleem met het daaraan verbonden *prisoner's dilemma* aan de hand van het analogon van het vissen in een meer:

"Imagine that you own a lake. There are fish in the lake. You are the only one who has the right to fish in that lake, and no one constrains your decision as to how much fishing to do. You have it in your power to catch all the fish and sell them for, say, \$100,000. If you did that, however, there would be no fish in the lake next year. It might be better for you- you might maximize your total return from fishing - if you caught and sold some fish this year but left other fish in the lake so that they could multiply and you would have fish in subsequent years. Assume that, by taking that approach, you could earn (adjusting for inflation) \$50,000 each year. Having this outcome is like having a perpetual annuity paying \$50,000 a year. It has a present value of perhaps \$500,000. Since (obviously, I hope) when all other things are equal, \$500,000 is better than \$100,000, you, as sole owner, would limit your fishing this year unless some other factor influenced you. But what if you are not the only one who can fish in this lake? What if a hundred people can do so? The optimal solution has not changed; it would be preferable to leave some fish in the lake to multiply because doing so has a present value of \$500,000. But in this case, unlike that where you have to control only yourself, an obstacle exists in achieving that result. If there are a hundred fishermen, you cannot be sure, by limiting your fishing, that there will be any more fish next year, unless you can also

⁴³ Voor een uitkomst die voor beide verdachten gezamenlijk het meest gunstig is, is behalve de mogelijkheid om onderling te kunnen communiceren ook noodzakelijk de mogelijkheid om bindende afspraken te kunnen maken met voldoende afschrikwekkende sancties bij niet-nakoming.

*control the others. You may, then have an incentive to catch as many fish as you can today because maximising your take this year (catching on average \$1,000 worth of fish) is better for you than holding off (catching say only \$500 worth of fish this year) while others scramble and deplete the stock entirely. If you hold off, your aggregate return is only \$500 since nothing will be left for next year or the year after. But that sort of reasoning by each of the hundred fishermen will mean that the stock will be gone by the end of the first season. The fishermen will split £100,000 this year, but there will be no fish- and no money - in future years. Self-interest results in their splitting \$100,000, not \$500,000. What is required is some rule that will make all hundred fishermen act as a sole owner would. That is where bankruptcy law enters the picture in a world not of fish but of credit. (...) Bankruptcy provides a way to make these diverse individuals act as one, by imposing a collective and compulsory proceeding on them.*⁴⁴

Een *common pool probleem* met een *prisoner's dilemma* doet zich voor indien crediteuren zich verhalen op het vermogen van hun gezamenlijke schuldenaar, waarbij de crediteuren niet bereid of in staat zijn hun verhaalsacties onderling af te stemmen.⁴⁵ Indien de crediteuren hun acties zouden coördineren, en waar nodig tijdelijk op zouden schorten, om de beschikbare waarde op een gecontroleerde manier te realiseren, zou dat voor de crediteuren als geheel het beste resultaat opleveren. Crediteuren zijn bij een dreigend tekort echter zelden in staat met alle andere crediteuren afspraken over een gecoördineerd aanpak te maken. Een crediteur die onmiddellijk tot actie overgaat en zich als een van de eersten op de beschikbare vermogensbestanddelen weet te verhalen, zal een verhoudingsgewijs groter deel van zijn vordering voldaan kunnen krijgen dan de crediteur die een afwachtende houding aanneemt. Bij gebreke van coördinatie rest individuele crediteuren niets anders dan om zo snel mogelijk actie te ondernemen om hun relatieve aanspraak veilig te stellen. Zij lopen anders het risico met minder of niets achter te blijven. Ongeacht wat de andere crediteuren doen, of deze een afwachtende houding aannemen of tot individuele verhaalsuitoefening overgaan, bij gebreke van collectieve coördinatie doet een individuele crediteur er rationeel altijd het best aan zijn individuele verhaalsrechten zo snel mogelijk uit te oefenen. Deze ongecoördineerde wedloop op de vermogensbestanddelen van de schuldenaar zal

⁴⁴ T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986, p. 11.

⁴⁵ Zie ook T.H. Jackson, *Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules*, *Am. Bankr. L.J.* 399, 1986, p. 402.

in de regel tot een suboptimaal resultaat voor de crediteuren als groep leiden. In het bijzonder leidt ongecoördineerde individuele verhaalsuitoefening tot verkoop van de onderneming van de schuldenaar in stukken (*piecemeal*), terwijl met een collectieve liquidatieprocedure de onderneming als een (*going concern*) geheel kan worden verkocht wat bij een levensvatbare onderneming veelal een hogere opbrengst voor de crediteuren als groep zal opleveren.

In de duiding van het belang van een collectieve procedure bestaat er een accentverschil tussen de benadering van Jackson en Baird en die van de Nederlandse wetgever. Jackson en Baird benadrukken dat bij collectieve liquidatie het mogelijk is om het vermogen als één geheel te verkopen wat vaak een hogere opbrengst voor de crediteuren als groep oplevert dan stuksgewijze verkoop in geval van individuele executie. Volgens de Nederlandse wetgever is het belang van een collectieve verhaalsprocedure er vooral in gelegen dat ieder een uitkering ontvangt overeenkomstig diens recht.⁴⁶ Met andere woorden, waar Jackson en Baird meer nadruk leggen op de actiefzijde (vergroting van het actief), legt de Nederlandse wetgever meer nadruk op de passiefzijde (de verdeling).

Hoewel een afspraak over een collectieve aanpak in het gezamenlijk belang is van de crediteuren, zijn de crediteuren in de praktijk doorgaans niet in staat om tot afspraken over een gecoördineerde verhaalsaanpak te komen. Een wettelijk systeem is daarom nodig om het *prisoner's dilemma* op te lossen en collectief handelen te faciliteren.

Er zijn verschillende redenen waarom crediteuren bij een dreigende tekort niet goed in staat zijn tot afspraken over een gecoördineerde aanpak te komen.⁴⁷ Daar kunnen praktische belemmeringen aan ten grondslag liggen, zoals onbekendheid met de andere crediteuren, tijdgebrek of eenvoudigweg gebrek aan initiatief (gelet op het verhoudingsgewijs relatief geringe belang van iedere crediteur afzonderlijk). Een andere reden kan zijn dat de uitgangspositie van de crediteuren verschillend is. De ene crediteur heeft bijvoorbeeld méér (verhaals)informatie dan andere crediteuren of loopt met zijn executietraject ver voor op andere crediteuren. Deze crediteur zal niet

⁴⁶ S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet*. Heruitgave *Geschiedenis van de wet op het Faillissement en de Surséance van Betaling*, deel I, bewerkt door Mr. G.W. Baron van der Feltz, Haarlem 1896, W.E.J. Tjeenk Willink 1994, p. 27: “*De instelling van het faillissement beoogt niets anders dan, bij staking van betaling door den schuldenaar, diens vermogen op eene billijke wijze onder al zijne schuldeischers, met eerbiediging van ieders recht, te verdeelen, en het geheele samenspel der bepalingen, welke in eene faillietenwet worden gevonden, heeft geen ander doel dan die billijke verdeling voor te bereiden, te waarborgen en te bewerkstelligen.*” Zie ook F.M.J. Verstijlen, *De faillissementscurator*, diss. Tilburg, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, p. 26 – 29.

⁴⁷ Zie in dit verband ook O. Couwenberg, *Reorganisatie-obstakels in faillissement*, *Ondernemingsrecht* 2004/223, par. 2.

graag zijn voorsprong op andere crediteuren op willen geven. Hetzelfde kan gelden voor een geseceerde crediteur die wellicht ook bij een ongecontroleerd proces zijn volledige vordering kan verhalen. Hij heeft er dan geen direct eigen belang bij om zijn acties te temporiseren of te coördineren. Vanwege de verschillende uitgangspunten zullen crediteuren zelden *ex post*, nadat het insolventiemoment is ingetreden, overeenstemming over een gecoördineerde aanpak bereiken, ook al zouden zij daartoe praktisch in staat zijn.

Het is evenmin realistisch om aan te nemen dat individuele crediteuren bij elkaar zullen komen voordat insolventie in zicht is om collectieve afspraken te maken over gecoördineerde actie in geval van een eventueel toekomstig faillissement, alleen al omdat van te voren doorgaans onbekend is of insolventie zal intreden en wie de crediteuren tegen die tijd zullen zijn.

Volgens Jackson en Baird zouden crediteuren *ex ante* alleen instemmen met een faillissementssysteem dat inbreuk maakt op hun individuele (verhaals)rechten voor zover de inbreuk nodig is om het *common pool* probleem te verhelpen en leidt tot een beter resultaat voor de crediteuren als groep.

Ervan uitgaande dat een collectieve verhaalsprocedure leidt tot een beter resultaat voor de crediteuren als groep dan ongecoördineerde individuele verhaalsuitoefening, zouden volgens Jackson en Baird crediteuren in een *ex ante* positie instemmen met een systeem waarbij zij in geval van insolventie van de schuldenaar hun individuele verhaalsrechten inruilen voor een collectieve verhaalsprocedure. Zijn noemen daartoe in hoofdzaak drie redenen: een collectieve procedure vergroot de totale opbrengst voor de crediteuren als groep, waarborgt een efficiënte verdeling⁴⁸, en voorkomt onnodige kosten.⁴⁹

De *creditors' bargain* theorie veronderstelt dat crediteuren *ex ante* zouden kiezen voor een systeem dat het mogelijk maakt om hun vóór faillissement ontstane rechten ("*pre-bankruptcy*" of "*nonbankruptcy entitlements*") zoveel mogelijk te realiseren. Een inbreuk is volgens de *creditors' bargain* theorie slechts toegelaten indien en voor zover die inbreuk nodig is om crediteuren daarmee uiteindelijk in

⁴⁸ Overeenkomstig ieders rang in plaats van volgens de "alles of niets" regel "wie het eerst komt, het eerst maalt".

⁴⁹ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 862 – 863: "*reduction of strategic costs*", "*increased aggregate pool of assets*" en "*administrative efficiencies*"; zie ook D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51.

staat te stellen hun vóór faillissement verkregen rechten beter te effectueren. Een inbreuk die volgens de *creditors' bargain* theorie toelaatbaar is, is daarmee geen "echte" materiële inbreuk. Een toegelaten "inbreuk" is een inbreuk op een procedureel verhaalsrecht, geen inbreuk op een materieel recht, en mag geen negatief, maar moet juist een positief effect op de realisatie van vóór faillissement verkregen materiële rechten hebben. Alleen dan zullen de crediteuren de inbreuk op hun individuele procedurele rechten *ex ante* aanvaardbaar achten.

2.4 Het probleem van de *anticommons*

Het *common pool* probleem betreft de situatie waarbij waardebestanddelen waarop meerdere partijen tegelijk aanspraak maken suboptimaal worden benut doordat de gerechtigde partijen hun individuele rechten op de waardebestanddelen excessief uitoefenen.

Het probleem doet zich in spiegelbeeldige vorm voor indien iedere partij die een aanspraak heeft op de gezamenlijke waardecomponent, het recht heeft om aan de andere partijen het gebruik of het nut van die waardecomponent te ontzeggen. De suboptimale benutting van de waardecomponent wordt dan niet veroorzaakt door een excessieve uitoefening van het individuele recht om de waarde te benutten, maar door een excessieve uitoefening van het individuele recht om anderen van benutting uit te sluiten. Dit wordt aangeduid als het probleem van de *anticommons* ("*tragedy of the anticommons*"). Waar het *common pool* probleem leidt tot overbenutting, leidt het *anticommon* probleem tot onderbenutting van de gezamenlijke waarde.⁵⁰

Het probleem van de *anticommons* kan zich voordoen bij de totstandbrenging van een collectieve overeenkomst (een onderhands akkoord) tussen meerdere partijen waarbij instemming van iedere partij op basis van unanimitéit is vereist.⁵¹ Ook hier

⁵⁰ Zie over het probleem van de *anticommons* o.a. J.M. Buchanan and Y.J. Yoon, *Symmetric Tragedies: Commons and Anticommons*, *Journal of Law and Economics*, Vol. 43, No. 1, 2000, p. 1-13; M.A. Heller, *The Tragedy of the Anticommons: Property in the transition from Marx to Markets*, *Harvard Law Review*, 1998/111; D.G. Baird and R.K. Rasmussen, *Antibankruptcy*, *Yale Law Journal*, 2010/648; R.J. de Weijs, *Harmonisation of European Insolvency Law and the need to tackle two problems: common pool & anticommons*, *International Insolvency Review* 2012, nr. 2, p. 67 – 83; L.A. Fenell, *Commons, Anticommons, Semicommons*, in K. Ayotte and H.E. Smith (eds), *Research Handbook on the Economics of Property Law*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2011. Zie ook J. Hummelen, *Distress Dynamics, an efficiency assessment of Dutch bankruptcy law*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2015, p. 27 e.v.

⁵¹ L.A. Fenell, *Commons, Anticommons, Semicommons*, in K. Ayotte and H.E. Smith (eds), *Research Handbook on the Economics of Property Law*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2011, p. 42.

kan een *prisoner's dilemma* optreden. Iedere partij kan door uitoefening van haar vetorecht de totstandkoming van het akkoord verhinderen. Indien iedereen instemt, leidt dat tot de oplossing die in het belang is van de crediteuren als geheel. Stemt één of stemmen enkele crediteuren echter niet in, dan geeft dat hen een “*hold-out*” positie: zij kunnen voor hun instemming verhoudingsgewijs méér proberen te bedingen. Dit meerdere gaat ten koste van de crediteuren die wel hebben ingestemd, want die ontvangen daardoor minder dan het deel waarop zij rechtens aanspraak hebben. Iedere crediteur heeft een prikkel om zijn stemming te onthouden. Hij kan daarmee voorkomen dat hij in een positie komt te verkeren waarin hij minder dan het zijne ontvangt. Ook kan hij daarmee zelf een *hold-out* positie innemen.⁵² Dit kan ertoe leiden dat het akkoord uiteindelijk niet tot stand komt. Door de excessieve uitoefening van het recht om anderen van de “benutting” van de waarde van het akkoord uit te sluiten, komt het akkoord uiteindelijk niet tot stand en blijft de potentiële waarde ervan voor de crediteuren als geheel onbenut. Alle partijen zijn dan slechter af. Een wettelijk mechanisme waarbij een meerderheid een minderheid kan binden (en de rechter een akkoord aan tegenstemmende klassen kan opleggen), ontnemt aan individuele crediteuren (of een klasse van crediteuren) de mogelijkheid een *hold-out* positie te verwerven door tegen te stemmen. Het akkoord kan dan immers ook zonder hun instemming tot stand komen. Dit ontnemt aan individuele crediteuren de prikkel om op oneigenlijke gronden tegen te stemmen. Het mechanisme kan op deze wijze het *prisoner's dilemma* verhelpen.

2.5 Het doel van faillissementsrecht volgens de *creditors' bargain theory*

Neemt men de *creditors' bargain* theorie tot uitgangspunt, dan volgt daar allereerst uit dat het faillissementsrecht alleen ten dienste staat van de crediteuren: het is wat de *crediteuren* zouden hebben afgesproken om hun gezamenlijke verhaalsbelangen te dienen. Het faillissementsrecht dient ter vervanging van de individuele verhaalsrechten van de crediteuren. Het is volledig op de individuele verhaalsrechten van de crediteuren gebaseerd. Het mag er niet toe leiden dat de crediteuren als groep er ten opzichte van individuele verhaalsuitoefening op

⁵² Dit wordt als mogelijke verklaring genoemd voor de mislukking van het akkoordvoorstel van Getronics in 2003; zie W.D. Boer, Een alternatief voor sanering van obligatieleningen uitgegeven onder trustverband, *Ondernemingsrecht* 2003, nr. 3 en N.W.A. Tollenaar, Debt for equity swaps, in: N.E.D. Faber (red.), *De Bewindvoerder een Octopus*, Serie Onderneming en Recht, deel 44, Kluwer, 2008, p. 63 – 64. Een fraaie illustratie van de *hold-out* dynamiek levert ook de V&D casus waarbij V&D aan haar verhuurders om een huurverlaging verzocht. Zie hierover A.M. Mennens en F.E.J. Beekhoven van den Boezem, *Wijziging van toekomstige verplichtingen middels een dwangakkoord buiten insolventie: toekomstmuziek?*, *TvI* 2015/32.

achteruitgaan. Het strekt er juist toe het resultaat van individuele verhaalsuitoefening ten behoeve van de crediteuren als groep te verbeteren.

Zoals uit het voorgaande volgt, is het primaire doel van het faillissementsrecht volgens Jackson en Baird om het *common pool* probleem te verhelpen.⁵³ Voor verdergaande inbreuken dan daarvoor nodig bestaat volgens Jackson en Baird geen rechtvaardiging. De materiële rechten die crediteuren vóór faillissement hebben verkregen, zouden zoveel mogelijk moeten worden gerespecteerd:

*“(...) bankruptcy law at its core should be designed to keep individual actions against assets, taken to preserve the position of one investor or another, from interfering with the use of those assets favored by the investors as a group. (...) Bankruptcy law should change a substantive nonbankruptcy rule only when doing so preserves the value of assets for the group of investors holding rights in them. For this reason, bankruptcy law necessarily overrides the remedies of individual investors outside of bankruptcy, for those “grab” rules undermine the very advantages sought in a collective proceeding. Changes in substantive rules unrelated to preserving assets for the collective good of the investor group, however, run counter to the goals of bankruptcy.”*⁵⁴

Jackson concludeert:

*“The creditors’ bargain model, then, provides a satisfying theoretical explanation of why bankruptcy law should make a fundamental decision to honour negotiated entitlements.”*⁵⁵

Volgens de *creditors’ bargain* theorie heeft een faillissementssysteem dan ook geen ander doel dan, door het verhelpen van het coördinatiegebrek dat aan het *common pool* probleem ten grondslag ligt, crediteuren verbeterd in staat te stellen hun vóór faillissement bedongen of verkregen rechten te realiseren. De *creditors’ bargain*

⁵³ Ook in de Nederlandse (rechts)economische literatuur wordt het verhelpen van het *common pool* probleem, in navolging van Jackson en Baird, als het primaire doel van faillissementsrecht gezien; zie o.a. A.W.A. Boot en J. E. Ligterink, Faillissementswetgeving en Economische Efficiëntie, Bank- en Effectenbedrijf, oktober 2000, p. 10 – 14 en O. Couwenberg, Reorganisatie-obstakels in faillissement, Ondernemingsrecht 2004/223, par. 2.

⁵⁴ D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 100 – 101; zie ook T.H. Jackson, Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules, 60 Am. Bankr. L.J., 1986, p. 403.

⁵⁵ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 871.

theorie staat geen inbreuk op materiële rechten van crediteuren voor. Integendeel, de *creditors' bargain* theorie staat slechts een inbreuk op *procedurele* (verhaals)rechten toe, en dan slechts indien en zover dat uiteindelijk leidt tot een verbeterde effectuering van het materiële recht.⁵⁶

Een faillissementsprocedure mag volgens Jackson en Baird geen wijziging brengen in vóór faillissement bestaande materiële rechten en verdelingsafspraken.⁵⁷ Brengt de opening van een insolventieprocedure wijziging in de materiële positie van partijen, dan kan dat tot destructief strategisch gedrag leiden, waarbij één of meer partijen een eigen belang hebben om faillissement aan te vragen of juist uit te stellen zonder dat dit in het belang is van de crediteuren als groep.⁵⁸

Op grond van de *creditors' bargain* theorie moeten volgens Jackson en Baird zekerheidsrechten dan ook zoveel mogelijk worden gerespecteerd. Gesecureerde crediteuren hebben gecontracteerd voor een verhoudingsgewijs laag risico en ontvangen daarvoor een verhoudingsgewijs lage risicovergoeding (rente). Concurrente en achtergestelde crediteuren hebben gecontracteerd voor een hoger risico en ontvangen daarvoor een navenant hogere risicovergoeding.⁵⁹ In de *ex ante positie* zijn de crediteuren tevreden met de door hen gemaakte afspraken en zouden zij kiezen voor een systeem dat de door hen gemaakte (rang)afspraken respecteert.⁶⁰

⁵⁶ Zie over het onderscheid in de Nederlandse systematiek tussen het materiële recht, de vordering (het *ius agendi*), de rechtsoverdracht en het verhaalsrecht van de schuldeiser en hoe deze rechten zich tot elkaar verhouden F.M.J. Verstijlen, De faillissementscurator, diss. Tilburg, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, p. 14 e.v. met verdere verwijzingen.

⁵⁷ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 895: "There is no normative reason that suggests further redistribution (...) of non-bankruptcy entitlements from one class to some other class." Zie ook T.H. Jackson, Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules, Am. Bankr. L.J. 399, 1986, p. 403.

⁵⁸ Zie o.a. T.H. Jackson, The Logic and Limits of Bankruptcy Law, Harvard University Press, 1986, p. 20 e.v.

⁵⁹ Jackson en Baird wijzen erop dat de rechtvaardiging voor het respecteren van de hogere rang van gesecureerde crediteuren ten opzichte van ongesecureerde crediteuren geen andere is dan die voor het respecteren van de hogere rang van ongesecureerde crediteuren ten opzichte van aandeelhouders: aandeelhouders verlangen een hoger rendement en dragen daarvoor een hoger risicoprofiel dan ongesecureerde crediteuren. "That rights are hierarchically arranged merely reflects the different bargain each interest holder has struck in acquiring those rights." D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 112. Zie in dit verband ook D.G. Carlson, Bankruptcy theory and the creditors' bargain, University of Cincinnati Law Review 61(2) (1992) 453 – 510.

⁶⁰ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 868 – 871; D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 100 – 101; T.H. Jackson, Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules, 60 Am. Bankr. L.J., 1986, p. 403 en D.G. Baird, Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 Yale L.J., 1998, 573 et. seq.

Jackson en Baird benadrukken dat het doel van een reorganisatieprocedure *niet* is om de onderneming te rehabiliteren, de continuïteit van de onderneming te waarborgen of werkgelegenheid te behouden.⁶¹ Zij wijzen erop dat een reorganisatieprocedure niets anders is dan een liquidatieprocedure, met als enige verschil dat de onderneming niet (*going concern*) wordt verkocht aan een derde,⁶² maar aan de crediteuren zelf.⁶³ De onderneming dient slechts als *going concern* te worden behouden, indien dat tot een beter resultaat voor de crediteuren als groep leidt.⁶⁴

⁶¹ D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 101 - 102: “[some] argue that a bankruptcy proceeding must respond to the greater social problems that attend a business failure. (...). Some believe that preventing such consequences is worth the costs of keeping a firm running (...). We think that this view is, as a matter of bankruptcy policy, fundamentally wrong. (...) The relevant bankruptcy goal, as we have seen, is not that a firm stay in business, but rather that its assets are deployed in a way that, consistent with the applicable nonbankruptcy restrictions, advances the interests of those who have rights in them.” (p. 118); T.H. Jackson, Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules, Am. Bankr. L.J. 399, 1986, p. 416: “Owners resort to bankruptcy law to solve a common pool problem. Because of that problem, it is true that bankruptcy law “exists” to keep diverse owners pulling apart assets that would be worth more to the group of owners if kept together. In that way, bankruptcy law does in fact assist in keeping firms worth more as going concerns to their owners as going concerns. But it is a far step from that to raise, as an independent bankruptcy policy, a notion of keeping firms in existence. Such an independent policy would mean that irrespective of the wishes of the owners, a firm’s assets should be kept in their current form because someone – society or workers – is better off.” Zie voorts T.H. Jackson, The Logic and Limits of Bankruptcy Law, Harvard University Press, 1986, p. 24 – 27 en 53: “It is wrong to think that there should be an independent substantive policy of reorganization law to give firms breathing space or reorganize them to preserve jobs.” T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 857; D.G. Baird, Bankruptcy’s Uncontested Axioms, 108 Yale L.J., 1998, 573 et. seq., en D.G. Baird, The Uneasy Case for Corporate Reorganizations, 15 J. Legal. Stud. 127 (1986), p. 133.

⁶² T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 893: “A business may be disposed of (“liquidated”) as a unit” and, if its highest best use is as a “going concern”, it would seem that a properly conceived of Chapter 7 proceeding would require the entity to be sold (i.e. liquidated) as a unit rather than piecemeal whenever its going concern value exceeds its piecemeal liquidation value.”

⁶³ T.H. Jackson, The Logic and Limits of Bankruptcy Law, Harvard University Press, 1986, p. 211: “The key conceptual difference between a reorganization and a liquidation is that in a reorganization the firm’s assets are sold to the creditors themselves rather than to third parties.”; T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 893: “A reorganization, at least as a start, may be viewed as a form of liquidation. The business entity, however, is sold to the creditors themselves rather than to third parties. (...) Reorganization proceedings provide nothing more than a method by which the sale of an enterprise as a going concern may be made to the creditors themselves. This process, like any liquidation procedure, involves two steps. First, the assets of the enterprise are sold. Second, the claims against the debtor are paid out of the proceeds of this sale.”; D.G. Baird & D.S. Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 Yale L.J. (2006), p. 1937: “The reorganization of an insolvent enterprise is the equivalent of a going-concern sale of the business to its creditors in exchange for their claims.”; D.G. Baird, The Uneasy Case for Corporate Reorganizations, Journal of Legal Studies, Vol. 15, 1986, p. 127: “Bankruptcy proceedings take one of two forms, depending on whether ownership rights to the assets are sold on the open market to one or more third parties or (...) to the old owners in return for the cancellation of their prebankruptcy entitlements. (...) In effect a reorganization is a forced sale.” Zie ook D.G. Baird and R.K. Rasmussen, Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations, 87 Va. L. Rev. 921, 2001, p. 921, en Clark, The Interdisciplinary Study of Legal Evolution, 90 Yale L.J. (1981) 1238.

⁶⁴ Idem.

Dat een herstructurering in economische zin neerkomt op een “overdracht” van de (waarde van de) onderneming aan de crediteuren die nog een economisch belang hebben (*in the money* zijn) is eenvoudig te begrijpen indien men voor ogen houdt dat alle vorderingen op en alle aandelen in de vennootschap tezamen aanspraak geven op de gehele waarde van de onderneming.

In het kader van een herstructurering wordt in beginsel alle beschikbare waarde in de vorm van vorderingen op en aandelen in de bestaande vennootschap (of een nieuwe vennootschap waaraan alle waardebestanddelen van de oude vennootschap zijn overgedragen) in handen gesteld van degenen die nog een economische aanspraak hebben. Degenen die *out of the money* zijn, blijven met niets over. Dit is een inherent gevolg van het tekort.

Het eindresultaat is dat de gehele (waarde van) de onderneming is “overgedragen” aan degenen die nog een economische aanspraak hadden (uitkering in natura).⁶⁵ Zij houden de onderneming niet rechtstreeks maar zijn gerechtigd tot de gehele waarde van de onderneming door middel van de door hen gehouden (herschikte of nieuwe) financiële instrumenten (vorderingen en aandelen).

Indien de crediteuren de waarde van de onderneming niet uitgekeerd krijgen in de vorm van contanten, maar in de vorm van verschillende financiële instrumenten anders dan in contanten (in natura), komt dat erop neer dat zij de onderneming doorfinancieren. Met “doorfinancieren” doel ik niet op het verstrekken van nieuw geld, maar het in één of andere vorm langer beschikbaar stellen van reeds ter leen verstrekt geld dan oorspronkelijk overeengekomen, bijvoorbeeld door de oorspronkelijke lening te verlengen (“door te rollen”) of te converteren in nieuwe schuldinstrumenten of aandelen. Waar de crediteuren bij verkoop aan een derde in contanten worden “uitgenomen” en hun financieringsrelatie beëindigen, blijven zij de onderneming als verschafter van vreemd- en/of eigen vermogen doorfinancieren indien de waarde van de onderneming aan hen anders dan in geld wordt uitgekeerd.

Volgens Jackson en Baird valt verder niet aan te nemen dat crediteuren *ex ante* een collectief systeem zouden afspreken dat inbreuk maakt op hun individuele rechten met als doel om andere belangen dan hun gezamenlijk verhaalsbelang te dienen,

⁶⁵ Waar ik in dit boek spreek over een uitkering in “natura” bedoel ik steeds een uitgifte van een financieel instrument (niet zijnde contanten), zoals een schuldinstrument of aandelen. Ik bedoel niet dat de goederen van de onderneming zelf (voorraden, inventaris, machines, etc) aan de crediteuren bij wijze van voldoening in natura worden overgedragen.

zoals sociale of maatschappelijke belangen. Dit zijn doelen die volgens Jackson en Baird buiten het faillissementsrecht moeten worden geregeld.⁶⁶

2.6 Beperkingen en verfijning van het model

2.6.1 *Theory of Justice van John Rawls*

De *creditors' bargain theory* van Jackson en Baird vertoont overeenkomsten met de *Theory of Justice* van de beroemde Amerikaanse politieke filosoof John Rawls, die hen ongeveer 15 jaar voor ging.⁶⁷

Rawls definieert een rechtvaardig systeem (“*principles of justice*”) als een systeem dat een weerspiegeling vormt van een hypothetisch sociaal contract (“*social contract*”) dat mensen vooraf zouden hebben afgesproken vanuit een hypothetische beginpositie (“*original position*”) waarin zij zich achter een “sluier van onwetendheid” (“*veil of ignorance*”) bevinden en niet weten met welke fysieke en geestelijke vermogens zij ter wereld zullen komen, in welke sociale situatie zij zich zullen bevinden of in welke maatschappelijke positie zij terecht zullen komen. Een rechtvaardig systeem is volgens Rawls een systeem dat mensen vanuit een dergelijke beginpositie van onwetendheid (de “Beginpositie”) met elkaar zouden afspreken. Hij schreef:

“In justice as fairness the original position of equality corresponds to the state of nature in the traditional theory of the social contract. This original position is not, of course, thought of as an actual historical state of affairs, much less as a primitive condition of culture. It is understood as a purely hypothetical situation characterized so as to lead to a certain conception of justice. Among the essential features of this situation is that no one knows his place in society, his class position or social status, nor does anyone know his fortune in the distribution of natural assets and abilities, his intelligence, strength and the like. I shall even assume that the parties do not know their conceptions of the

⁶⁶ Het voornemen van de Nederlandse wetgever om fraudebestrijding onderdeel van het faillissementsrecht te maken staat dan ook op gespannen voet met de *creditors' bargain* theorie.

⁶⁷ Jackson lijkt te erkennen dat de *creditors' bargain* theory gelijkenis vertoont met de “*Rawlsian 'veil of ignorance'*” en tot eenzelfde resultaat leidt; zie T.H. Jackson, *Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain*, Yale Law Journal, 1982, p. 869, voetnoot 59. Rasmussen en Korobkin hebben de meer omvattende theorie van Rawls gebruikt om een rechtvaardigingsgrond voor het faillissementsrecht aan te dragen. Zie R.K. Rasmussen, *An essay on optimal bankruptcy rules and social justice*, 1 University of Illinois Law Review (1994) en D.R. Korobkin, *Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law*, 71 Tex. L.Rev. 541 1992-1993.

good or their special psychological propensities. The principles of justice are chosen behind a veil of ignorance. This ensures that no one is advantaged or disadvantaged in the choice of principles by the outcome of natural chance or the contingency of social circumstances. Since all are similarly situated and no one is able to design principles to favour his particular condition, the principles of justice are the result of a fair agreement or bargain.”⁶⁸

John Rawls' rechtvaardigheidstheorie spreekt intuïtief aan. Omdat in de Beginpositie niemand weet in welke positie hij later terecht zou kunnen komen, moet iedereen beslissen op basis van wat het beste is voor iedereen. Ieder moet zich verplaatsen in de positie van een ander en zich afvragen wat goed is voor die ander, omdat ieder uiteindelijk in de positie van die ander terecht zou kunnen komen.⁶⁹

2.6.2 *Een creditors' bargain of een sociaal contract tussen alle onderdanen?*

Waar een rechtvaardig systeem volgens Rawls een weerspiegeling zou moeten vormen van een hypothetisch contract dat alle personen vanachter een “*veil of ignorance*” met elkaar zouden aangaan, stoelen Jackson en Baird de rechtvaardigingsgrond voor een faillissementssysteem op een hypothetische *bargain* tussen alleen de crediteuren.

Men zou dan ook aan Jackson en Baird kunnen tegenwerpen dat de rechtvaardigingsgrond die zij aandragen, namelijk de *creditors' bargain*, een te smalle basis heeft. Een faillissement raakt niet alleen de belangen van crediteuren. Het raakt ook de belangen van anderen, zoals de schuldenaar, de werknemers, de aandeelhouders, de bestuurders en mogelijk ook andere derden, bijvoorbeeld indien sprake is van milieudelicten.⁷⁰ Hoe kan het faillissementsrecht zijn rechtvaardiging

⁶⁸ J. Rawls, *A Theory of Justice*, Harvard University Press, 1971, p. 12.

⁶⁹ Zie ook W. Kymlycka, *Contemporary Political Philosophy*, Oxford University Press, 1990, p. 64: “*Since no one knows what position they will occupy, asking people to decide what is best for themselves has the same consequence as asking them to decide what is best for everyone considered impartially. In order to decide from behind a veil of ignorance which principles will promote my good, I must put myself in the shoes of every other person in society and see what promotes their good, since I may end up being one of those people.*”

⁷⁰ Zie ook D.R. Korobkin, *Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law*, 71 *Tex. L.Rev.* 541 1992-1993, p. 554 e.v. en R.K. Rasmussen, *An Essay on Optimal Bankruptcy Rules and Social Justice*, U. Ill.L.Rev. 1 1994 p. 13. Rasmussen noemt in dit verband ook het mogelijke effect op concurrenten en draagt daartoe de zaak van Eastern Airlines aan als voorbeeld: “*Because of the Bankruptcy Code's automatic stay, Eastern did not have to pay its prepetition debt; it merely had to pay current expenses. In economic terms, Eastern only had to pay the marginal costs of continued operations rather than the average cost. In an attempt to win back customers, Eastern lowered its fares, beginning a fare war which caused losses throughout the entire industry.*”

vinden in een *bargain* tussen alleen de crediteuren, terwijl een faillissement ook de belangen van anderen raakt?

De faillissementstheorie van Jackson en Baird krijgt allereerst een bredere basis indien men bedenkt dat het er niet om gaat wat bepaalde personen in de maatschappij die als crediteur plegen op te treden, als faillissementssysteem met elkaar in de Beginpositie zouden hebben afgesproken. Het gaat erom wat alle onderdanen van een maatschappij met elkaar in de Beginpositie als faillissementssysteem zouden hebben afgesproken als eenieder zich daarbij in *de positie van de crediteur* verplaatst. Het systeem vormt dan wel degelijk een weerspiegeling van een sociaal contract tussen alle onderdanen en niet alleen een *bargain* tussen hen die als crediteur plegen op te treden. Beschouwd vanuit de Beginpositie zou eenieder immers later in de positie van een crediteur van een insolvente schuldenaar terecht kunnen komen.

De vervolgvraag is dan waarom alle mensen bij het afspreken van een faillissementssysteem vanuit de Beginpositie uitsluitend de positie van de crediteuren in ogenschouw zouden moeten nemen? Waarom zou men niet ook de positie van anderen die bij een faillissement betrokken kunnen raken bij de afweging moeten betrekken? Eenieder zou ook in de positie van zo'n andere betrokkene terecht kunnen komen.

Voordat men aan de beantwoording van deze vraag toekomt, is het goed om voor ogen te houden dat de feitelijke gevolgen die men een faillissement toedicht (gedwongen verkoop, verlies aan werkgelegenheid, etc.), niet zozeer voortvloeien uit het faillissementsrecht zelf maar uit het gewone civiele (proces)recht dat aan afspraken bindende werking toekent en partijen individuele verhaalsrechten geeft om hun verkregen vorderingen te effectueren. De typische gevolgen van een deconfiture zou men ook waarnemen, en vermoedelijk zelfs in versterkte mate, indien men het aan zou laten komen op ongecontroleerde individuele verhaalsuitoefening.

In de theorie van Jackson en Baird is het niet nodig om de positie van anderen dan de crediteuren te beschouwen. Zij stoelen hun theorie uitsluitend op de reeds bestaande individuele verhaalsrechten van crediteuren en veronderstellen een beperkt faillissementssysteem. Dit beperkte faillissementssysteem maakt uitsluitend inbreuk op de rechten van de crediteuren. Het zijn de crediteuren die hun individuele

verhaalsrechten moeten inleveren. Zij krijgen daarvoor een collectieve verhaalsprocedure in de plaats. Deze collectieve verhaalsprocedure roept ten opzichte van de schuldenaar of derden geen nieuwe rechten of verplichtingen in het leven. De collectieve procedure is niet meer dan een bundeling van reeds bestaande individuele verhaalsrechten en de gecoördineerde uitoefening daarvan. Het enkele feit dat gecoördineerde collectieve verhaalsuitoefening in de plaats komt van ongecoördineerde individuele verhaalsuitoefening gaat niet ten koste van anderen. Integendeel, ook anderen dan de crediteuren hebben bij een maximale opbrengst belang, zoals de schuldenaar, aandeelhouders, bestuurders die mogelijk voor een tekort aansprakelijk zijn, borgen en andere medeschuldenaren. Een uitzondering vormt wellicht een koper die de mogelijkheid verliest om uit een ongecontroleerde *piecemeal* verkoop goederen voor een appel en een ei te kopen. Dit is echter geen belang dat rechtens bescherming verdient.

De *creditors' bargain* theorie is voor een rechtvaardiging van de meeste faillissementssystemen mijns inziens niettemin te beperkt.⁷¹ Faillissementssystemen houden in werkelijkheid vaak meer in dan slechts de inwisseling van individuele verhaalsrechten voor een collectief executiesysteem. Zij roepen vaak ook voor anderen dan de crediteuren feitelijke en juridische gevolgen in het leven. Denk bijvoorbeeld aan de instelling van een curator, de specifieke faillissementsrechtelijke gronden voor de beëindiging van lopende overeenkomsten, de gevolgen voor werknemers, aansprakelijkheid van bestuurders, etc. Dit maakt het mijns inziens nodig om het model uit te breiden en de posities van die anderen bij het model, de hypothetische *ex ante bargain*, te betrekken.⁷² Men zou kunnen zeggen dat de *creditors' bargain theory* dan uitgroeit tot een "*stakeholders' bargain theory*". Bij het beoordelen van een systeem vanuit de Beginpositie moet ieder er dan vanuit gaan dat hij of zij niet alleen in de positie van de crediteur terecht zou kunnen komen, maar met een even grote kans in die van een andere *stakeholder*.

Bij wijze van voorbeeld is het interessant om op deze manier de bestuurdersaansprakelijkheid van artikel 2:248 BW te beoordelen. Dit is een

⁷¹ Zie ook D.R. Korobkin, *Rehabilitating values: a jurisprudence of bankruptcy*, 91 *Columbia Law Review* 717 (1991), p. 738 en voetnoot 91 en D.R. Korobkin, *Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law*, 71 *Tex. L.Rev.* 541 1992-1993, p. 554 e.v.

⁷² Zie in vergelijkbare zin R.K. Rasmussen, *An Essay on Optimal Bankruptcy Rules and Social Justice*, U. Ill.L.Rev. 1 1994 p. 12: "*Use of the veil of ignorance is indeed a valuable approach to assessing bankruptcy law. Rather than artificially narrowing the inquiry solely to a particular firm in distress, or specific creditors of that firm, use of the veil of ignorance permits an examination of a bankruptcy regimes overall effects on the way in which the basic structure distributes society's primary goods.*" Zie in dezelfde zin voorts D.R. Korobkin, *Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law*, 71 *Tex. L.Rev.* 541 1992-1993.

aansprakelijkheidsgrond die door faillissement in het leven wordt geroepen. In de *creditors' bargain theory* waarbij alle mensen zich bij het beoordelen van het systeem vanuit de Beginpositie uitsluitend hoeven te verplaatsen in de positie van crediteur, zijn de draconische gevolgen voor bestuurders van een te late deponering altijd toe te juichen. De crediteuren varen daar altijd wel bij. Een rechtvaardig systeem vereist echter dat men bij de *ex ante bargain* ook de positie van de bestuurder in dit geval betreft. Bij het beoordelen van het systeem vanuit de Beginpositie moet ieder er dan vanuit gaan dat hij of zij niet alleen in de positie van de crediteur terecht zou kunnen komen, maar met even grote kans in die van bestuurder. Een persoon die veelvuldig in de positie van crediteur verkeert, zal vanuit de Beginpositie waarin hij dit niet weet en hij ervan uit moet gaan dat hij even waarschijnlijk in de positie van bestuurder terecht zou kunnen komen, de draconische gevolgen van een te late deponering mogelijk te ver vinden gaan.⁷³

In hoofdstuk 3 hierna licht ik toe dat een pre-insolventieakkoord in de door mij voorgestane vorm primair een vorm van verhaalsuitoefening betreft die geen wezenlijk verdere gevolgen met zich brengt dan uit verhaalsuitoefening voortvloeien. Om deze reden volstaat voor de beschouwing van het pre-insolventieakkoord het *creditors' bargain* model als normatieve toetsingsmaatstaf en is een uitbreiding naar een *stakeholders' bargain* model niet nodig.

2.6.3 *Het "ex ante hypothetical bargain" model geeft geen inhoudelijke richting*

De *creditors' bargain* theorie geeft, net zoals het model van de *hypothetical bargain* van John Rawls, slechts een hypothetische procedure of wijze van totstandkoming aan die tot een rechtvaardig systeem zou leiden. Indien een systeem tot stand zou kunnen komen dat de uitkomst zou zijn van een afspraak tussen de crediteuren gemaakt vanuit een *ex ante positie*, zou dat systeem als rechtvaardig zijn aan te merken.

⁷³ Overigens zouden Jackson en Baird in ieder geval afkeuren dat een vordering uit artikel 2:248 BW uitsluitend kan ontstaan na opening van een faillissementsprocedure. De opening van de faillissementsprocedure op zichzelf leidt dan tot een wijziging van de materiële positie (te weten tot het ontstaan van een vordering uit bestuurdersaansprakelijkheid). Dit kan een oneigenlijke strategische prikkel in het leven roepen om een faillissementsprocedure te openen of juist te voorkomen, terwijl voor het overige het openen respectievelijk uitstellen van de faillissementsprocedure niet de belangen van de crediteuren als groep dient (afgezien van de bestuurdersaansprakelijkheidsvordering). Zij zouden bepleiten dat een vordering uit artikel 2:248 BW wellicht zou kunnen ontstaan in geval van financiële insolventie maar dat het ontstaan van de vordering onafhankelijk zou moeten zijn van de opening van een faillissementsprocedure (zie hierover ook de volgende paragraaf).

Een fundamentele beperking van het model van de *ex ante hypothetical bargain* is dat het geen antwoord geeft, en ook geen antwoord kan geven op de vraag naar de inhoud van een concrete regeling die de crediteuren (of beter: alle onderdanen van een maatschappij) vanuit een *ex ante* positie zouden kiezen. Het antwoord op deze vraag is louter hypothetisch en speculatief van aard. Probeert men een antwoord te formuleren op de vraag naar de inhoud van de regeling die onderdanen vanuit een *ex ante* positie zouden kiezen, dan moet men terugvallen op onderliggende theorieën van (rechts)economische, (rechts)politieke en (rechts)filosofische aard. Geopperde antwoorden kunnen zeer verschillen afhankelijk van de gehuldigde economische, rechtspolitieke en levensbeschouwelijke opvattingen.

Jackson en Baird kunnen niettemin betrekkelijk stellige uitspraken doen over wat de crediteuren *ex ante* als faillissementssysteem zouden kiezen omdat zij een zeer beperkte definitie van het faillissementsrecht ("*bankruptcy law*") hanteren. Het faillissementsrecht is in hun opvatting louter procedureel van aard. Jackson en Baird houden voor mogelijk dat crediteuren vanuit een *ex ante* positie zouden kiezen voor een systeem dat hun materiële rechten in geval van financiële insolventie van de schuldenaar inperkt, afzwakt of anderszins herschikt ten gunste van bijvoorbeeld sociale doeleinden. Zij stellen echter dat een eventuele inperking of herschikking van de materiële rechten van crediteuren buiten het faillissementsrecht zou moeten worden geregeld.⁷⁴ Jackson en Baird bedoelen hiermee dat een inperking of wijziging van materiële rechten niet zou moeten intreden als gevolg van de opening van de faillissements*procedure*. Dit zou anders – vanuit groepsbelang beredeneerd – tot inefficiënt strategisch gedrag kunnen leiden om de procedure wel of niet te openen. Een eventuele wijziging of inperking kan daarom beter gekoppeld worden aan de financiële toestand van insolventie van de schuldenaar ongeacht of een faillissementsprocedure is geopend of niet. Het eventueel wijzigen of inperken van materiële rechten van partijen in geval van financiële insolventie van de schuldenaar beschouwen Jackson en Baird niet als een onderdeel van het faillissementsrecht. Het faillissementsrecht is in hun opvatting slechts een procedure die ertoe strekt de materiële rechten van crediteuren, wat die rechten ook zouden moeten zijn, zo doelmatig mogelijk te realiseren.

⁷⁴ T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986, p. 33: “[T]he first rule of a collective proceeding designed to serve bankruptcy law’s historic role is that it should take the value of entitlements as it finds them. The difficult substantive issue of whether those entitlements are correct is an important question, but it is not a bankruptcy question.”

Als gevolg van deze beperkte begripshantering kunnen Jackson en Baird rechtspolitieke discussies over de wenselijkheid van een aanpassing van de materiële rechten van crediteuren in geval van insolventie van de schuldenaar buiten beschouwing laten en zich beperken tot een betrekkelijk overzichtelijke efficiëntie-analyse.⁷⁵ een vergelijking van de realisatie van materiële aanspraken door middel van een veelheid aan individuele executieprocedures versus de realisatie van materiële aanspraken door middel van een collectieve executieprocedure. Deze efficiëntie-analyse is op zichzelf relatief eenvoudig. Het conceptualiseren van een *hypothetische ex ante bargain* draagt betrekkelijk weinig aan deze economische efficiëntie-analyse bij en is daarvoor mijns inziens ook niet strikt nodig.⁷⁶

De stelligheid waarmee Jackson en Baird aannemen dat crediteuren vanuit een *ex ante* positie zonder meer zouden kiezen voor het collectieve systeem omdat dit tot een hogere opbrengst zou kunnen leiden dan individuele verhaalsuitoefening, lijkt mij overigens minder vanzelfsprekend dan zij lijken te veronderstellen. Veel hangt af van het gehanteerde mensbeeld. Ik acht niet uitgesloten dat crediteuren in een *ex ante* positie de voorkeur zouden geven aan een systeem waarin zij de vrijheid behouden om individuele actie te ondernemen, ook al levert dat wellicht in economische termen wat minder op. Jackson en Baird lijken in dit opzicht als mensbeeld te hanteren de *homo oeconomicus* in zuiverste vorm. Niet alleen financiële opbrengst, maar ook vrijheid en autonomie kunnen echter, naast vele andere, relevante beslissingsfactoren zijn.⁷⁷ Wellicht geven crediteuren in een *ex ante positie* aan de autonomie van individuele executie met een wat lagere opbrengst de voorkeur boven het verlies aan autonomie in een collectieve procedure met een mogelijk wat hogere opbrengst.

Onder het begrip “faillissementsrecht” zou ik geneigd zijn niet uitsluitend procesrecht te verstaan, wat men zou kunnen aanduiden als het formele faillissementsrecht. Ik zou daaronder ook verstaan het recht dat in geval van financiële insolventie van de schuldenaar eventueel wijziging in de materiële rechten van partijen brengt. Dit zou

⁷⁵ Zie ook D.R. Korobkin, *Rehabilitating values: a jurisprudence of bankruptcy*, 91 *Columbia Law Review* 717 (1991).

⁷⁶ De *creditors' bargain* theorie zou men daarom mijns inziens net zo goed een procedurele efficiëntie-theorie kunnen noemen.

⁷⁷ Zie over divergerende maatstaven waaraan een insolventieregime kan worden getoetst: V. Finch, *Corporate rescue processes: the search for quality and the capacity to resolve*, *Journal of Business Law*, 2010, 6, 502-521.

men aan kunnen duiden als het materiële faillissementsrecht of het faillissementsrecht in ruime zin.

Hoe het ook zij, de vraag naar de omvang en inhoud van het “faillissementsrecht” is in belangrijke mate een semantische discussie. Het is van belang om voor ogen te houden dat de *creditors' bargain theorie* geen antwoord geeft op de vraag wat de materiële rechten van crediteuren in geval van insolventie zouden moeten inhouden. In het bijzonder geeft de *creditors' bargain* theorie geen antwoord op de vraag of in geval van insolventie de materiële rechten van crediteuren zouden moeten worden ingeperkt ten gunste van sociale of andere doeleinden en/of een zekere herverdeling zou moeten plaatsvinden van vóór faillissement verworven (voorrangs)rechten. De geïsoleerde procedurele efficiëntie-analyse van de *creditors' bargain* theorie is in zoverre van relatief bescheiden nut. Voor een antwoord op de wezenlijke vraag in hoeverre de financiële insolventie van de schuldenaar wijziging in de materiële positie van partijen behoort te brengen, moet men terugvallen op leerstukken buiten de *creditor's bargain* theorie.

Zoals Jackson en Baird, zal ik de materiële aanspraken van partijen in beginsel als een gegeven beschouwen en mij richten op een collectief systeem dat deze aanspraken zo efficiënt mogelijk realiseert zonder tot een herschikking of herverdeling te leiden van de materiële aanspraken zoals deze vóór de inzet van de collectieve procedure bestonden.

2.6.4 *Alle betrokkenen moeten met het systeem erop vooruit gaan*

Jackson en Baird betogen kort gezegd dat crediteuren in een *ex ante* positie zouden instemmen met een collectief systeem omdat dit tot het beste resultaat voor de crediteuren als groep zou leiden. Zij geven echter niet aan hoe vast te stellen of het collectieve systeem tot het beste resultaat voor de crediteuren als groep leidt. Hoe stelt men dat vast?

Het valt veilig aan te nemen dat een collectief systeem tot het beste resultaat voor de crediteuren als groep leidt, indien beoordeeld vanuit een *ex ante* positie iedereen met het collectieve systeem erop vooruit gaat en er (dus) op voorhand geen groep valt aan te wijzen die met het systeem er wezenlijk op achteruit kan gaan.

In het klassieke voorbeeld van het *prisoners' dilemma* zouden beide verdachten door collectief te handelen erop vooruit gaan (zie hiervoor paragraaf 2.3). Handelen beide verdachten rationeel op individuele basis dan moeten zij beiden 2 jaar celstraf uitzitten. Handelen zij collectief dan hoeven zij beiden slechts 1 jaar uit te dienen. Door collectief te handelen, gaan zij er dus beiden op vooruit.

De theorie van Jackson en Baird is gebaseerd op een voorbeeld waarin het gaat om liquidatie. Jackson en Baird vergelijken individuele liquidatie met collectieve liquidatie. Vergelijkt men individuele met collectieve liquidatie, dan geldt in beginsel ook dat alle betrokkenen (beoordeeld vanuit een *ex ante* positie) er met het collectieve systeem op vooruit gaan. In het voorbeeld dat Jackson en Baird hanteren, vindt bij individuele verhaalsuitoefening verkoop van de onderneming in stukken plaats en is de opbrengst maar \$60.000. Bij collectieve verhaalsuitoefening kan verkoop van de onderneming als één geheel plaatsvinden en is de opbrengst \$80.000.⁷⁸ Het is duidelijk dat *ex ante* beoordeeld iedereen met het collectieve liquidatiesysteem erop vooruit gaat.

Moeilijker wordt het echter indien men een collectief systeem introduceert dat ten voordele van de ene groep kan werken, maar ten nadele van een andere. Hoe stelt men dan vast of het systeem *per saldo* tot het beste resultaat voor de crediteuren als groep leidt? Zelfs als men *per saldo* een vooruitgang voor de groep als geheel zou kunnen vaststellen, dan nog kan men zich de vraag stellen of het rechtvaardig is om de belangen van de groep die slechter af is, op te offeren voor de belangen van de groep als geheel.

Een systeem dat voorziet in een herstructurering, dat wil zeggen: een systeem dat voorziet in een uitkering in een andere vorm dan contanten, is een systeem dat ten voordele van de ene groep kan werken, maar ten nadele van een andere. De crediteuren die bij reguliere verhaalsuitoefening (liquidatie) aanspraak hebben op een uitkering in contanten, kunnen door een uitkering anders dan in contanten nadelig worden geraakt. Indien de betrokken crediteuren een voorkeur hebben voor contanten, zal een uitkering anders dan in contanten voor hen een achteruitgang kunnen betekenen. Ik kom hier in de het onderstaande uitgebreider op terug.⁷⁹

⁷⁸ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 860 – 861.

⁷⁹ Zie paragrafen 2.6.6, 3.4.4 en 3.4.5.

Mijns inziens valt alleen te zeggen dat crediteuren *ex ante* voor het voorgestelde collectieve systeem zouden kiezen indien iedereen kan worden geacht met het voorgestelde systeem erop vooruit te gaan en het voorgestelde systeem waar nodig adequate waarborgen bevat om ervoor te zorgen dat er geen groep bestaat die er met het systeem materieel op achteruit kan gaan. Alleen dan valt op voorhand aan te nemen dat de aanwijsbare voordelen van het systeem ook per saldo tot het beste resultaat voor de groep als geheel zullen leiden en bestaat er bij crediteuren *ex ante* geen vrees om later terecht te komen in een groep die onder het systeem slechter af is.

De rechtvaardigingsgrond voor een collectief systeem dat inbreuk maakt op rechten van partijen is aldus bondig als volgt te formuleren: alle betrokkenen moeten in beginsel kunnen worden geacht met het voorgestelde systeem erop vooruit te gaan ten opzichte van het alternatief (de situatie waarin het voorgestelde collectieve systeem afwezig is), althans er moet op voorhand geen deelgroep zijn aan te wijzen die er met het voorgestelde collectieve systeem materieel op achteruit kan gaan. Dit sluit aan bij het zogenaamde Pareto-efficiëntie criterium uit de welvaartseconomie.

2.6.5 Pareto efficiëntie

In de welvaartseconomie is een maatregel efficiënt indien deze leidt tot een stijging van de maatschappelijke welvaart. Het begrip “welvaart” wordt daarbij niet in financiële termen uitgedrukt, maar doelt op de mate van bevrediging van individuele voorkeuren of nut.⁸⁰

Een centraal begrip in de welvaartseconomie is het Pareto-criterium.⁸¹ “Volgens het Pareto-criterium is er sprake van een toename van de gezamenlijke welvaart, indien het nut van één of meer leden van de desbetreffende groep groter wordt zonder dat het nut van enig ander lid van de groep kleiner wordt.”⁸²

⁸⁰ B.C.J. van Velthoven en P.W. van Wijck, *Recht en efficiëntie*, Kluwer, 2001, p. 12 en 24 – 25. In het Engels wordt “wealth” of “welfare” in dit verband ook wel uitgedrukt als “utility” of “satisfaction of individual preferences”; zie bijvoorbeeld R. Cooter and T. Ulen, *Law & Economics*, Addison-Wesley, 2008, p. 17.

⁸¹ Het criterium is bedacht door de Italiaanse econoom en socioloog Vilfredo Pareto (1848-1923).

⁸² B.C.J. van Velthoven en P.W. van Wijck, *Recht en efficiëntie*, Kluwer, 2001, p. 24- 25. Zie ook R. Cooter and T. Ulen, *Law & Economics*, Addison-Wesley, 2008, p. 17: “A particular situation is said to be Pareto or allocatively efficient if it is impossible to change it so as to make at least one person better off (in his own estimation) without making another person worse off (again, in his own estimation).” Zie voorts A. Katz, *Foundations of the Economic Approach to Law*, Oxford University Press, 1998, p. 12: “An allocation of resources is Pareto superior to an alternative allocation if and only if no one is made worse off by the distribution and the welfare of at least one person is improved.”

Een ander efficiëntie criterium dat in de welvaartseconomie is ontwikkeld, is het zogenaamde Kaldor-Hicks criterium. Volgens het Kaldor-Hicks criterium wordt er een verbetering van de gezamenlijke welvaart gerealiseerd, indien er sprake is van een verandering waarbij de winst van de winnaars zo groot is dat deze het verlies van de verliezers zou kunnen compenseren, zonder dat deze compensatie ook daadwerkelijk plaatsvindt.⁸³ Een maatregel die Kaldor-Hicks efficiënt is, kan dan ook niet alleen winnaars, maar ook verliezers kennen.

Het Kaldor-Hicks criterium geeft een efficiëntie maatstaf maar is daarmee nog niet geschikt als rechtvaardigingsmaatstaf.⁸⁴ Bij het Kaldor-Hicks criterium gaat het uitsluitend om de totale grootte van de “koek” en niet om de verdeling ervan. Het feit dat een maatregel volgens het Kaldor-Hicks criterium efficiënt is omdat de nutsverbetering van de een groter is dan de nutsverslechtering van de ander, wil nog niet zeggen dat de maatregel daarmee ook rechtvaardig is. Van Velthoven en Van Wijck merken op: “een verandering waardoor de grootte van de “koek” toeneemt, is op grond van het Kaldor-Hicks criterium als een verbetering aan te merken. Maar het kan zo zijn dat die grotere koek zodanig verdeeld is, dat één, of meer, of misschien zelfs alle leden van de samenleving de verdeling zodanig onrechtvaardig vinden, dat ze tot de conclusie komen dat de kleinere koek uiteindelijk de voorkeur verdient boven de grotere koek.”⁸⁵

Het Pareto-criterium kan wel als fundament voor een rechtvaardigingstheorie dienst doen. Iedere vrijwillige transactie leidt in beginsel tot een Pareto-verbetering: geen van de partijen zouden de transactie vrijwillig aangaan, indien zij er in termen van nut op achteruit zouden gaan.⁸⁶ Meer algemeen valt te stellen dat een groep met een maatregel die Pareto-efficiënt is in de regel zal instemmen omdat het totale nut van de groep als geheel wordt vergroot terwijl niemand erop achteruit gaat. De basis van het Pareto-criterium als rechtvaardigingsmaatstaf is dan ook uiteindelijk die van

⁸³ B.C.J. van Velthoven en P.W. van Wijck, *Recht en efficiëntie*, Kluwer, 2001, p. 24- 25. Zie ook R. Cooter and T. Ulen, *Law & Economics*, Addison-Wesley, 2008, p. 6 en 29 e.v.

⁸⁴ Zie ook A. Katz, *Foundations of the Economic Approach to Law*, Oxford University Press, 1998, p. 15: “*As it stands, Kaldor-Hicks does not provide an adequate efficiency basis for preferring one state of the economy to another. (...) Of the three efficiency-related criteria, only Pareto superiority may be transformed into an index of utility.*”

⁸⁵ B.C.J. van Velthoven en P.W. van Wijck, *Recht en efficiëntie*, Kluwer, 2001, p. 7.

⁸⁶ B.C.J. van Velthoven en P.W. van Wijck, *Recht en efficiëntie*, Kluwer, 2001, p. 25.

consensus: iedereen kan worden geacht in te stemmen met een maatregel die Pareto-efficiënt is.⁸⁷

In het volgende hoofdstuk zal ik op zoek gaan naar de rechtvaardigingsgrond voor een pre-insolventieakkoord als alternatief collectief verhaalssysteem voor dat van faillissement. Daarbij leg ik het Pareto-criterium aan. Voor het voorgestelde alternatieve verhaalssysteem bestaat dan een rechtvaardigingsgrond indien dat alternatieve verhaalssysteem ten opzichte van het bestaande collectieve verhaalssysteem Pareto-superieur is. Indien het nut (de bevrediging van de individuele voorkeuren van de leden) van de groep met het alternatieve systeem toeneemt, terwijl het nut (de bevrediging van de individuele voorkeur) van geen lid van de groep met het alternatieve systeem afneemt, is het alternatieve systeem Pareto-superieur en kan de groep worden geacht met het alternatieve verhaalssysteem in te stemmen. Daarmee is de rechtvaardigingsgrond voor dat alternatieve systeem gegeven.

Bij de toepassing van een dwangakkoord in een concreet geval zijn er per definitie partijen die aan het aangeboden akkoord niet de voorkeur geven en daar niet mee instemmen. In zoverre zou men wellicht kunnen zeggen dat een akkoord niet Pareto-efficiënt is. Niet alle partijen zijn (naar hun eigen inschatting) met het akkoord beter af dan zonder het akkoord.⁸⁸ Bij de beoordeling van de Pareto-efficiëntie van een akkoord*regeling*, gaat het echter niet om de uitwerking van het systeem in een concreet individueel geval, maar om de werking van het systeem beoordeeld in abstracto los van individuele gevallen. Het gaat dan om het systeem dat zou zijn voortgevloeid uit de *creditors' bargain* die crediteuren *ex ante* met elkaar zouden hebben afgesproken, als zij dat hadden gekund. Met dat systeem moet, *ex ante* beoordeeld, iedereen erop vooruit kunnen gaan en moet op voorhand geen groep zijn aan te wijzen die met het systeem erop achteruit kan gaan.

⁸⁷ A. Katz, *Foundations of the Economic Approach to Law*, Oxford University Press, 1998, p. 13, 14 en 16: “(...) *one could plausibly argue that the Pareto-superior standard is normatively defensible (...) because rational self-interest persons would consent to its use. That is, few would object to policies that made at least one person better off if doing so never required anyone else to suffer. (...) Exchanges among knowledgeable, rational persons in a free market are generally Pareto superior; rational individuals do not strike bargains with one another unless each perceives it to be in his or her own interest to do so. (...) Such exchanges make no individual worse off; often they improve the lot of all concerned. (...) Even though Pareto superiority can be employed as a standard of utility, it has content aside from this connection, and its application in social and legal policy matters may be justified on nonutilitarian grounds, in particular on the basis of consent or liberty.*”

⁸⁸ Dit geldt evenzeer bij de toepassing van faillissement in een concreet geval. Ook dan kunnen er crediteuren bestaan die met individuele executie beter af zouden zijn dan met collectieve executie. Denk bijvoorbeeld aan crediteuren die in de executiewedloop een grote voorsprong hebben op andere crediteuren.

2.6.6 “Cash” versus “non-cash” en de *creditors’ bargain*

2.6.6.1 Het waarborgen van het recht op “cash” volgens Jackson en Baird

Ook Jackson en Baird lijken de mening toegedaan dat er geen deelgroep moet zijn aan te wijzen die er met de voorgestelde collectieve procedure op achteruit kan gaan ten opzichte van de situatie zonder de voorgestelde collectieve procedure. Indien er een deelgroep bestaat die met de collectieve procedure slechter af is, zou dat tot strategisch gedrag en een wedloop op de activa kunnen leiden om de collectieve procedure voor te zijn, wat de collectieve procedure juist beoogt te voorkomen. De crux is dat de voorgestelde collectieve procedure voor eenieder minimaal neutraal of beter zou moeten uitpakken dan de situatie zonder de voorgestelde collectieve procedure.

De notie dat er geen deelgroep mag bestaan die met de voorgestelde collectieve procedure erop achteruit kan gaan, werken Jackson en Baird uitdrukkelijk uit voor de positie van de geseceerde crediteur. Zij stellen dat er geen bezwaar tegen bestaat geseceerde crediteuren in de collectieve procedure te betrekken, mits de geseceerde crediteuren minstens net zo goed af zijn als zonder de collectieve procedure.⁸⁹ De uitwerking die Jackson en Baird hieraan geven, vertoont naar mijn mening echter gebreken en is onvolledig.⁹⁰

Jackson en Baird beginnen met de vaststelling dat een geseceerde crediteur bij individuele executie buiten faillissement aanspraak heeft op de executieopbrengst van het onderpand in contanten.⁹¹ Volgens Jackson en Baird zou de geseceerde crediteur door middel van de collectieve procedure minimaal hetzelfde bedrag in

⁸⁹ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 870: “A secured creditor (...) would have no reason to object to such inclusion [in the collective proceeding] if left as well off as before. Thus, the mandatory inclusion of a secured creditor in the collective asset-disbursement process, even if that creditor’s preferential rights were respected, would produce a net benefit: the secured creditor would be no worse off than before and the unsecured creditors could be made better off.” De daarop volgende behandeling gaat eveneens uit van de premisse dat er geen deelgroep mag bestaan die slechter af is met de collectieve procedure dan zonder.

⁹⁰ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 871. De bespreking van Jackson en Baird handelt over de positie van geseceerde crediteuren maar is evenzeer van toepassing op andere crediteuren in hun verhouding tot de aan hen onderschikte vermogensverschaffers. Waar ik in deze paragraaf spreek van een geseceerde crediteur kan men daar dan ook een andersoortige (lager gerangschikte) crediteur voor in de plaats lezen.

⁹¹ D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 114 – 116 en T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 872.

contanten moeten kunnen verkrijgen.⁹² Behalve door middel van een verkoop van de onderneming aan een derde tegen betaling in contanten gevolgd door een uitkering in contanten, zou een geseceureerde crediteur zijn aanspraak op “cash” volgens Jackson en Baird ook langs twee andere wegen kunnen realiseren: i) de schuldenaar zou een lening kunnen aantrekken om de geseceureerde crediteur een bedrag ter grootte van de verwachte executieopbrengst van het onderpand in contanten te betalen, of ii) de schuldenaar zou een vermogenstitel aan de geseceureerde crediteur kunnen uitgeven met een waarde ter grootte van de verwachte executieopbrengst. De geseceureerde crediteur zou deze vermogenstitel vervolgens kunnen verkopen in de markt tegen betaling van een bedrag ter grootte van die waarde (ter grootte van de verwachte executieopbrengst) om zijn aanspraak op de executieopbrengst in contanten langs die weg te realiseren, aldus Jackson en Baird.⁹³

De eerste mogelijkheid komt neer op lossing door middel van herfinanciering. De geseceureerde crediteur wordt gelost door hem de verwachte executieopbrengst van zijn onderpand in contanten te betalen.⁹⁴ Dit stelt de geseceureerde crediteur niet in exact dezelfde positie als waarin hij bij individuele executie zou hebben verkeer. Hij verkrijgt immers niet in contanten wat hij bij executie daadwerkelijk zou hebben ontvangen. Hij ontvangt bij lossing in contanten het bedrag dat hij *naar schatting* bij executie zou hebben ontvangen. Dit verschil hoeft niet altijd in het nadeel van de geseceureerde crediteur uit te werken en lijkt aanvaardbaar. Gelet op het relatief beperkte verschil en de tegenoverstaande voordelen van de lossingsmogelijkheid

⁹² D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 112 – 116 en T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 872 – 875.

⁹³ T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 873 en 874 en D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 120.

⁹⁴ Dit wijkt af van het Nederlandse lossingsrecht van artikel 58 lid 2 Fw dat betaling van de volledige vordering voor lossing vereist, niet slechts betaling van de waarde van het onderpand. Sommigen bepleiten dat een bezwaard goed naar Nederlands recht is te lossen tegen betaling van een bedrag ter grootte van de waarde van het onderpand en niet slechts tegen voldoening van het volledige nominale bedrag van de vordering tot zekerheid waarvan het zekerheidsrecht strekt. Vgl. S.E. Bartels en V. Tweehuysen, Het lossingsrecht, WPNR 2010 (6864). Deze bepleite lossingsmogelijkheid is in de praktijk van voornamelijk theoretische betekenis omdat een snel en effectief mechanisme ontbreekt om een eventueel geschil over de waarde van het onderpand te beslechten. Geen koper zal tegen een reële koop prijs belangstelling tonen zolang onzekerheid blijft bestaan over de vraag of het lossingsbedrag voldoende is om het goed van het zekerheidsrecht te bevrijden.

voor lager gerangschikte crediteuren⁹⁵ lijkt mij deze “inbreuk” voor de crediteuren vanuit een *ex ante* positie bezien nog te verteren.

Jackson en Baird merken op dat indien het niet mogelijk is om een derde financier (de markt) te overtuigen de benodigde financiering beschikbaar te stellen om geseceerde crediteuren uit te nemen, dit een relevante aanwijzing oplevert dat de onderneming niet levensvatbaar is en zou moeten worden ontmanteld.⁹⁶

De tweede mogelijkheid die Jackson en Baird opperen, komt neer op een herstructurering. De vermogenstitel die de crediteur in het kader van de herstructurering ontvangt, zou hij kunnen verkopen om zijn aanspraak op contanten te realiseren. Jackson en Baird onderwerpen de veronderstelde mogelijkheid om de uitgegeven vermogenstitel door verkoop in contanten te converteren niet aan een nadere analyse. Zij volstaan met de stelling dat het voldoende zou zijn dat de *waarde* van de aan de crediteur toegekende rechten gelijk is aan de verwachte contante opbrengst bij executie van het vermogen van de schuldenaar.⁹⁷

Jackson en Baird gaan hierbij ten onrechte uit van de premisse dat een uitkering in contanten en een uitkering anders dan in contanten gelijk zijn te achten en uitwisselbaar zijn, mits de waarde daarvan maar gelijk is. Zij miskennen daarmee de elementen liquiditeit en risico. Om dit nader toe te lichten, volgt in de subparagrafen hieronder een korte bespreking van belangrijke kenmerken van en verschillen tussen geld en een vermogenstitel niet bestaande uit geld (“*cash*” versus “*non-cash*”).

Indien een (geseceerde) crediteur onder het Amerikaanse systeem niet bereid is de onderneming door te financieren, bijvoorbeeld door een vermogenstitel in de plaats

⁹⁵ Te weten crediteuren die bij liquidatie geen uitkering zouden ontvangen maar die wel een aanspraak zouden hebben in geval van een oplossing waarbij liquidatie wordt voorkomen.

⁹⁶ D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 128: “A firm without unencumbered assets, a ready source of cash, or anything else beyond a vision of a brighter future must persuade either the secured creditor or a third-party lender that the firm has value as a going concern. It may, of course, be difficult to make the case for keeping the assets intact, but it should not be more difficult in principle to persuade one out of many potential third-party lenders than it is to persuade any other neutral third party, judicial or otherwise. An inability to persuade anyone – other than the bankruptcy judge – that the firm should stay alive seems good evidence that it should not.”

⁹⁷ D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 120: “As long as the package of rights the secured creditor is given is worth [the proceeds of enforcement, NT] – by which we mean that it can be sold by the secured creditor for that amount – he has received the value of his rights under state law.” Zie ook T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 874.

van contanten te aanvaarden, kan hij onder omstandigheden tot doorfinanciering (het accepteren van een vermogenstitel) worden gedwongen. De rechter moet dan vaststellen of de contant gemaakte waarde van het pakket aan rechten dat de crediteur behoudt of verkrijgt, overeenkomt met de contante waarde waarop hij minimaal rechtens aanspraak heeft. Daartoe moet de rechter de aan de rechten verbonden risico's inschatten en daarmee de toereikendheid van de tegenoverstaande risicovergoeding.

In dit verband hekelen Jackson en Baird het feit dat geseceerde crediteuren vaak worden ondercompenseerd omdat rechters geen vergoeding toekennen voor de tijdswaarde van geld en de risico's stelselmatig onderschatten wat tot overwaardering van de toegekende rechten leidt (en dus ondercompensatie van de crediteuren). Zij menen dat bij de waardering te veel in de handen van rechters wordt gelegd en onvoldoende gebruik wordt gemaakt van marktmechanismen.⁹⁸

Jackson en Baird lijken niet consequent in dit opzicht. Zij stellen vast dat indien de geseceerde crediteur niet bereid is door te financieren en de markt niet bereid is te herfinancieren, dit goed bewijs levert dat de onderneming als niet-levensvatbaar moet worden beschouwd. Er behoort dan geen mogelijkheid meer te bestaan om de crediteur te dwingen met een door de schuldenaar uitgegeven vermogenstitel genoeg te nemen en de onderneming door te financieren. Indien een rechter niettemin de bevoegdheid heeft crediteuren tot doorfinanciering te dwingen terwijl zowel de markt als de crediteuren een doorfinancieringspropositie hebben verworpen, zal de rechter welhaast per definitie tot een rooskleuriger inschatting van de risico's

⁹⁸ T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986 p. 220 - 221: "Substantial evidence suggests that valuations by bankruptcy judges are systematically too high. Most firms that reorganize fail shortly thereafter, notwithstanding that a bankruptcy judge has made a finding of feasibility. (...) Whereas market participants lose money when they make an incorrect decision, no similar consequence befalls a bankruptcy judge. Nor are there likely to be effective constraints analogous to the discipline a market imposes on buyers who make systematic errors." D.G. Baird and T.H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy*, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 126 - 129: "(...) remarkable is their [the bankruptcy judges] wonderful capacity for hope, their unshakeable faith that, given time, the firm's ship will come in. Often, bankruptcy judges seem to think that markets systematically undervalue firms that have filed petitions in bankruptcy. A bankruptcy judge may insist that he, not the market, is the one best positioned to set a value on a firm in distress, even though year after year in case after case his valuations prove wildly inflated. (...) Overvaluations by bankruptcy judges cause undercompensation of secured creditors. (p.128)" Zie ook T.H. Jackson, *Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain*, Yale Law Journal, 1982, p. 874: "The hypothetical satisfaction of an entitlement through a court-determined indubitable equivalent seldom achieves the result dictated by application of the creditors' bargain model, principally because the current standard requires no reference to available market pricing mechanisms. (...) It is likely, that compensation that is deemed to be "adequate protection" will rarely provide the secured creditor with the indubitable equivalent of realizing, at the point of bankruptcy, the market value of the item in which that creditor has a security interest." Zie ook p. 877: "In retrospect, the related concepts of "adequate protection" and "indubitable equivalence" suffer not so much from theoretical disharmony with the creditors' bargain model, as from inadequate statutory firmness that permits – perhaps nurtures – the belief among bankruptcy judges that adequate protection can be granted without reliance on market-pricing mechanisms." Zie in dezelfde zin: M. Bradley and M. Rosenzweig, *The untenable case for Chapter 11*, 101 Yale Law Journal 1043 (1992).

moeten komen dan de markt en de crediteuren zelf. Indien Jackson en Baird volledig consequent zouden zijn, zouden zij volstaan met de eerste mogelijkheid die zij aandragen om een geseceerde crediteur in een gelijke positie te brengen als zonder de collectieve procedure (lossing door middel van herfinanciering) en de tweede mogelijkheid (herstructurering) moeten verwerpen, althans deze tweede mogelijkheid uitdrukkelijk moeten beperken tot de situatie dat de betrokken crediteuren (bij meerderheid) met de reorganisatie instemmen. De crediteuren hebben dan in ieder geval zelf (bij meerderheid) de toegekende rechten aanvaardbaar geacht.

2.6.6.2 *Het verschil tussen “cash” en “non-cash”*

In subparagraaf 2.6.6.4 hieronder zal ik toelichten dat Jackson en Baird het belang van het onderscheid tussen een contante en een niet-contante uitkering miskennen, en met name het verschil in liquiditeit tussen een gelduitkering, die per definitie liquide is, en een uitkering in een andere vorm dan geld die meestal niet of veel minder liquide is.

In aanloop daarop licht ik in deze subparagraaf (2.6.6.2) het onderscheid tussen een contante en een niet-contante vermogenstitel toe en zet ik in de volgende subparagraaf (2.6.6.3) uiteen dat crediteuren in beginsel recht hebben op contanten.

De voorkeur van een investeerder (of aanspraakgerechtigde) voor een vermogenstitel wordt bepaald door ten minste drie belangrijke factoren, namelijk waarde, risico en liquiditeit. Waarde wordt mede bepaald door een rendementseis die op zijn beurt weer wordt bepaald door het risico en de courantheid van het vermogensobject.⁹⁹ Deze eigenschappen hangen weliswaar met elkaar samen, maar moeten ook van elkaar worden onderscheiden. Vermogensobjecten met een verschillend risico of een verschillende mate van courantheid (en daarmee een verschillende rendementsverwachting) kunnen dezelfde waarde hebben, maar zijn daarmee bepaald nog niet gelijk. Investeerders kunnen voor vermogenstitels met dezelfde waarde, maar met een verschillend risico of een verschillende mate van courantheid, een (sterk) verschillende voorkeur hebben.

Investeerders zijn in mindere of meerdere mate risico-avers. Zij gaan – *all things being equal* – risico bij voorkeur uit de weg. Het wordt dan ook algemeen aangenomen dat naarmate het risico stijgt de waarde daalt, wat een hogere

⁹⁹ In navolging van Holterman gebruik ik de termen “liquiditeit”, “courantheid” en “verhandelbaarheid” als synoniemen; zie W. Holterman, De waardering van niet genoteerde aandelen, diss. Groningen, 1993, p. 51- 52.

rendementseis weerspiegelt ter compensatie voor het gelopen risico. Een propositie die een kans geeft van 50% om per direct 200 te ontvangen met een gelijke kans van 50% om nihil te ontvangen, is wellicht 100 waard. Dit is echter niet te vergelijken met een propositie om per direct 100 te ontvangen met 100% zekerheid, die ook 100 waard is. Een investeerder is wellicht niet bereid of kan het zich wellicht zelfs niet veroorloven om het risico te lopen nihil te ontvangen. Hij zou dan een voorkeur hebben en wellicht zelfs uitsluitend in staat zijn te kiezen voor de propositie van 100 met zekerheid, hoewel beide proposities verdedigbaar dezelfde waarde hebben.

Net zoals risico, is ook liquiditeit of courantheid een kerneigenschap van een vermogenswaarde.¹⁰⁰ Liquiditeit of courantheid (*“marketability”*) definieert de International Glossary of Business Valuation Terms als *“the ability to quickly convert property to cash at minimal cost”*.¹⁰¹

Bij het analyseren van liquiditeit wordt in de economische literatuur onderscheid gemaakt tussen de tijddimensie en de prijsdimensie van liquiditeit. “De tijddimensie heeft betrekking op de hoeveelheid tijd die nodig is om een object te verkopen. De prijsdimensie heeft betrekking op de aftrek (*“discount”*) die van toepassing is bij onmiddellijke verkoop (in vergelijking met de prijs die bij een niet-gehaaste verkoop zou kunnen worden gerealiseerd).”¹⁰² Beide dimensies zijn in de hiervoor genoemde definitie geïncorporeerd. Tussen de tijd- en prijsdimensies bestaat een wisselwerking: de liquiditeit kan men verhogen door genoeg te nemen met een lagere prijs. Een prijsreductie kan men beperken door genoeg te nemen met een langere verkoopperiode.¹⁰³

¹⁰⁰ Y. Amihud and H. Mendelson, Liquidity, Asset Prices and Financial Policy, *Financial Analysts Journal*, 1991, vol. 47, p. 56. Zie ook J. E. Fishman, S. P. Pratt, W. J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 80.

¹⁰¹ J. E. Fishman, S. P. Pratt, W. J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 79 en W. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen*, diss. Groningen, 1993, p. 51-52.

¹⁰² W. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen*, diss. Groningen, 1993, p. 51-52; zie over het begrip “liquiditeit” voorts S.A. Lippman and J.C. McCall, *An Operational Measure of Liquidity*, *The American Economic Review*, vol. 76, 1986, p. 43 – 55; M.K. Lewis, *Liquidity*, in: J. Creedy (ed.), *Foundations of Economic Thought*, Cambridge (Mass.), 1990, p. 290 – 330 en Y. Amihud and H. Mendelson, *Liquidity, Asset Prices and Financial Policy*, *Financial Analysts Journal*, 1991, vol. 47, p. 56 – 66.

¹⁰³ W. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen*, diss. Groningen, 1993, p. 52.

Net zoals er een algemene voorkeur bestaat om risico te vermijden, bestaat er een algemene voorkeur voor liquiditeit boven illiquiditeit.¹⁰⁴ Fishman, Shannon en Morrison schrijven:

*“Investors prefer liquidity to illiquidity. A liquid asset may be sold quickly for a variety of reasons: lack of confidence in management, a belief that value will decrease, or the possibility of a need for cash. With an illiquid asset, it may be difficult or expensive to obtain cash, so investors may be forced to hold the asset even if value is declining or management policies are poor.”*¹⁰⁵

En net zoals investeerders een hoger rendement verlangen om te compenseren voor een groter risico, verlangen investeerders ook een hoger rendement om te compenseren voor illiquiditeit. Amihud en Mendelson schrijven:

*Liquidity (or marketability) is a key attribute of capital assets and it strongly affects their pricing. The liquidity effect can be likened to the widely known effect of risk on capital assets. Risk averse investors require higher expected returns to compensate for greater risk. Similarly, investors prefer to commit capital to liquid investments, which can be traded quickly and at low cost whenever the need arises. Investments with less liquidity must offer higher expected returns to attract investors. In equilibrium, the expected returns on capital assets are increasing functions of both risk and illiquidity.”*¹⁰⁶

Vermogenstitels anders dan geld komen in variërende gradaties van courantheid voor. Effecten die op de beurs in grote volumes worden verhandeld, zijn courant en binnen relatief korte termijn tegen relatief geringe kosten liquide te maken. Een financieel belang in een private MKB onderneming daarentegen (bijvoorbeeld een minderheidsaandelenbelang of een vordering uit een bilaterale lening) is doorgaans

¹⁰⁴ Y. Amihud and H. Mendelson, Liquidity, Asset Prices and Financial Policy, Financial Analysts Journal, 1991, vol. 47, p. 56: “(...) investors prefer to commit capital to liquid investments, which can be traded quickly and at low cost whenever the need arises.” Zie ook J. E. Fishman, S. P. Pratt, W. J. Morrison, Standards of Value; Theory and Applications, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 80.

¹⁰⁵ J. E. Fishman, S. P. Pratt, W. J. Morrison, Standards of Value; Theory and Applications, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 80.

¹⁰⁶ Y. Amihud and H. Mendelson, Liquidity, Asset Prices and Financial Policy, Financial Analysts Journal, 1991, vol. 47, p. 56; zie ook J. E. Fishman, S. P. Pratt, W. J. Morrison, Standards of Value; Theory and Applications, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 45 en S. P. Pratt and A. V. Niculita, Valuing a Business, McGraw-Hill 2008, p. 66 e.v.

incourant en zal, indien al mogelijk, een aanzienlijk langere periode en aanzienlijk hogere kosten vergen om (door middel van verkoop) liquide te maken.¹⁰⁷

Een vermogenstitel die een relatief laag rendement biedt maar die zeer courant is (bijvoorbeeld binnen een dag in geld is om te zetten tegen verwaarloosbare kosten), zou dezelfde waarde kunnen hebben als een vermogenstitel die een veel hoger rendement biedt maar die zeer incurant is en zelfs binnen een termijn van een of enkele jaren niet gemakkelijk tegen die waarde in geld is om te zetten.

Een investeerder die slechts een korte investeringshorizon heeft (omdat de gelden die hij investeert slechts voor korte termijn aan hem beschikbaar zijn gesteld) of die om andere redenen voorziet dat hij op korte termijn liquiditeit nodig heeft, is wellicht niet bereid of in staat om te investeren in een incurante vermogenstitel. Hij zou dan een voorkeur hebben, en wellicht zelfs uitsluitend in staat zijn om te investeren in een courante vermogenstitel, hoewel beide vermogenstitels mogelijk dezelfde waarde hebben.

Geld is per definitie liquide. Het is een wettig betaalmiddel. Het geeft maximale optionaliteit. Het kan worden aangewend om aan zijn eigen opeisbare verplichtingen te voldoen, om consumptief te besteden of om te investeren in vermogenstitels naar eigen keuze met het zelf gewenste rendements-, liquiditeits- en risicoprofiel. Geld is betrekkelijk eenvoudig om te zetten in een incurante vermogenstitel. In omgekeerde richting, daarentegen, is een incurante vermogenstitel niet even gemakkelijk om te zetten in geld. De optionaliteit die geld biedt, is van belang. Dit maakt geld als vorm van betaling namelijk universeel voor eenieder aanvaardbaar. Een incurante vermogenstitel daarentegen is als vorm van betaling bij lange na niet voor eenieder even aanvaardbaar.

Geld is in zekere opzichten ook als risicovrij te beschouwen.¹⁰⁸ Een uitkering in contanten beëindigt in ieder geval de risicoblootstelling (“*exposure*”) aan het gefinancierde actief of de gefinancierde onderneming. Wordt de waarde van de onderneming daarentegen uitgekeerd in een vorm anders dan in contanten, dan komt dat erop neer dat de aanspraakgerechtigde crediteuren de onderneming door

¹⁰⁷ Voor bilaterale leningen aan MKB bedrijven bestaat in Nederland op dit moment zo goed als geen secundaire markt.

¹⁰⁸ Valuta- en inflatierisico's buiten beschouwing gelaten.

blijven financieren (in een andere dan de oorspronkelijke vorm) en de bijbehorende risicoblootstelling wordt voortgezet.

Tot slot is de waarde van geld eenvoudig en objectief vast te stellen. Een euro is een euro waard. De waarde van iets anders dan contanten is veel moeilijker vast te stellen en onder meer afhankelijk van toekomstverwachtingen, risicoperceptie en courantheid en in grote mate subjectief.

2.6.6.3 *Crediteuren hebben specifiek recht op "cash"*

Het materiële recht van crediteuren tot betaling van een geldbedrag houdt niet slechts in een recht op verkrijging van een willekeurige vermogenstitel met een waarde ter grootte van het gestipuleerde geldbedrag. Het recht op betaling van een geldsom geeft recht op betaling in de vorm van geld (liquiditeiten). Crediteuren hoeven met betaling in een andere vorm dan contanten in beginsel geen genoegen te nemen en moeten hun recht op betaling in de vorm van contanten kunnen afdwingen.

Kredietverstrekkers hebben niet terugbetaling van een zekere waarde bedongen in een willekeurige vorm met een willekeurig risico en een willekeurige mate van courantheid. Zij hebben bewust en specifiek terugbetaling in de vorm van liquiditeit bedongen en daarmee ook de beëindiging van het gelopen risico op een zeker tijdsmoment of onder bepaalde voorwaarden. Zoals gezegd, door het risicovrije karakter van contanten, beëindigt terugbetaling in contanten de risicoblootstelling. Het recht op terugbetaling in contanten wordt daarom ook wel aangeduid als een "uitstaprecht" of "*exit right*". De hoogte van de bedongen rentevergoeding is in de regel afgestemd op de overeengekomen duur van de risicoblootstelling oftewel het overeengekomen moment van terugbetaling in contanten. In het algemeen geldt: hoe langer de overeengekomen duur van de risicoblootstelling, hoe hoger de rente.

Handelscrediteuren hebben evenmin betaling bedongen van waarde in een willekeurige vorm met een willekeurig risico en een willekeurige mate van courantheid. Zij hebben eveneens bewust en specifiek betaling in de vorm van liquiditeiten bedongen zodat zij deze kunnen aanwenden in hun bedrijfsvoering voor de voldoening van hun eigen opeisbare verplichtingen. Met incurante vermogenstitels kunnen handelscrediteuren weinig en in ieder geval niet hun eigen opeisbare verplichtingen voldoen.

Ook teleurgestelde contractspartijen en gelaedeerden met een vordering tot schadevergoeding hebben niet slechts aanspraak op waarde in een willekeurig vorm met een willekeurig risico en een willekeurige mate van courantheid. Zij hebben recht op schadevergoeding specifiek in de vorm van liquiditeiten zodat zij zich daarmee zo veel mogelijk kunnen terugbrengen in de situatie waarin zij zouden hebben verkeerd zonder de tekortkoming of schending. Met een incurante vermogenstitel is een contractspartij of gelaedeerde niet in staat de bedongen prestatie elders te betrekken en zich zoveel mogelijk in de oorspronkelijke staat terug te brengen.

In het kader van insolventie hebben crediteuren in de regel een versterkte voorkeur en een vergroot belang om *cash* te ontvangen. Bij een bedrijf dat insolvent is geraakt, is het vertrouwen in management en de onderneming veelal geschaad en/of hebben de crediteuren om andere redenen geen fiducia meer in de onderneming, wordt het risico van doorfinanciering als hoog ervaren en zoeken de crediteuren meestal juist naar een *exit*. Bij een (noodgedwongen) uitkering anders dan in contanten missen de crediteuren de contanten die zij nodig hebben voor hun eigen liquiditeitsbehoefte, staat het aangeboden rendement doorgaans niet in verhouding tot het gepercipieerde risico (is de gepercipieerde waarde lager dan wordt voorgesteld) en duurt de risicoblootstelling voort terwijl de crediteuren niet eenvoudig kunnen uitstappen indien de neerwaartse ontwikkeling van de onderneming zich (zoals vaak gevreesd) na de herstructurering voortzet.

Crediteuren die een relatief sterke positie hebben bedongen (in ruil voor een lager rendement) en bij liquidatie hun geld geheel of grotendeels terug kunnen krijgen, hebben het bedongen “geluk” dat zij uit kunnen stappen met geen of slechts beperkte kleerscheuren. Indien zij met een incurante vermogenstitel in plaats van contanten genoeg moeten nemen, wordt hen effectief de mogelijkheid ontnomen om zonder verder risico op schade uit te stappen. Willen zij dan alsnog binnen afzienbare termijn uitstappen door hun incurante vermogenstitel te verkopen, dan zullen zij met een aanzienlijke prijsafslag genoeg moeten nemen. Slagen zij er niet in hun incurante titel binnen afzienbare termijn tegen een aanvaardbare prijs van de hand te doen, dan kan het risico zich verwezenlijken dat zij alsnog met (grotendeels) lege handen komen te staan.¹⁰⁹ Eenmaal geconfronteerd met het

¹⁰⁹ Een sprekend voorbeeld levert de Chapter 11 procedure van Eastern Airlines. Op het moment dat de procedure werd geopend, hadden alle schulden ter grootte van een bedrag van \$ 3,7 miljard bij liquidatie kunnen

reële perspectief van insolventie stellen crediteuren die de mogelijkheid hebben liquiditeiten te ontvangen en uit te stappen doorgaans geen prijs op een alternatieve vorm van betaling die de risicoblootstelling doet voortduren ongeacht het voorgespiegelde tegenoverstaande rendement. Zij geven de voorkeur aan geld dat een vaste waarde heeft, de risicoblootstelling beëindigt en het vastgelegde vermogen weer vrij speelt om elders (beter) aan te wenden. Markell omschrijft het moeten aannemen van iets anders dan contanten in het kader van een herstructurering dan ook terecht als een “*hardship*”.¹¹⁰

2.6.6.4 *Inbreuk op recht op “cash” niet te rijmen met de creditors’ bargain*

Zoals uit het voorgaande volgt (zie paragraaf 2.6.6.1), gaan Jackson en Baird er in beginsel eveneens vanuit dat de aanspraak van crediteuren op betaling in “*cash*” moet worden gewaarborgd. Zij menen echter ten onrechte dat de aanspraak op “*cash*” in het kader van een herstructurering voldoende is gewaarborgd indien de schuldenaar een vermogenstitel uitgeeft die een waarde heeft die gelijk is aan het bedrag in contanten waartoe de crediteuren in geval van liquidatie gerechtigd zouden zijn. Zij veronderstellen daarbij dat de crediteur de waarde van de uitgegeven vermogenstitel eenvoudig door verkoop in contanten om kan zetten.

Deze veronderstelling van Jackson en Baird, dat een vermogenstitel met een zekere waarde eenvoudig tegen die waarde in geld is om te zetten gaat voorbij aan het aspect van courantheid. Een incurante vermogenstitel met een zekere veronderstelde waarde is per definitie niet liquide en is per definitie niet eenvoudig tegen de veronderstelde waarde in geld om te zetten.¹¹¹ Alleen de meest liquide beursgenoteerde effecten zullen een liquiditeit hebben die het mogelijk maakt om de waarde ervan zonder substantieel verlies in korte tijd in geld om te zetten. Andersoortige vermogenstitels zijn veel minder courant. Voor vorderingen uit bilaterale leningen aan MKB bedrijven bestaat in Nederland zo goed als geen

worden voldaan. Als gevolg van de Chapter 11 procedure werd liquidatie echter verhinderd. Uiteindelijk ontvingen de crediteuren slechts \$ 900 miljoen op hun vorderingen. Het gedwongen uitstel heeft de crediteuren in die zaak circa \$2,8 miljard gekost. Zie in dit verband R.A. Brealey, S.C. Myers and F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 2014, p. 852 – 853; M.C. Jensen, *Corporate Control and the Politics of Finance*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1991, Vol. 4, No. 2, p 13 – 33 en L.A. Weiss and K.H. Wruck, *Information problems, conflicts of interest and asset stripping: Chapter 11’s failure in the case of Eastern Airlines*, *Journal of Financial Economics* 1998, no. 1, p. 55 - 97.

¹¹⁰ B.A. Markell, *A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11*, 72 *Am. Bankr. L. J.* 227 (1998), p. 251.

¹¹¹ Het zou er anders op neerkomen dat een houder van een incurante vermogenstitel van twee walletjes eet. Hij zou én een hoog rendement én ook nog liquiditeit genieten. Het is van tweeën één.

secundaire markt. Dergelijke vermogenstitels zijn niet of slechts zeer bezwaarlijk of slechts tegen een sterk gereduceerde prijs liquide te maken.

Zoals uiteengezet in paragraaf 2.6.6.2 hierboven, is het versneld verkopen van een incurante vermogenstitel bezwaarlijk omdat dit in de regel tot een aanzienlijke prijsafslag leidt. Het uittrekken van een langere periode voor verkoop is (nog afgezien van het gemis aan liquiditeit) bezwaarlijk omdat dit de risicoblootstelling langer laat voortduren met het gevaar dat de toestand van de onderneming in de tussentijd verslechtert en de verkregen titel naderhand nog moeilijker te verkopen of geheel waardeloos blijkt.

Crediteuren die buiten het kader van de voorgestelde collectieve procedure aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering in contanten (die liquiditeit brengt en het risico beëindigt) en die in het kader van de voorgestelde collectieve procedure genoeg moeten nemen met een incurante vermogenstitel (die liquiditeit ontbeert en het risico laat voortduren), kunnen er met de voorgestelde collectieve procedure dan ook wezenlijk op achteruit gaan ten opzichte van de situatie zonder de voorgestelde collectieve procedure.

Waar het inwisselen van individuele verhaalsrechten voor een collectieve liquidatieprocedure slechts inbreuk maakt op de procedurele rechten van crediteuren met als doel om de realisering van hun materiële aanspraken te bevorderen, maakt het inwisselen van “*cash*” voor “*non-cash*” (een herstructurering) niet alleen inbreuk op de procedurele rechten van de crediteuren maar ook een wezenlijke inbreuk op de materiële rechten van een deel van de crediteuren (ten gunste van de positie van andere crediteuren).

Uitgangspunt van de *creditors' bargain* theorie is dat vóór faillissement verkregen materiële rechten zoveel mogelijk moeten worden gerespecteerd.¹¹² De *creditors' bargain* theorie gaat ervan uit dat crediteuren vanuit een *ex ante* positie zouden kiezen voor een collectief systeem dat geen verdere inbreuk op hun (procedurele) rechten maakt dan nodig is om het coördinatieprobleem op te lossen en hen beter in staat stelt om hun vóór faillissement verkregen (materiële) rechten te realiseren dan zonder het collectieve systeem het geval is.

¹¹² D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 110: “*bankruptcy law [is] primarily concerned with recognizing nonbankruptcy entitlements.*”

Crediteuren hebben recht op betaling in de vorm van contanten. Het maken van een inbreuk op het recht op betaling in contanten is voor het verhelpen van het coördinatiegebrek dat tot het *common pool* probleem leidt, niet nodig. Voor het verhelpen van dit coördinatiegebrek is slechts nodig dat gecoördineerde collectieve actie in de plaats komt van ongecoördineerde individuele actie.¹¹³ Hiervoor is in essentie niet meer nodig dan een tijdelijk moratorium op individuele verhaalsacties en een gecoördineerde verkoop. Een collectieve *liquidatie*procedure bevat deze elementen en is daarmee voor het verhelpen van het *common pool* probleem voldoende.¹¹⁴ Een herstructurering, het afstellen van (collectieve) liquidatie en het uitkeren in “*non-cash*”, dient er niet toe een coördinatieprobleem op te lossen en is daarvoor ook niet nodig. Een herstructurering dient er primair toe (collectieve) liquidatie ten gunste van de lager gerangschikte vermogensverschaffers uit te stellen of te voorkomen. Met het verhelpen van een coördinatieprobleem heeft dit weinig van doen.

De inbreuk die een herstructurering maakt op het recht op betaling in de vorm van contanten kan ten nadele werken van senior¹¹⁵ crediteuren (ten voordele van junior¹¹⁶ vermogensverschaffers) en kan leiden tot een wijziging in de verdeling en de materiële rechten zoals deze zouden bestaan zonder de herstructurering. Denkbaar is, bijvoorbeeld, dat buiten de herstructurering senior crediteuren overeenkomstig hun bedongen positie “*cash*” zouden ontvangen en dat na voldoening van de senior crediteuren voor de junior crediteuren, overeenkomstig hun bedongen positie, niets zou resteren. In het kader van een herstructurering zoals Jackson en Baird die voor aanvaardbaar houden, is het mogelijk dat de senior crediteuren “*non-cash*” moeten aanvaarden, wat een inbreuk vormt op hun recht op *cash*”, en de junior crediteuren eveneens een “*non-cash*” aanspraak ontvangen,¹¹⁷ wat gunstiger is dan wat hun positie zou zijn bij volledige respectering van het recht

¹¹³ Zie over het *common pool* probleem paragraaf 2.3 hierboven.

¹¹⁴ Zie in dit verband ook P. Aghion, O. Hart en J. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 1992, NBER, Working Paper No. 4097, p. 7 die vaststellen dat ter verhelping van het *common pool* probleem voldoende is dat een curator de onderneming of de activa van de onderneming verkoopt en de opbrengst onder de crediteuren verdeelt overeenkomstig ieders recht.

¹¹⁵ Met “senior” crediteuren doel ik hier op crediteuren die bij liquidatie aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering in contanten.

¹¹⁶ Met “junior” vermogensverschaffers doel ik hier op de vermogensverschaffers die bij liquidatie geen aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering.

¹¹⁷ Omdat de onderneming geacht wordt méér waard te zijn dan het bedrag dat deze op zou leveren indien deze op dat moment in geld zou worden omgezet (geliquideerd).

van de senior crediteuren op contanten zoals dat bestaat zonder de herstructurering.

De *creditors' bargain* theorie, zuiver toegepast, beoogt in de verdeling en de materiële rechten van vermogensverschaffers geen wijziging te brengen. Net zoals de *creditors' bargain* theorie geen rechtvaardiging biedt voor een inbreuk op het recht op voorrang van gecureerde crediteuren ten gunste van junior vermogensverschaffers, biedt de *creditors' bargain* theorie evenmin rechtvaardiging voor een inbreuk op het recht van senior crediteuren op betaling in contanten ten gunste van de positie van junior vermogensverschaffers. Dit geldt te meer daar de inhoud en omvang van het recht op voorrang van senior crediteuren wordt uitgedrukt in en bepaald door betaling in contanten en niet een andere vorm van waarde.

Aangezien het maken van een inbreuk op het recht op contanten voor het verhelpen van het *common pool* probleem niet nodig is, bestaat voor een inbreuk op het recht op betaling in contanten op grond van de *creditors' bargain* theorie onvoldoende rechtvaardiging. Op grond van de *creditors' bargain* theorie is eerder aannemelijk dat crediteuren in een *ex ante* positie zouden kiezen voor een collectief systeem dat hun oorspronkelijke materiële recht op betaling in contanten respecteert en hen juist *assisteert en beter in staat stelt* om hun recht op contanten te realiseren dan zonder het voorgestelde collectieve systeem het geval zou zijn.

Het doel van een collectieve procedure zou op grond van de *creditors' bargain* theorie dan ook niet het maximaliseren van *waarde* moeten zijn. Het doel zou moeten zijn om de voor uitkering beschikbare *liquiditeiten* ten behoeve van de crediteuren als groep te maximaliseren. Met andere woorden, het doel zou niet *waardemaximalisatie*, maar *opbrengst- of prijsmaximalisatie* moeten zijn.¹¹⁸

Voor zover een collectieve procedure streeft naar maximalisatie van waarde in plaats van maximalisatie van de voor uitkering beschikbare liquiditeiten, zouden de buiten de collectieve procedure bestaande aanspraken op contanten in ieder geval voldoende gewaarborgd moeten zijn. De mijns inziens meest zwaarwegende reden hiervoor is het uitgangspunt dat geen deelgroep met de voorstelde collectieve

¹¹⁸ Bij een collectieve procedure die in liquidatie voorziet, zijn de termen waardemaximalisatie en opbrengst- of prijsmaximalisatie als synoniemen te hanteren. Bij een collectieve procedure die in een herstructurering voorziet, is dit niet zonder meer het geval. Zie over het onderscheid tussen het begrip “waarde” en “prijs” paragraaf 3.4.2 hierna.

procedure slechter af mag zijn dan in de situatie zonder de voorgestelde collectieve procedure (zie paragrafen 2.6.4 en 2.6.5 hierboven). Er bestaat geen goede rechtvaardiging voor het opofferen van de legitieme aanspraken die de ene groep buiten de collectieve procedure heeft, ten gunste van een andere groep die op dat voordeel buiten de collectieve procedure geen aanspraak heeft. Daarnaast zou het wijzigen van de verhoudingen in de collectieve procedure tot strategische prikkels kunnen leiden die inefficiënt gedrag uitlokken. Crediteuren die de voorgestelde collectieve procedure nadelig raakt, zouden een prikkel hebben om versneld tot individuele verhaalsuitoefening over te gaan om de collectieve procedure voor te zijn. Dit werkt het *common pool probleem* in de hand dat een collectieve procedure volgens de *creditors' bargain* theorie juist probeert te voorkomen. Crediteuren die de collectieve procedure begunstigt, zouden een prikkel kunnen hebben om een collectieve procedure uit te lokken in gevallen waarin dat prematuur en voor de crediteuren als groep inefficiënt zou zijn.

Kortom: een collectieve procedure die voorziet in een uitkering anders dan in contanten (een herstructureringsprocedure) kan voor crediteuren die zonder de herstructureringsprocedure aanspraak zouden kunnen maken op contanten een wezenlijke achteruitgang betekenen ten opzichte van hun positie in een (collectieve) liquidatieprocedure. Voor een collectieve procedure die voorziet in een uitkering anders dan in contanten (een herstructureringsprocedure) zou dan ook slechts plaats moeten zijn indien en voor zover de crediteuren met de voorgestelde alternatieve uitkering anders dan in contanten (op zijn minst bij meerderheid) instemmen. Ik werk dit in de volgende hoofdstukken nader uit.

2.7 Verschillende governancemodellen in collectieve procedure denkbaar

Vervangt men, om het *common pool* probleem op te lossen, individuele verhaalsprocedures door een collectieve procedure, dan ontstaat als logisch voortvloeisel daarvan een *governance* vraagstuk: hoe moet het collectief beslissen?

Een beslissing over de verdeling van de beschikbare waarde hoeft het collectief in beginsel niet te nemen. De verdeling wordt in beginsel bepaald door de onderscheiden pre-faillissementsrechten van de crediteuren.

De belangrijkste beslissing die het collectief moet nemen gaat over de vraag hoe de beschikbare waarde het best te realiseren: moet de onderneming in stukken of als

geheel worden verkocht en, zo ja, op welke wijze, aan wie en tegen welke voorwaarden of kan de onderneming beter worden overgenomen door de crediteuren zelf?

Voor een oplossing van het *common pool* probleem is een democratisch governance model, zoals een akkoordprocedure in eenvoudigste vorm, niet per se vereist.¹¹⁹ Het belangrijkste dat nodig is om het *common pool* probleem op te lossen, is: (i) de mogelijkheid om tijdelijk individuele verhaalsrechten te bevriezen om een ongecontroleerde wedloop op de activa van de onderneming te voorkomen, (ii) een mechanisme om de beschikbare waarde op een gecoördineerde wijze te realiseren en (iii) waarborgen die schuldeisers het vertrouwen geven dat ieder het zijne zal ontvangen overeenkomstig diens recht.¹²⁰

De beslissing hoe de beschikbare waarde het best te gelde is te maken ten behoeve van de crediteuren als geheel is met verschillende governance modellen te nemen. Een autocratisch beslismodel is denkbaar, waarbij bijvoorbeeld een bewindvoerder of curator zelfstandig ten behoeve van het collectief beslist. Een judicieel systeem is denkbaar, waarbij een rechter de beslissing neemt na partijen te hebben gehoord. Een democratisch beslismodel, zoals ten dele ten grondslag ligt aan een akkoord, is ook een van de mogelijkheden.¹²¹

Een democratisch beslismodel verdient lang niet altijd de voorkeur. Met name in situaties waarin er grote tijdsdruk bestaat, de beschikbare waarde in rap tempo verdampt en er geen reële andere mogelijkheid bestaat dan een activatransactie, kan een autocratisch model de voorkeur verdienen waarbij een functionaris, zoals een curator, snel en doortastend namens de crediteuren als groep kan handelen en

¹¹⁹ Zie in dit verband ook P. Aghion, O. Hart en J. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 1992, NBER, Working Paper No. 4097, p. 7 die vaststellen dat ter verhelping van het *common pool* probleem voldoende is dat een curator de onderneming of de activa van de onderneming verkoopt en de opbrengst onder de crediteuren verdeelt overeenkomstig ieders recht.

¹²⁰ Zie voor de minimelementen die een faillissementssysteem zou moeten bevatten O. Couwenberg and S.J. Lubben, *Essential Corporate Bankruptcy Law*, *Eur. Bus. Org. Law. Rev.* (2015), 16:39 – 61. Couwenberg en Lubben betogen dat voor een effectief faillissementssysteem een herstructureringsmechanisme niet essentieel is. Essentieel zijn volgens hen slechts mechanismen voor “*asset stabilization*” en “*asset separation*” ten einde de waardecomponenten op een efficiënte manier te kunnen verkopen aan een derde. Om dit te bereiken is volgens Couwenberg en Lubben niet meer nodig dan een tijdelijk moratorium (*stay*), de mogelijkheid een boedelkrediet aan te trekken (nieuw geld boven oud geld), de mogelijkheid contracten te behouden, een onafhankelijke insolventiefunctionaris die in het belang van alle crediteuren handelt en duidelijke verdelingsregels.

¹²¹ Vgl. N.W.A. Tollenaar, *Materiële crediteurenbescherming: een balans tussen juridische en economische bescherming*, *TvI* 2014/31 en S. Madaus, *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, *NACIL Reports* 2012, p. 21 – 23.

beslissen.¹²² Is er geen andere reële optie dan een verkoop tegen betaling in contanten aan een derde, dan zijn de belangrijkste beslissingen die voor het collectief moeten worden genomen die over de inrichting van het verkoopproces en de prijs. Deze komen mij voor als beslissingen die de crediteuren *ex ante* aan een curator (onder toezicht van een rechter-commissaris) in de geschetste omstandigheden wel zouden willen toevertrouwen. Democratische besluitvorming over deze onderwerpen zou, onder de tijdsdruk en andere beperkende omstandigheden, het resultaat voor de crediteuren als geheel zelfs negatief kunnen beïnvloeden.¹²³

Een *going concern* verkoop aan een derde (liquidatie) geniet in het merendeel van de gevallen de voorkeur boven een herstructurering (overdracht van de onderneming aan de crediteuren zelf).¹²⁴ Baird zet overtuigend uiteen waarom het belang van de crediteuren als geheel in de regel beter gediend is met een activaverkoop aan een derde dan met een reorganisatie (verkoop aan de crediteuren zelf) en geeft daarmee een verklaring voor het verschijnsel dat in het overgrote deel van de *Chapter 11* procedures een activatransactie en geen traditionele reorganisatie meer plaatsvindt.¹²⁵ Deze activatransacties vinden plaats

¹²² *Idem.*

¹²³ Vgl. ook G. Moss, Chapter 11 – an English lawyers critique, *Insolvency Intelligence* 1998, p. 3.

¹²⁴ Zie voorts O. Couwenberg, Buurmans gras is altijd groener: reflectie op de relatieve efficiëntie van insolventiesystemen, *TvI* 2000, p. 127 e.v. die in dit verband opmerkt: “*De verwachtingen omtrent het succes van reorganisatieprocedures, gemeten naar “survival rate” en “debt recovery,” moeten niet te hoog worden gespannen. Indien wordt gelet op de omvang van de bestudeerde ondernemingen blijkt niet dat reorganisatieprocedures beduidend beter presteren dan liquidatieprocedures. Uit de studies blijkt dat insolventiesystemen gericht op de liquidatie van de debiteur-onderneming niet leiden tot lagere “firm survival rates” dan systemen met een expliciete reorganisatieregel. Een soortgelijke observatie kan worden gemaakt voor wat betreft de “debt recovery rate” voor de schuldeisers gezamenlijk. (...) Ongeacht de “survival rate” van reorganisatieprocedures in verschillende landen, lijkt het een feit dat de “going concern sale” een belangrijk instrument is voor het oplossen van de financiële problemen van (insolvabele) ondernemingen. (...) Zoals de studies aantonen, neemt in bijna alle insolventiesystemen een activatransactie een belangrijke plaats in; ook in de reorganisatieprocedures zelf.*” Zie ook O. Couwenberg, Reorganisatie-obstakels in faillissement, *Ondernemingsrecht* 2004/223; O. Couwenberg, Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence, *European Journal of Law and Economics* 2001, p. 253-273; O. Couwenberg, N.E.D. Faber & S.C.J.J. Kortmann, De Efficiëntie van de Nederlandse Faillissementswet, *Onderzoekscentrum Onderneming & Recht* 2001; O. Couwenberg and A. de Jong, Costs and recovery rates in the Dutch liquidation-based bankruptcy system, *Eur J Law Econ* (2008), 105 - 127 en Couwenberg and S.J. Lubben, Essential Corporate Bankruptcy Law, *Eur. Bus. Org. Law. Rev.* (2015), 16:39 – 61 waarin de auteurs betogen dat voor een effectief faillissementssysteem een herstructureringsmechanisme niet nodig is. Essentieel zijn volgens hen slechts een mechanismen voor “*asset stabilization*” en “*asset separation*” ten einde de waardecomponenten op een efficiënte manier te kunnen verkopen aan een derde (liquidieren). Zie in dezelfde zin ook M.C. Jensen, Corporate Control and the Politics of Finance, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1991, Vol. 4, No. 2, p 13 – 33 die zeer kritisch is over de reorganisatieprocedure van Chapter 11 en een systeem voorstelt waarbij insolvente ondernemingen altijd door middel van een *controlled auction* worden geveild. De redenen die Jensen hiervoor noemt zijn zeer vergelijkbaar met de redenen voor “*asset stabilization*” en “*asset separation*” die Couwenberg en Lubben aandragen.

¹²⁵ D.G. Baird, The Uneasy Case for Corporate Reorganizations, 15 *J. Legal. Stud.* 127 (1986); D.G. Baird and R.K. Rasmussen, The End of Bankruptcy, 55 *Stanford Law Review* 751 (2002); D.G. Baird, Chapter 11 at

zonder de totstandkoming van een akkoord en daarmee zonder de daarbij behorende democratische besluitvorming.

Dit neemt niet weg dat zich nog steeds situaties voor kunnen doen waarin een verkoop van de onderneming (*going concern*) tegen betaling in contanten onder de gegeven omstandigheden slechts mogelijk is tegen een prijs die zo ver beneden de gepercipieerde waarde van de onderneming ligt dat het aantrekkelijker voor de crediteuren kan zijn (of lijken) om de onderneming zelf over te nemen (en daarmee door te financieren).¹²⁶

Het is met name voor deze situaties, waarin de beslissing voorligt om de crediteuren de onderneming zelf te laten overnemen en door te laten financieren, dat een democratisch beslissingsmodel naar mijn mening geboden is. Ik kom hier in hoofdstuk 4 op terug.¹²⁷

Jackson en Baird spreken bij de ontwikkeling van hun *creditors' bargain* theorie geen concrete voorkeur voor een *governance* model uit, maar veronderstellen het *governance* model van *Chapter 11*. Wel benadrukken zij het belang van een algemene regel die vanzelfsprekend lijkt, maar verrassend vaak wordt veronachtzaamd. Dit is de regel dat degenen die bij een bepaalde beslissing of maatregel baat hebben, ook de lasten (kosten en risico's) daarvan moeten dragen.¹²⁸ Er vindt anders geen goede baten/lasten afweging plaats. Ligt de beslissing over het nemen van een maatregel in handen van iemand die er

Twilight, 56 Stanford Law Review 673 (2003); J.S. Moore and V.P. Slusher, Bankruptcy Code section 363-sales: Trends and Opportunities, Westlaw 2007 nr. 9, Norton Bankr. L. Adviser 2; B. Keach, Chapter 11 at the crossroads, Global Turnaround, November 2009. Zie ook G. Moss, Chapter 11 – an English lawyers critique, *Insolvency Intelligence* 1998, p. 2: “*I was fascinated and gratified to read in the literature concerning Chapter 11 that in a large number of cases the Chapter 11 procedure leads to the sale of one or more parts of the debtor company’s business as a going concern, giving a significantly better return than a liquidation forced sale. (...) I suspect that more time could meaningfully be spent on studying whether each system is good at producing a more beneficial sale than in liquidation than on the relatively few cases where a complete rescue is achieved. (...) The empirical research in the US appears to show that there is no real evidence that Chapter 11 is a successful rehabilitation procedure. There is however empirical evidence that it gives rise to better realisations than in a forced sale in liquidation because of the protection of the statutory stay.*” Zie ook P. Aghion, O. Hart en J. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 1992, NBER, Working Paper No. 4097, p. 3 die eveneens vaststellen dat het verkopen van de onderneming aan een derde (“*sell or liquidate the company*”) veelal de voorkeur zal genieten.

¹²⁶ Zie in dit verband A. Shleifer and R.W. Vishny, *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, no. 4, September 1992; A. Shleifer and R.W. Vishny, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25, 2011

¹²⁷ Zie paragraaf 4.2.2.

¹²⁸ T.H. Jackson, *Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules*, *Am. Bankr. L.J.* 399, 1986; D.G. Baird and T.H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy*, *University of Chicago Law Review*, 1984/51.

uitsluitend of voornamelijk baat bij heeft, terwijl de lasten uitsluitend of voornamelijk liggen bij een ander, dan zal de beslisser voor de maatregel kiezen ook al overtreffen de lasten de baten ervan. Dit veroorzaakt perverse prikkels in het systeem en leidt per saldo niet tot het beste resultaat voor de crediteuren als groep (lasten overstijgen de baten). Dit gevaar speelt in het bijzonder bij de beslissing om de onderneming (tijdelijk) voor te zetten en bij de keuze voor een herstructurering in plaats van een liquidatie. Ook hierop kom ik in het vervolg terug.¹²⁹

3. De rechtvaardigingsgrond en het doel van een zelfstandig dwangakkoord

3.1 Korte omschrijving van het dwangakkoord in de voorgestane conceptuele vorm

Het dwangakkoord dat hier in conceptuele vorm wordt beschreven, zou op hoofdlijnen als volgt werken. Het akkoord zou in principe alle soorten vermogensverschaffers moeten kunnen binden: aandeelhouders, concurrente crediteuren, preferente crediteuren, gecureerde crediteuren, enzovoorts. Crediteuren stemmen in klassen. Uitsluitend partijen die vergelijkbare rechten hebben en die het akkoord op een vergelijkbare manier behandelt, mogen in dezelfde klasse worden ingedeeld. Het akkoord is aangenomen indien alle klassen bij meerderheid instemmen, dat wil zeggen een meerderheid binnen iedere klasse vóór stemt. Het akkoord bindt dan de tegenstemmende minderheid binnen iedere klasse. Indien één of meer klassen tegenstemmen, is het akkoord verworpen en komt het in beginsel niet tot stand. De rechter kan echter onder bepaalde strikte voorwaarden het akkoord aan tegenstemmende klassen opleggen. In dat geval komt het akkoord alsnog tot stand.

3.2 Een afwijkende wijze van geldend maken van rechten

Een schuldeiser die een geldvordering heeft kan, indien de schuldenaar in verzuim verkeert, zijn vordering geldend maken door zijn verhaalsrecht uit te oefenen (artikel 3:276 BW).¹³⁰ Uitoefening van het individuele verhaalsrecht van de schuldeiser houdt in dat de schuldeiser door middel van executoriaal beslag bepaalde goederen van de schuldenaar laat verkopen en zich uit de verkoopopbrengst in contanten laat

¹²⁹ Zie paragrafen 2.6.4 – 2.6.5, 3.4.4 – 3.4.7, 6.16.2, 6.16.7, 8.2.5 en 8.9.6 – 8.9.7.

¹³⁰ Zie over het onderscheid tussen het materiële recht, de vordering (het *ius agendi*), de rechtsovereenkomst en het verhaalsrecht van de schuldeiser en hoe deze rechten zich tot elkaar verhouden F.M.J. Verstijlen, De faillissementscurator, diss. Tilburg, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, p. 14 e.v. met verdere verwijzingen.

voldoen.¹³¹ Uitoefening van een individueel verhaalsrecht leidt derhalve tot liquidatie: omzetting van één of meer goederen in liquide middelen door verkoop tegen betaling in contanten teneinde de schuldeiser in contanten te kunnen voldoen.

Indien een schuldeiser een vordering heeft tot voldoening van iets anders dan een geldsom en de schuldenaar in verzuim verkeert, kan de schuldeiser zijn vordering buiten faillissement van de schuldenaar in beginsel langs twee wegen geldend maken. Hij kan zijn vordering ten eerste geldend maken door een rechtsovereenkomst tot nakoming in te stellen.¹³² In plaats daarvan kan hij er ook voor kiezen zijn vordering om te zetten in een geldvordering tot schadevergoeding en vervolgens zijn verhaalsrecht uit te oefenen.

Indien de schuldenaar in een financieel insolvente toestand geraakt, zal hij meestal in de nakoming van zijn verplichtingen aan meerdere schuldeisers tekortschieten, zullen vaak meerdere schuldeisers overgaan tot het effectueren van hun rechten en zal al spoedig een faillissementsprocedure volgen.

In faillissement vindt de effectuering van rechten uitsluitend plaats door middel van verhaal. Alle vorderingen tot voldoening van iets anders dan geld kunnen in faillissement uitsluitend geldend worden gemaakt na omzetting in een geldvordering (artikel 133 Fw). Schuldeisers verliezen hun individuele verhaalsrecht (artikel 33 Fw). Verhaal vindt collectief plaats. De curator verkoopt in beginsel ten behoeve van alle schuldeisers alle goederen¹³³ van de schuldenaar tegen betaling in contanten teneinde de schuldeisers in contanten zo veel mogelijk te kunnen voldoen. Dit alles vindt plaats op de wijze die de Faillissementswet dwingend voorschrijft.

Faillissement is voor de schuldeisers niet altijd de optimale manier om zich op het vermogen van de schuldenaar te verhalen. Een onderneming verliest in faillissement spoedig haar waarde en faillissement is meer in het algemeen niet de beste context om goederen te verkopen. Soms kunnen de schuldeisers hun rechten beter geldend maken door buiten faillissement te verkopen of, bij gebreke van een geschikte koper, door de beschikbare waarde in de vorm van vermogenstitels aan zich te laten uitkeren zonder de waarde liquide te maken.

¹³¹ Zie bijvoorbeeld artt. 463, 480, 514 en 551 Rv.

¹³² al dan niet onder oplegging van een dwangsom (artikel 611a e.v. Rv), uit te voeren door middel van reële executie (artikel 3:299 en 3:300 BW) of, in extreme gevallen, uitvoerbaar bij lijfswang (artikel 585 Rv).

¹³³ Met uitzondering van de goederen die buiten de boedel vallen, vgl. 21 – 22a Fw.

Wensen schuldeisers hun rechten op een andere collectieve manier geldend te maken dan door middel van de liquidatieprocedure die de Faillissementswet voorschrijft, dan is dat in beginsel slechts mogelijk indien alle schuldeisers en de schuldenaar op basis van unanimité tot afspraken daarover kunnen komen. Dit zal doorgaans niet eenvoudig en vaak onmogelijk zijn.

Een dwangakkoord buiten faillissement, in de voorgestane vorm, biedt een mechanisme dat crediteuren in staat stelt om op basis van akkoordbesluitvorming (een meerderheidsbeslissing van de crediteuren en/of een beslissing van de rechter)¹³⁴ hun rechten op een andere collectieve wijze geldend te maken dan door middel van de collectieve liquidatieprocedure van faillissement.

De akkoordregelingen onder het huidig recht hebben onder meer als nadeel dat deze slechts zijn toe te passen binnen het kader van een meeromvattende insolventieprocedure terwijl schuldeisers een akkoordinstrument wellicht juist buiten het kader van een meeromvattende insolventieprocedure zouden willen aanwenden.

Dit is dan de plaats die het zelfstandig dwangakkoord, in de hier beschreven conceptuele vorm, zou innemen. Het zelfstandig dwangakkoord zou tot doel moeten hebben om de schuldeisers een mechanisme te bieden om in geval van insolventie van de schuldenaar hun verhaalsrechten op een afwijkende collectieve wijze buiten het kader van een meeromvattende faillissementsprocedure geldend te maken.

3.3 Rechtvaardigingsgrond voor een afwijkende wijze van liquidatie: hogere prijs

Een afwijkend mechanisme van collectieve verhaalsuitoefening kan in ten minste twee opzichten afwijken van de collectieve liquidatieprocedure van faillissement.

Ten eerste kan de afwijkende procedure voorzien in liquidatie (verkoop tegen betaling in contanten) buiten het kader van een faillissementsprocedure op een wijze die afwijkt van de wijze van liquidatie die de Faillissementswet voorschrijft (een afwijkende liquidatieprocedure).

Ten tweede kan het afwijkende mechanisme voorzien in een uitkering in een andere vorm dan bij liquidatie: een uitkering anders dan in contanten.

¹³⁴ Zie over het gemengd democratisch/judiciële karakter van akkoordbesluitvorming hoofdstuk 4 en paragraaf 8.6.

Een zelfstandig dwangakkoord maakt afwijking in beide opzichten mogelijk. Met een zelfstandig dwangakkoord, zoals dat mij voor ogen staat, is het in principe mogelijk om de onderneming op een gecontroleerde wijze buiten het kader van een faillissementsprocedure aan een derde tegen betaling in contanten te verkopen en de opbrengst in contanten aan de schuldeisers uit te keren (afwijkende wijze van liquidatie).

Een dwangakkoord maakt het in principe ook mogelijk om aan de crediteuren een uitkering te doen anders dan in contanten. De waarde van de onderneming kan in de vorm van verschillende financiële instrumenten worden “overgedragen” aan de crediteuren die tot die waarde gerechtigd zijn zonder deze waarde liquide te maken (herstructurering).¹³⁵

Voor zover i) het systeem van afwijkende verhaalsuitoefening voorziet in een afwijkende wijze van liquidatie, ii) aan te nemen valt dat met dit afwijkende liquidatiesysteem de totale opbrengst hooguit meer maar nooit minder zal zijn dan bij liquidatie in faillissement en iii) het systeem een eerlijke verdeling van de gerealiseerde opbrengst (in contanten) waarborgt, is dit systeem al gauw in het belang van alle crediteuren te achten. Zij ontvangen dan een uitkering in dezelfde vorm als anders het geval zou zijn (contanten), alleen naar verwachting méér daarvan. Iedereen gaat er met de afwijkende wijze van liquidatie op vooruit. Daarmee is de rechtvaardiging van het afwijkende liquidatiesysteem spoedig gegeven.

Zoals hiervoor al bleek, ligt dit voor een systeem dat voorziet in een uitkering anders dan in contanten ingewikkelder.¹³⁶

3.4 Rechtvaardigingsgrond voor een herstructurering

3.4.1 *Herstructureren is uitkeren in een andere vorm dan contanten*

Zoals gezegd, er kunnen zich situaties voordoen waarin een verkoop van de onderneming (*going concern*) tegen betaling in contanten onder de gegeven omstandigheden slechts mogelijk is tegen een prijs die ver beneden de

¹³⁵ Zie hierover ook paragraaf 2.5 hiervoor.

¹³⁶ Zie paragraaf 2.6.4 – 2.6.6 hierboven.

gepercipieerde waarde van de onderneming ligt. De crediteuren zouden het dan mogelijk aantrekkelijker kunnen vinden om de onderneming zelf over te nemen (en daarmee door te financieren).¹³⁷

Nemen de crediteuren de onderneming zelf over, dan wordt de waarde van de onderneming in de vorm van verschillende financiële instrumenten onder de crediteuren verdeeld.¹³⁸ Er vindt dan geen liquidatie plaats (een verkoop aan een derde tegen betaling in contanten) gevolgd door een uitkering in contanten. De waarde van de onderneming wordt dan rechtstreeks aan de schuldeisers “uitgekeerd” in een vorm anders dan in contanten. Een financiële herstructurering van een insolvente onderneming is niets anders dan collectief verhaal op de waarde van de onderneming waarbij verdeling van de waarde plaatsvindt in een vorm anders dan in contanten oftewel in natura. Waar bij een liquidatie wordt uitgekeerd in “*cash*”, wordt bij een herstructurering uitgekeerd in “*non-cash*”.

In principe kan een herstructurering zowel door middel van een akkoord als door middel van een activatransactie plaatsvinden.¹³⁹ Bij een herstructurering via een activatransactie wordt de onderneming van de oude vennootschap overgedragen aan een nieuwe vennootschap. De *in the money* crediteuren van de oude vennootschap worden de vermogensverschaffers van de nieuwe vennootschap. Zij stellen als financiers aan de nieuwe vennootschap de middelen ter beschikking die de nieuwe vennootschap als koopprijs voor de verwerving van onderneming aan de oude vennootschap moet betalen en krijgen een bedrag ter grootte hiervan als crediteur van de oude vennootschap weer terug (“kasrondje”). Deze transactie kan technisch in principe ook met gesloten beurzen worden geïmplementeerd. In de praktijk worden dit soort transacties aangeduid als het “doorrollen” van de financiering.

Bij een activatransactie in het kader van een gewone vereffening kunnen *in the money* crediteuren echter niet worden gedwongen om genoeg te nemen met een uitkering anders dan in geld (namelijk een belang in de nieuwe vennootschap) of worden gedwongen de gelden die zij van de oude vennootschap tegoed hebben in de nieuwe vennootschap te herinvesteren. Een herstructurering door middel van een activatransactie die tot stand wordt gebracht in het kader van een vereffeningprocedure (dat wil zeggen zonder een akkoordprocedure) kan derhalve uitsluitend tot stand komen met unanieme instemming van alle *in the money* crediteuren (tenzij de overige crediteuren bereid zijn de dwarsliggers in contanten uit

¹³⁷ Zie in dit verband ook O. Couwenberg, *Resolving Financial Distress in the Netherlands*, diss. Groningen, 1997, p. 28.

¹³⁸ Zie hierover ook paragraaf 2.5 hierboven.

¹³⁹ Zie ook O. Couwenberg, *Resolving Financial Distress in the Netherlands*, diss. Groningen, 1997, p. 29 e.v.

te nemen en de daarmee gepaard gaande “*cash leakage*” te accepteren). Omdat een dwangakkoord is bedoeld voor de situatie waarin niet alle betrokken crediteuren meewerken, blijft de mogelijkheid van een herstructurering door middel van een activatransactie op basis van unanimitéit verder buiten beschouwing.

3.4.2 *Inleiding vooraf: de begrippen marktwaarde en executiewaarde*

Herstructureren is waarden. Bij liquidatie vindt er noodzakelijkerwijs een markttransactie plaats om de beschikbare waarde in geld om te zetten zodat er kan worden uitgekeerd in contanten. De prijsvorming bij deze open markttransactie bepaalt de omvang van de te verdelen waarde en daarmee wie wel en wie niet *in the money* is. Een waardering is in principe niet nodig.

Zoals gezegd, bij een herstructurering wordt uitgekeerd in “*non-cash*”. De waarde van de onderneming wordt in de vorm van verschillende vermogenstitels direct toebedeeld aan degenen die tot de beschikbare waarde gerechtigd zijn. Er vindt geen transactie op de open markt plaats. De omvang van de te verdelen waarde en de bepaling wie wel en wie niet *in the money* is, moet bij een herstructurering daarom noodzakelijkerwijs plaatsvinden door middel van een waardering. Herstructureren is om deze reden onlosmakelijk met waarden verbonden.

Op waardering en de verschillende waarderingsbegrippen in het kader van een herstructurering wordt nader ingegaan in hoofdstuk 5 hierna. Voor een goed begrip van het vervolg van dit hoofdstuk is het echter nodig om enkele elementen van het begrip marktwaarde¹⁴⁰ en de verhouding tot de executie- of liquidatiewaarde alvast op deze plaats te bespreken.

3.4.2.1 *Het verschil tussen “prijs” en “waarde”*

Allereerst is het goed om een korte voorafgaande opmerking te maken over het verschil tussen waarde en prijs. Prijs is het bedrag in contanten dat daadwerkelijk kan worden gerealiseerd als vraag en aanbod in de echte wereld bij elkaar komen in een concrete transactie. Waarde is de meer abstracte notie van het nut dat het vermogensobject¹⁴¹ voor de houder ervan oplevert (*value to the holder* of *value in*

¹⁴⁰ De begrippen “marktwaarde” en het Engelse begrip “*fair market value*” hanteer ik als synoniemen.

¹⁴¹ Waaronder ook het recht op toekomstige kasstromen valt te verstaan.

use) of de prijs die mogelijk zou kunnen worden gerealiseerd bij een verkoop onder bepaalde randvoorwaarden in een hypothetische context (*value in exchange*).¹⁴²

Bij het bepalen van de waarde van de in het kader van een herstructurering toegekende vermogenstitels wordt in beginsel de marktwaarde (*fair market value*) gehanteerd.¹⁴³

3.4.2.2 Marktwaarde (*fair market value*)

De marktwaarde (*fair market value*) wordt doorgaans gedefinieerd als de (hoogste) prijs in contanten die een bereidwillige hypothetische koper en een bereidwillige hypothetische verkoper met voldoende en vergelijkbare informatie overeen zouden komen in een vrije en onbelemmerde markt (waarin alle potentiële kopers worden bereikt) zonder dwang of druk om te kopen of te verkopen.¹⁴⁴

Enkele aspecten van het concept marktwaarde zijn in dit hoofdstuk van belang, te weten i) het hypothetische karakter van de transactie, ii) toegepaste afslagen bij het bepalen van de marktwaarde van een incurant object, iii) het zuiver vrijwillige karakter van de hypothetische transactie bij de bepaling van de marktwaarde en iv) hoe dit zich verhoudt tot de executie- of liquidatiewaarde die is gebaseerd op een gedwongen of voorgenomen liquidatieverkoop.

Bij de bepaling van de marktwaarde gaat het niet om wat het object daadwerkelijk op de “echte” markt zou opleveren, maar wat een bereidwillige *hypothetische* koper en een bereidwillige *hypothetische* verkoper overeen zouden komen op een *hypothetische* markt die consistent, vrij, open en onbelemmerd is. De werkelijke

¹⁴² Zie over het onderscheid tussen *price* en *value* in de context van waardering en het onderscheid tussen *value to the holder* (ook wel aangeduid als *value in use*) en *value in exchange* o.a. G.R. Trugman, Business Valuation, AICPA, 2012, p. 106 en J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, Standards of Value; Theory and Applications, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 18 – 21. Om het verschil tussen prijs en waarde beeldend te maken, verwijst Trugman naar het adagium van de Institute of Business Appraisers: “*Price is what you pay, value is what you hope to get.*”

¹⁴³ G.R. Trugman, Business Valuation, AICPA, 2012, p. 103 e.v. en I. Shaked and R.F. Reilly, A Practical Guide to Bankruptcy Valuation, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 39 e.v. De marktwaarde of *fair market value* is een van de waarderingsstandaarden van *value in exchange*. Zie in dit verband ook J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, Standards of Value; Theory and Applications, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 21 en paragrafen 3.4.7.3 en 5.5 hierna.

¹⁴⁴ *Fair Market Value* wordt in het Engels veelal als volgt gedefinieerd of in bewoordingen van gelijke strekking: “*the (highest) price, expressed in terms of cash or cash equivalents, at which property would exchange hands between a hypothetical willing and able buyer and a hypothetical willing and able seller, acting at arms length in an open and unrestricted market, when neither is under compulsion to buy or sell and when both have reasonable knowledge of the relevant facts.*” Zie bijvoorbeeld G.R. Trugman, Business Valuation, AICPA, 2012, Appendix 4.

markt voldoet veelal niet aan de vereisten van deze hypothetische markt en de marktwaarde wijkt dan ook vaak af van de daadwerkelijke prijs die op de open markt kan worden verkregen.¹⁴⁵

De notie van deze hypothetische markt, die niet noodzakelijkerwijs overeenkomt of overeen hoeft te komen met de werkelijke markt, is onder meer van belang bij het beoordelen van incurante vermogenstitels. Een financieel belang in een private onderneming is veelal incurant. In de werkelijke markt zal een koper daarvoor vaak niet of niet eenvoudig te vinden zijn. Dit belet echter niet dat bij de bepaling van de marktwaarde een inschatting wordt gemaakt van de hypothetische prijs die een bereidwillige koper zou betalen in de hypothetische situatie dat deze zou bestaan. Zie in dit verband ook Fishman, Pratt en Morrison:

*“Minority shares in closely held corporations are usually not readily marketable. In the case of various closely held businesses or business interests, there may be no readily apparent market or probable buyers or sellers. The courts typically look for evidence of what a willing buyer and seller would agree on if they indeed existed.”*¹⁴⁶

De auteurs verwijzen onder meer naar een Amerikaanse fiscale zaak waarin het om de toepassing van het begrip *fair market value* handelde. De rechter overwoog:

¹⁴⁵ J.E. Fishman, S.P. Pratt, W. J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 72 – 77 spreken over een “notional” of “hypothetical market”. “The requirements of fair market value may not always reflect what would happen in the open market (...). The notional market assumes: an arm’s length transaction; economic rather than sentimental value, equally informed and uncompelled parties; equal financial strength and bargaining ability; a consistent market; and a free, open, and unrestricted market environment. The real world does not always work in these terms, and that is often why there are discrepancies between fair market value and open market price (...)”. Zie ook J.E. Fishman en B. O’Rourke, *Value: More Than a Superficial Understanding is Required*, AAML, Vol. 15, 1998, p. 317: “Calculating the “price at which the property would change hands requires the valuator to make a reasonable estimate of the hypothetical sale price. This assumes that the property is put up for sale in a hypothetical context. The hypothesized sale is an important part of the underlying assumptions of fair market value. (...) As illustrated above, the open market or real world of actual transactions often has situations in which particular circumstances violate the underlying tenets of the fair market value definition (p. 322).” Zie voorts Z.C. Mercer and T.S. Brown, *Fair Market Value vs. The Real World*, *Valuation Strategies*, Apr. 1999, p. 6 – 15: “The world of fair market value is not the real world. (...) It is a world of hypothetical willing buyers and sellers and of hypothetical transactions. (...) It should come as no surprise that these two worlds, the hypothetical world of fair market value and the real world, are sometimes in conflict over the question of the value of the business and business interests.”

¹⁴⁶ J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 45.

“(...) when there are few or no willing buyers, fair market value is, at best, an elusive concept. (...) There is a difference between value and liquidity; that no buyers are presently accessible does not make the fair market value zero.”¹⁴⁷

Het feit dat aan een incurant belang in een hypothetische context een marktwaarde wordt toegekend, betekent niet dat dat incurante belang ook daadwerkelijk tegen die waarde eenvoudig in geld om te zetten is. Het object is incurant. Dit betekent per definitie dat de waarde moeilijk in geld is om te zetten. Bij een versnelde verkoop zal het object doorgaans slechts met een significante afslag ten opzichte van de veronderstelde marktwaarde kunnen worden verkocht. Hoe incuranter het object, hoe groter de afslag die de verkoper bij een geaccelereerde verkoop zal moeten accepteren.¹⁴⁸

Hiervoor is al aangegeven dat investeerders liquiditeit verkiezen boven illiquiditeit.¹⁴⁹ Incurantheid maakt een vermogenstitel minder aantrekkelijk. Dit heeft een neerwaartse invloed op de waarde. Om de marktwaarde van een incurant object te bepalen, wordt een afslag toegepast op de marktwaarde ten opzichte van de situatie bij veronderstelde courantheid.¹⁵⁰ Het feit dat er voor de bepaling van de marktwaarde van een incurant object een afslag wordt toegepast ten opzichte van de situatie bij veronderstelde courantheid betekent uiteraard niet dat het object met toepassing van deze afslag ineens courant wordt. Het object blijft incurant.

De hierboven besproken afslag op de marktwaarde van het incurante object die de verkoper zal moeten accepteren bij een versnelde verkoop, moet men onderscheiden van de afslag ten opzichte van de marktwaarde bij veronderstelde courantheid die men toepast om de marktwaarde van het incurante object te bepalen. Om de marktwaarde van een incurant object te bepalen past men een afslag toe ten

¹⁴⁷ *Alvary v. United States*, 302 F2d 790, 794 (2nd Cir. 1962).

¹⁴⁸ W. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen*, diss. Groningen, 1993, p. 51- 52. Zie ook paragraaf 5.7 hierna.

¹⁴⁹ Y. Amihud and H. Mendelson, *Liquidity, Asset Prices and Financial Policy*, *Financial Analysts Journal*, 1991, vol. 47, p. 56 en J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 80. Zie ook paragraaf 2.6.6.2 hierboven.

¹⁵⁰ S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 66: *“Ready marketability adds value to a security. Conversely, lack of marketability reduces the security’s value as compared with a security that is identical in all respects but is otherwise marketable. In other words, the market pays a premium for liquidity, or exacts a discount for lack of liquidity. Since interests in closely held businesses do not, by definition, enjoy the ready market of a publicly traded stock, a share in a privately held company usually is worth less than an otherwise comparable share in a publicly traded one. (...) In most cases, the lack of marketability harshly impacts minority interests.”* Zie o.a. ook G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, hoofdstukken 14 en 15; J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 79 – 80 en 129 e.v. en Y. Amihud and H. Mendelson, *Liquidity, Asset Prices and Financial Policy*, *Financial Analysts Journal*, 1991, vol. 47, p. 56.

opzichte van de marktwaarde van het object in de denkbeeldige situatie dat het object courant zou zijn. Men heeft dan de marktwaarde van het incurante object in zijn incurante toestand. Indien men het incurante object vervolgens versneld verkoopt, zal men in de regel, juist omdat het object incurant is, een prijs realiseren die lager ligt dan de aldus vastgestelde marktwaarde. Om een incurant object te verkopen tegen een prijs die zijn marktwaarde benadert, zal men in beginsel een verlengde verkoopperiode moeten uittrekken en soms zal verkoop van een incurant object in het geheel niet mogelijk blijken.

Een verder aspect van het concept marktwaarde is het zuiver vrijwillige karakter van de hypothetische transactie. Dit is een belangrijk verschil tussen de marktwaarde en de executiewaarde waarbij dit zuiver vrijwillige karakter ontbreekt.

Het vrijwillige karakter van de hypothetische transactie die bij de bepaling van de marktwaarde wordt verondersteld, betekent onder meer dat de verkoper onder geen dwang of druk staat om te verkopen. Hij heeft alle vrijheid om biedingen die hij als te laag beschouwt af te slaan en hogere biedingen af te wachten. Het vrijwillige karakter impliceert voorts dat het object voor een normale duur aan de markt wordt blootgesteld en dat alle mogelijke gegadigden worden bereikt.

Het vrijwillige karakter bij de bepaling van de marktwaarde veronderstelt niet alleen de afwezigheid van een juridische verplichting om te verkopen, maar ook de afwezigheid van een noodzaak, druk of bijzondere gemotiveerdheid om te verkopen uit andere hoofde, bijvoorbeeld vanwege een liquiditeitsbehoefte of anderszins.¹⁵¹ Een “gemotiveerde” verkoper is bereid met minder genoegen te nemen dan hij zonder bijzondere motivatie om te verkopen zou doen.¹⁵² Bij de bepaling van de marktwaarde voldoet een transactie die tot stand komt onder enige druk of bijzondere gemotiveerdheid om de transactie te sluiten, niet aan de eis van vrijwilligheid.

3.4.2.3 Executie- of liquidatiewaarde

¹⁵¹ J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, Standards of Value; Theory and Applications, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 56 – 57: “*In the real world, the parties involved in a transaction may be compelled to buy or sell based on involvement in bankruptcy or insolvency, a need for immediate liquidity, the need of an immediate sale for charitable purposes, or a variety of factors. This is another reason that a sale price in and of itself is not necessarily evidence of fair market value.*”

¹⁵² Z.C. Mercer and T.S. Brown, Fair Market Value vs. The Real World, Valuation Strategies, Apr. 1999, par. 4: “(...) a “*motivated seller*” is likely to sell for less than he or she would otherwise accept for the sale of an asset. Hypothetical buyers and sellers in the fair market world, being equally uncompelled, can negotiate the price and terms of their deals based on their rational financial and economic consequences.”

De executie- of liquidatiewaarde is de prijs die naar schatting zou kunnen worden gerealiseerd bij een gedwongen of “vrijwillige” liquidatieverkoop (*forced or voluntary liquidation sale*).¹⁵³ Bij een liquidatieverkoop *moet* en *zal* de verkoop binnen een zekere termijn plaatsvinden ongeacht de prijs. Het hoogste bod dat binnen de gestelde termijn wordt uitgebracht, wordt aanvaard ook al zou een hoger bod kunnen worden verkregen door af te wachten. Een gedwongen of vrijwillige liquidatieverkoop impliceert voorts dat het object korter dan normaal aan de markt wordt blootgesteld en dat niet noodzakelijkerwijs alle mogelijke gegadigden worden bereikt.

Bij een “vrijwillige” liquidatieverkoop (*voluntary liquidation sale*) bestaat weliswaar geen juridische verplichting om te verkopen, maar heeft de verkoper andere redenen om het object binnen een gestelde termijn door verkoop liquide te maken. Van vrijwilligheid als vereist bij de bepaling van de marktwaarde is geen sprake. Het oogmerk om het actief in geld om te zetten, staat bij het aangaan van de transactie voorop. De prijs is niet doorslaggevend. Ook bij een “vrijwillige” liquidatieverkoop wordt ervan uitgegaan dat het hoogste bod dat binnen de gestelde termijn wordt uitgebracht, wordt geaccepteerd ook al zou een hoger bod kunnen worden verkregen door langer te wachten en wordt aangenomen dat het object voor een kortere dan normale duur aan de markt wordt blootgesteld.¹⁵⁴ Een verschil tussen een gedwongen executieverkoop (*forced liquidation sale*) en een “vrijwillige” liquidatieverkoop (*voluntary liquidation sale*) is dat bij een “vrijwillige” liquidatieverkoop de verkoper de wijze en de termijn van verkoop in beginsel vrij kan kiezen, terwijl dit bij de executieverkoop doorgaans door de wet of een ander wordt bepaald. In dit boek worden de executiewaarde bij een gedwongen verkoop en de liquidatiewaarde bij een “vrijwillige” liquidatieverkoop niet als materieel verschillende grootheden behandeld.

Tot slot merk ik in dit verband op dat, zoals ook al uit het voorgaande volgt, in het algemeen geldt dat hoe incuranter het object hoe groter het verschil tussen de marktwaarde en de executie- of liquidatiewaarde van het object.

3.4.3 *Waarom herstructureren in plaats van liquideren?*

¹⁵³ I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 244 – 245. Zie ook paragraaf 5.9.7 hierna.

¹⁵⁴ I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 244 – 245.

3.4.3.1 *Going concern versus piecemeal verkoop – geen goede reden*

Het feit dat met een herstructurering de going concernwaarde van de onderneming kan worden gerealiseerd, is op zichzelf geen reden om voor een herstructurering te kiezen.

Bij het vergelijken van een herstructurering met een liquidatieverkoop, zet men vaak de waardering bij *going concern* voortzetting af tegen de opbrengst van *piecemeal* verkoop.¹⁵⁵ Dit is een onjuiste vergelijking. Men kan de *going concern* waarde van een onderneming immers ook realiseren door middel van liquidatie.¹⁵⁶ Het voor de hand liggende voorbeeld is een doorstart al dan niet door middel van een pre-pack.¹⁵⁷ Liquidatie in de zin van omzetting in liquide middelen is, zoals vaker gezegd, niets anders dan verkoop aan een derde tegen betaling in contanten (liquiditeiten).

De opkomst van de mogelijkheid om in het kader van *Chapter 11 going concern sales* te effectueren wordt gezien als de hoofdreden voor het feit dat klassieke herstructureringen in *Chapter 11* relatief weinig meer plaatsvinden.¹⁵⁸

Het behoud van de onderneming als *going concern* en het voorkomen van een *piecemeal* verkoop is dan ook op zichzelf geen reden om een herstructurering te verkiezen boven liquidatie.

¹⁵⁵ Aan deze verwarring draagt mogelijk bij dat accountants met de term “*liquidation*” of “*liquidation value*” doelen op *piecemeal* verkoop. Zie ook paragraaf 5.9.7.

¹⁵⁶ Zie ook F.M.J. Verstijlen, Het insolventieakkoord, In J.A. van de Hel, M.C.A. van den Nieuwenhuijzen, & J.H. Verdonschot (eds.), Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd, Nijmegen: Ars Aequi, p. 139; zie voorts T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 893: “*A business may be disposed of (“liquidated”) as a unit” and, if its highest and best use is as a “going concern”, it would seem that a properly conceived of Chapter 7 proceeding would require the entity to be sold (i.e. liquidated) as a unit rather than piecemeal whenever its going concern value exceeds its piecemeal liquidation value*”; en T.H. Jackson, The Logic and Limits of Bankruptcy Law, Harvard University Press, 1986, p. 211.

¹⁵⁷ Met een pre-pack wordt hier bedoeld een doorstart door middel van een activatransactie uit faillissement waarbij de transactie met behulp van de toekomstige curator vóór faillissement wordt voorbereid en direct of kort na faillissement wordt uitgevoerd.

¹⁵⁸ D.G. Baird, The Uneasy Case for Corporate Reorganizations, 15 J. Legal. Stud. 127 (1986); D.G. Baird and R.K. Rasmussen, The End of Bankruptcy, 55 Stanford Law Review 751 (2002); D.G. Baird, Chapter 11 at Twilight, 56 Stanford Law Review 673 (2003); J.S. Moore and V.P. Slusher, Bankruptcy Code section 363-sales: Trends and Opportunities, Westlaw 2007 nr. 9, Norton Bankr. L. Adviser 2; B. Keach, Chapter 11 at the crossroads, Global Turnaround, November 2009; G. Moss, Chapter 11 – an English lawyers critique, Insolvency Intelligence 1998 en P. Aghion, O. Hart en J. Moore, The Economics of Bankruptcy Reform, 1992, NBER, Working Paper No. 4097, p. 3.

3.4.3.2 Schade bij going concern activatransactie – geen goede reden

Ook het feit dat een verkoop van de onderneming (*going concern*) door middel van een activatransactie met de nodige schade gepaard gaat, vormt op zichzelf geen reden om voor een herstructurering te kiezen. Een verkoop van de onderneming (*going concern*) kan namelijk ook, in plaats van door middel van een activatransactie, worden geëffectueerd door middel van een akkoord (waarbij de activa van de onderneming binnen dezelfde rechtspersoon blijven). Dat akkoord voorziet dan in liquidatie (een verkoop van de onderneming aan een derde tegen betaling in contanten¹⁵⁹), in plaats van in een herstructurering (een “verkoop” aan de crediteuren zelf).

De huidige technieken die crediteuren ten dienste staan om een onderneming *going concern* aan een derde te verkopen (te liquideren), zijn niet zo efficiënt als men zich zou wensen. De voornaamste techniek om dit thans te doen is door middel van een activatransactie uit faillissement, al dan niet als pre-pack. Dit is en blijft een paardenmiddel. Contracten en vergunningen zijn niet zonder meer over te dragen, compensabele verliezen gaan verloren, de transactie leidt met of zonder pre-pack tot negatieve publiciteit of ophef waardoor de reputatie van de onderneming minstens een deuk oploopt. Een curator kan ten behoeve van de crediteuren een verkoop van de onderneming als *going concern* onder het huidige recht weliswaar realiseren, maar het proces zelf brengt meestal aanzienlijke schade met zich.

De bestaande technieken voor crediteuren om een *going concern* verkoop aan een derde te realiseren, verdienen dan ook voortdurende verbetering. Het voorstel om juridische afsplitsing in faillissement te faciliteren, zou mijns inziens een volgende stap in de goede richting zijn.¹⁶⁰

Toch is ook het feit dat een activatransactie uit faillissement tot aanzienlijke schade leidt, geen reden om voor een herstructurering boven liquidatie te kiezen. Het is met een dwangakkoord niet per se nodig dat de crediteuren de onderneming zelf overnemen. Indien de akkoordregeling goed is ingericht, kan een akkoord ook worden gebruikt om de onderneming in economische zin te verkopen aan een derde tegen betaling in contanten (liquidatie-akkoord) via eenerschikking van de door de

¹⁵⁹ Deze “verkoop” wordt geëffectueerd door middel van een herschikking van de kapitaalstructuur van de vennootschap zonder dat de activa van de vennootschap goederenrechtelijk worden overgedragen. Ik licht dit later in deze subparagraaf nader toe.

¹⁶⁰ H. Koster, Herstructurering bij insolventie: naar de pre-pack plus!, TvI 2013/7.

vennootschap uitgegeven schuldtitels en aandelen. Daarbij wordt niet de onderneming zelf (de activa en activiteiten van de vennootschap) overgedragen aan de koper. In plaats daarvan worden de aandelen in de vennootschap in handen van de koper gebracht en worden de vorderingen op de vennootschap geheel of gedeeltelijk (met financiering van de koper) in contanten voldaan of tegen betaling in contanten aan de koper overgedragen. De activa en activiteiten blijven binnen dezelfde rechtspersoon. Het resultaat van een dergelijke herschikking van de kapitaalstructuur van de bestaande vennootschap is economisch gelijk aan een activatransactie waarbij de onderneming van de bestaande vennootschap wordt verkocht en geleverd aan een nieuwe vennootschap die door de koper wordt gehouden en gefinancierd. Het gebruik van een pre-insolventieakkoord om de onderneming in economische zin aan een derde tegen betaling in contanten te verkopen, zal veel van de nadelen van de huidige doorstartactivatransactie ecarteren, waaronder het stigma van een klassieke faillissementsprocedure en de onoverdraagbaarheid van contracten en vergunningen.¹⁶¹

Voorbeeld: de senior schuld is 50 de junior schuld is ook 50. De crediteuren tuigen een deugdelijk biedproces op tot verkoop van de onderneming. Het hoogste bod op de onderneming is 75. De crediteuren zouden de transactie kunnen implementeren door een akkoord aan te bieden waarbij de koper alle aandelen in de bestaande vennootschap verkrijgt, de koper aan de vennootschap 75 ter beschikking stelt (door middel van een nieuwe lening of anderszins) waarmee de vennootschap 50 aan de senior crediteuren en 25 aan de junior crediteuren betaalt, de junior crediteuren hun restantvordering van 25 kwijtschelden en de oude aandeelhouders niets ontvangen. Langs deze weg krijgt de transactie niet gestalte door de onderneming uit de bestaande vennootschap over te dragen, maar door de onderneming in de bestaande vennootschap te laten, de resterende schuld na gedeeltelijke voldoening van de crediteuren kwijt te schelden en de aandelen in de bestaande vennootschap in handen van de koper te brengen. Het eindresultaat is in economische zin hetzelfde als bij een activatransactie.

Het akkoord heeft ten opzichte van een activatransactie weer andere nadelen, zoals de vereiste crediteurenraadpleging en de duur van het traject, maar dit zijn nadelen die evenzeer zouden kleven aan een akkoord dat voorziet in een herstructurering; een uitkering van de waarde in natura zonder deze liquide te maken. Sterker, een

¹⁶¹ Verkoop door middel van een akkoord, zou mogelijk ook fiscale voordelen kunnen hebben zoals behoud van compensabele verliezen.

herstructureringsakkoord waarbij een gerechtelijke waarderingsprocedure op basis van een subjectieve “papieren” waarderingsexercitie is vereist, zal vaak met veel meer discussie, kosten en vertraging gepaard gaan dan een liquidatieakkoord waarbij de waardering in beginsel plaatsvindt op basis van een deugelijk verkoopproces in de open markt (marktwaardering).¹⁶²

De conclusie uit het voorgaande is dat ook de nadelen van de huidige activatransactie uit faillissement in theorie geen reden opleveren om te kiezen voor een herstructurering boven een liquidatie. De nadelen van liquidatie door middel van een activatransactie uit faillissement kunnen worden vermeden door te liquideren door middel van een akkoord (liquidatieakkoord).

3.4.3.3 Reden: voorkomen van de afslag die inherent is aan executieverkoop

De in theorie voornaamste reden om te kiezen voor een herstructurering in plaats van een liquidatie is dat, zelfs bij een verkoop geïmplementeerd door middel van een akkoord, de verwachte prijs bij een verkoop aan een derde zo ver beneden de gepercipieerde waarde¹⁶³ van de onderneming ligt dat de crediteuren er de voorkeur aan geven de onderneming zelf over te nemen.¹⁶⁴

Een liquidatieverkoop, dat wil zeggen een verkoop met als doel om een actief binnen een begrensd tijdsbestek in geld om te zetten, kan onder omstandigheden minder opleveren dan de gepercipieerde marktwaarde.¹⁶⁵ Het kenmerk van een liquidatieverkoop is namelijk dat de verkoop plaatsvindt binnen een begrensd tijdsbestek en dat de verkoper verplicht is ieder hoogste bod dat binnen dat tijdsbestek wordt uitgebracht, te aanvaarden ongeacht de hoogte van dat bod en ook al zou een hoger bod kunnen worden verkregen door langer te wachten. Bij de bepaling van de marktwaarde is de veronderstelling dat sprake is van een vrijwillige

¹⁶² Zie in verband met de inherente onzekerheid en kosten van waardering in het kader een herstructurering ook J. Hummelen, *Distress Dynamics, an efficiency assessment of Dutch bankruptcy law*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2015, p. 78 – 80.

¹⁶³ Zie over het onderscheid tussen *price* en *value* G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, p. 106 en J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 43 – 44.

¹⁶⁴ Zie in dit verband ook O. Couwenberg, *Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf?*, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 176 e.v. De hoogste Amerikaanse rechter drukte het als volgt uit: “*Congress presumed that the assets of the debtor would be more valuable if used in a rehabilitated business than if ‘sold for scrap’*”; *US v. Whiting Pools, Inc.*, 1983-2 C.B. 239, 103 S. Ct. 2309.

¹⁶⁵ W.G. Steinke, *Price, Value and Comparable Distinctions in Distressed Markets*, 2012 80 *Appraisal Journal*, 140; A. Schleifer and R.W. Vishny, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25, 2011.

verkoop waarbij de verkoper in staat en bereid is een bod te weigeren en een hoger bod af te wachten. Zie ook paragraaf 3.4.2.2 hiervoor en paragraaf 5.9.8 hierna.

Bij een verkoop in het kader van insolventie gaat het om een (gedwongen) liquidatieverkoop. Het gedwongen en noodzakelijkerwijs gecompromiteerde karakter van de verkoop heeft op zichzelf een prijsdrukkend effect ook al is de juridische implementatietechniek nog zo efficiënt en schadevrij.¹⁶⁶ Dit is met name het geval bij illiquide of incurante goederen. Hoe incuranter het object, hoe groter de afslag bij een gedwongen verkoop.¹⁶⁷ In faillissement komt daarbij dat de tijdslijnen vaak extra gecompromiteerd zijn, van voldoende en gelijke informatie veelal geen sprake is, en kopers zich vaak laten afschrikken door negatieve publiciteit of de gepercipieerde problemen bij de onderneming.

Een andere reden waarom een verkoop aan een derde tegen betaling in contanten onder omstandigheden minder op kan leveren dan de marktwaarde is dat potentiële kopers met financieringsproblemen kampen (of er zelfs helemaal geen kopers te vinden zijn), bijvoorbeeld als gevolg van gebrek aan liquiditeit in de markt (“*cash constraints*”).¹⁶⁸ Van een onbelemmerde markt (“*unrestricted market*”), waarvan wordt uitgegaan bij het bepalen van de marktwaarde, is dan geen sprake.¹⁶⁹

Ligt de verwachte prijs ver onder de gepercipieerde marktwaarde van de onderneming, dan zouden de crediteuren de onderneming liever zelf kunnen willen overnemen door middel van een herstructurering dan dit gepercipieerde waardeverschil naar een koper laten wegvloeien.¹⁷⁰

Daar staat tegenover dat ook een herstructurering een waardedrukkend effect kan hebben. Indien men de waarde van een private onderneming onder de crediteuren

¹⁶⁶ Zie in dit verband ook O. Couwenberg, Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf?, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 127. e.v. die opmerkt dat uit het hem indertijd ter beschikking staande empirisch onderzoek niet concludent viel af te leiden dat ondernemingen in financiële moeilijkheden inderdaad geconfronteerd worden met lagere prijzen voor activa dan ondernemingen die niet in financiële moeilijkheden verkeren.

¹⁶⁷ Zie ook O. Couwenberg, *Resolving Financial Distress in the Netherlands*, diss. Groningen, 1997, p. 26 – 27 over “*asset illiquidity*”.

¹⁶⁸ Zie o.a. P. Aghion, O. Hart en J. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 1992, NBER, Working Paper No. 4097, p. 8 e.v.; A. Shleifer and R.W. Vishny, *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, no. 4, September 1992; A. Shleifer and R.W. Vishny, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25, 2011.

¹⁶⁹ Zie ook paragraaf 3.4.2 hiervoor.

¹⁷⁰ O. Couwenberg and S.J. Lubben, *Essential Corporate Bankruptcy Law*, *Eur. Bus. Org. Law. Rev.* (2015), 16:39 – 61 zetten uiteen dat het enkele feit dat niet tegen de beste prijs kan worden verkocht niet noodzakelijkerwijs betekent dat herstructurering een betere optie is.

verdeelt in de vorm van afzonderlijke schuldinstrumenten en minderheidsaandelenbelangen vindt veelal een waarde-afslag plaats.¹⁷¹ Voor onderhandse financiële instrumenten die zijn uitgegeven door een private onderneming bestaat immers doorgaans geen liquide markt. Bovendien kunnen de schuldeisers bij afzonderlijke verkoop van de aan hen uitgegeven deelbelangen in beginsel geen *control premium* bedingen.¹⁷²

Tegenover de prijsdrukkende omstandigheden van een gedwongen verkoop aan een derde staan de prijsverhogende omstandigheden dat de waarde van de onderneming als geheel inclusief *control premium* kan worden verkocht en het feit dat de markt voor een private onderneming als geheel inclusief de controle daarover veelal meer liquide is dan de markt voor afzonderlijke niet-controlerende deelbelangen in de onderneming.¹⁷³ Vanwege de belemmeringen en incurantheid van niet-controlerende belangen in een private onderneming moet het verschil tussen de contant te realiseren prijs en de gepercipieerde waarde doorgaans groot zijn, wil een herstructurering de voorkeur van de crediteuren genieten boven een verkoop aan een derde tegen betaling in contanten.

Reeds in de jaren '80' heeft Jackson erop gewezen dat een *going-concern* verkoop met een liquidatieprocedure is te bewerkstelligen, dat het zogenaamde "*going-concern surplus*"¹⁷⁴ daarmee ook met een liquidatieprocedure valt te realiseren en

¹⁷¹ Zie in dit verband ook paragraaf 3.4.5.3.

¹⁷² Zie over de afslagen voor incurantheid en gebrek aan controle o.a. I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 87: "*Two of the most common adjustments are the discount for lack of marketability (DLOM) and the discount for lack of ownership control (DLOC), and the related ownership control premium. (...) The concept that an investment's value is partially dependent on the ability to monetize that investment is well established in valuation theory and practice. All things being equal, a rational investor will generally pay less for an illiquid investment (such as an interest in a private company) than he or she would pay for a substantially similar investment that may be readily sold in a liquid market (such as shares of stock traded on a stock exchange. (...) The concept that an investment's value also partially depends on the owner's ability to exert control over that investment is well established in valuation theory. All things being equal, a rational investor will generally pay more for a controlling ownership interest in an investment. Conversely, all things being equal, a rational investor will generally pay less for a noncontrolling ownership interest in an investment.*" Zie ook p. 47: "*the level of value focuses on two sticks: liquidity and ownership control.*" Zie ook G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, hoofdstukken 14 en 15 en paragraaf 5.7 hierna. Indien de groep oude schuldeisers / nieuwe aandeelhouders beperkt is, zullen deze er doorgaans goed aan doen van te voren afspraken te maken over een gecoördineerde verkoop in de toekomst, bijvoorbeeld door "*tag along, drag along*" afspraken te maken.

¹⁷³ S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 69: "*Since partial interests in a business enterprise are impacted by discounts and premiums differently from controlling interests, the sum of the individual ownership positions may be less than the overall business enterprise value. In most cases, when dealing with minority shares of a private company, the sum of the values of the partial interests taken individually is less than what might be achieved if a single buyer purchased the entire entity.*" Zie ook p. 70 – 71.

¹⁷⁴ De veronderstelde meeropbrengst van een *going concern* verkoop versus een *piecemeal* verkoop van de onderneming.

dat een herstructurering daarvoor niet nodig is. Jackson stelt vast dat de meerwaarde van een herstructurering, anders dan veelal werd en nog steeds ten onrechte wordt gedacht, niet bestaat uit het zogenoemde “*going-concern surplus*”. De meerwaarde van een herstructurering bestaat uit het verschil tussen de waarde die de crediteuren aan de onderneming toedichten en de prijs die een derde bereid is voor de onderneming (*going-concern*) te betalen.¹⁷⁵ Op grond hiervan concludeert Jackson dat de meerwaarde van een herstructurering geringer is dan wordt of werd verondersteld. Als verklaring voor een eventueel waardeverschil is geopperd de mogelijkheid dat potentiële externe kopers over minder informatie over de onderneming beschikken dan de crediteuren. Jackson acht deze verklaring niet overtuigend: waarom zou aan crediteuren wel voldoende informatie kunnen worden verstrekt om over de overname van de onderneming een geïnformeerde beslissing te kunnen nemen, terwijl die informatie niet zou kunnen worden verschaft aan een derde? Daarmee vraagt Jackson zich af of de meerwaarde van een reorganisatieprocedure wel opweegt tegen de kosten ervan.¹⁷⁶

De meerwaarde van een herstructurering ontstaat niet alleen door mogelijke informatie-ongelijkheid, maar is meer algemeen te omschrijven als het verschil tussen een *distressed* verkoop van de onderneming *going-concern* en een (hypothetische) *non-distressed* verkoop van de onderneming *going-concern* (“*non-distressed sale surplus*”). Dit verschil kan, zoals uit het voorgaande bleek, ook andere oorzaken hebben dan mogelijke informatie-ongelijkheid en, zeker bij grotere ondernemingen, soms groot zijn.

3.4.4 *Wie gaat erop achteruit?*

Hiervoor in paragrafen 2.6.4 en 2.6.5 stelde ik vast dat voor een alternatief collectief verhaalsysteem alleen voldoende rechtvaardiging bestaat indien iedereen kan worden geacht met het systeem erop vooruit te gaan en er geen deelgroep op voorhand valt aan te wijzen die er met het systeem materieel op achteruit kan gaan. De vraag is nu of er een deelgroep bestaat die met een herstructurering (een

¹⁷⁵ T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986, p. 214: “*The underlying justification for a reorganisation process, seen in terms of bankruptcy as a debt-collection device, must be that the assets are worth more to the claimants themselves than they would be to third parties.*”

¹⁷⁶ T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986, p. 214 – 224. Zie o.a. ook D.G. Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, 15 *J. Legal. Stud.* 127 (1986); D.G. Baird and R.K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 *Stanford Law Review* 751 (2002).

uitkering in alternatieve vorm, namelijk een uitkering anders dan in contanten) erop achteruit kan gaan.

In paragrafen 2.6.4 en 2.6.6 hierboven liep ik al enigszins op het antwoord op deze vraag vooruit. Laten wij deze vraag hier nu nader beschouwen aan de hand van het volgende voorbeeld.

De vennootschap heeft een schuld van 50 aan senior crediteuren en een schuld van 50 aan junior crediteuren.

In het liquidatiesysteem wordt de onderneming op de best mogelijke wijze onder de gegeven omstandigheden aan een derde verkocht tegen betaling in contanten. De opbrengst is 50 in contanten. Een hogere opbrengst valt er (bij een gedwongen verkoop binnen een begrensd tijdsbestek) uit de markt niet te halen. De senior crediteuren ontvangen 50 in contanten. De junior crediteuren en aandeelhouders ontvangen niets.

In het herstructureringsysteem wordt de waarde van de onderneming in de vorm van verschillende financiële instrumenten verdeeld onder alle schuldeisers. De senior crediteuren ontvangen vorderingen uit een nieuw uitgegeven langlopende lening met een totale nominale omvang van 50 en een zekere jaarlijkse rente. De rechter waardeert de totale marktwaarde (*fair market value*) van deze vorderingen op 50. De senior crediteuren worden daarmee geacht volledig te zijn voldaan. De junior crediteuren ontvangen alle aandelen in de gereorganiseerde vennootschap, verdeeld in kleine minderheidspakketjes. De rechter waardeert de totale marktwaarde van al deze minderheidspakketten eveneens op 50. Daarmee worden ook de junior crediteuren geacht volledig te zijn voldaan. Omdat de door de rechter vastgestelde marktwaarde van de uitgegeven financiële instrumenten bij elkaar opgeteld niet meer dan 100 bedraagt, ontvangen de oude aandeelhouders niets.

De totale waarde die voor verdeling beschikbaar is onder de twee systemen is verschillend. In het liquidatiesysteem is de totaal voor verdeling beschikbare waarde 50. In het reorganisatiesysteem is dit 100. Dit verschil komt omdat de obrengst onder het liquidatiesysteem de executiewaarde vertegenwoordigt, terwijl de rechter

de totaal voor verdeling beschikbare waarde onder het herstructureringsysteem heeft vastgesteld op basis van marktwaarde (*fair market value*).¹⁷⁷

De junior crediteuren zijn in het reorganisatiesysteem beter af dan in het liquidatiesysteem. Zij ontvangen in het reorganisatiesysteem een uitkering, ook al is dat een uitkering anders dan in contanten (aandelen). In geval van liquidatie hadden zij niets ontvangen.

De senior crediteuren daarentegen zijn in het reorganisatiesysteem in de regel slechter af. In geval van liquidatie hadden zij 50 in contanten ontvangen. In het herstructureringscenario ontvangen zij slechts een incurante schuldtitle met een gestelde marktwaarde van 50. Daarmee missen zij allereerst de liquiditeit van contanten. Daarnaast blijven zij risico lopen. Zij kunnen alsnog met lege handen komen te staan, terwijl met contanten aan hun risicoblootstelling een einde zou zijn gekomen. Aan de toegekende schuldtitle is weliswaar een marktwaarde van 50 toegeschreven, maar dit is een theoretische waarde die subjectief is vastgesteld in een hypothetische context. Deze toegedichte marktwaarde is vanwege de incurantheid van de toegekende schuldtitle welhaast per definitie niet binnen korte termijn (zonder prijsafslag) in contanten om te zetten. De senior crediteuren gaan er in ieder geval in termen van nut op achteruit indien een uitkering anders dan in contanten niet hun voorkeur geniet.

Welke van de twee systemen leidt voor de crediteuren als geheel tot een beter resultaat? De ene deelgroep is in het ene systeem beter af. De andere deelgroep is in het andere systeem beter af.

Welk van de twee systemen verdient voorrang en moet men als uitgangspunt of referentiesysteem kiezen? Moet men voorrang geven aan het reorganisatiesysteem omdat dit ook nog enige waarde toekent aan de junior crediteuren? Of moet men aan het liquidatiesysteem de voorkeur geven omdat dit de aanspraak van de senior crediteuren op een contante uitkering veiligstelt?

Voor het alternatieve systeem bestaat uitsluitend een voldoende rechtvaardigingsgrond indien dat alternatieve systeem wordt aangevuld met waarborgen die de aanspraken van de crediteuren onder het referentiesysteem

¹⁷⁷ Zie over het verschil tussen marktwaarde en executiewaarde uitgebreider paragraaf 3.4.2. Zie over de marktwaarde als de toepasselijke waarderingsstandaard in het kader van een herstructurering paragraaf 3.4.7.3.

veiligstellen. Met die waarborgen is dan bereikt dat iedereen kan worden geacht met het alternatieve systeem ten opzichte van het referentiesysteem erop vooruit te gaan en geen deelgroep valt aan te wijzen die ten opzichte van het referentiesysteem erop achteruit kan gaan.

Heeft het herstructureringscenario als initieel referentiekader te gelden, dan is het de aanspraak van de junior crediteuren op een uitkering anders dan in contanten die moet worden gewaarborgd.

Heeft het liquidatiescenario daarentegen als referentiekader te gelden, dan is het de aanspraak van de senior crediteuren op een uitkering in contanten die moet worden gewaarborgd. Een uitkering anders dan in contanten ten behoeve van de junior crediteuren moet en mag dan slechts worden nagestreefd voor zover de aanspraak van senior crediteuren op een uitkering in contanten onder het referentiesysteem is gewaarborgd of de senior crediteuren (op zijn minst bij meerderheid) met een andere uitkering instemmen.

Ik zal hierna verdedigen dat het wettelijk liquidatiesysteem als referentiesysteem heeft te gelden en dat voor een alternatief systeem derhalve uitsluitend plaats is indien de aanspraak van senior crediteuren op een uitkering in contanten onder het wettelijk liquidatiesysteem voldoende is gewaarborgd.

3.4.5 Het wettelijk liquidatiesysteem als het initieel referentiekader

3.4.5.1 Argumenten voor een herstructurering als initieel referentiekader

De opvatting is niet onverdedigbaar dat het herstructureringscenario als referentiekader moet worden beschouwd en dat het de aanspraak van de junior crediteuren op enige waarde is, die primair gewaarborgd moet worden.

Bij een verkoop in het kader van insolventie is welhaast per definitie geen sprake van een verkoop in marktomstandigheden die kunnen worden geacht een prijs op te leveren die de echte “marktwaarde” of *fair value* vertegenwoordigt. De verkoop vindt, zoals opgemerkt in paragraaf 3.4.3.3 hierboven, in de regel plaats onder tijdsdruk, er is beperkt mogelijkheid om onderzoek te verrichten, en potentiële kopers worden vaak maar ten dele bereikt.

Bij een gedwongen verkoop zal de gerealiseerde “prijs” dan ook veelal lager liggen dan de werkelijke “marktwaarde.” Een systeem dat slechts de “prijs” bij een gedwongen verkoop en niet de “werkelijke waarde” realiseert, laat waarde weglekken naar de koper en doet junior crediteuren tekort. Als referentiekader behoort men dan ook het scenario te kiezen dat de maximale waarde ten behoeve van de crediteuren als groep realiseert. Het belang van de junior crediteuren bij het realiseren van de werkelijke waarde en het voorkomen dat waarde als gevolg van een gedwongen verkoop naar een derde-koper weglekt, weegt zwaarder dan het belang van de senior crediteuren bij het verkrijgen van een uitkering in contanten, aldus een mogelijke redenering.

De bovenstaande benadering heeft aansprekende elementen. Niettemin houd ik deze opvatting voor onjuist. Mijs inziens heeft het wettelijk liquidatiesysteem als referentiesysteem te gelden. De belangrijkste redenen hiervoor zijn dat:

- liquidatie de kern is van executie en de effectuering van verhaalsrechten;
- liquidatie in de regel de meest objectieve en efficiënte wijze van verdeling vormt; en
- een uitkering in natura tegen marktwaarde de wettelijke rangorde verstoort.

Deze redenen worden hieronder nader toegelicht.

3.4.5.2 Liquidatie is de kern van de effectuering van verhaalsrechten

Liquidatie is de kern van het executierecht en de effectuering van verhaalsrechten. Het recht van schuldeisers op wettelijke verhaalsexecutie is een recht op liquidatie: het recht om binnen een begrensd tijdsbestek niet-liquide vermogen van de schuldenaar gedwongen om te laten zetten en uit te laten keren in de vorm van liquide middelen. Ontneemt men crediteuren de mogelijkheid om te liquideren, dan ontnemt men hen de mogelijkheid om te executeren, dat wil zeggen de mogelijkheid om hun verhaalsrechten te effectueren.

Rechtssubjecten moeten de rechten die zij verkregen hebben zoveel mogelijk kunnen afdwingen.¹⁷⁸ Hun “rechten” stellen anders niet veel voor. Bij het effectueren

¹⁷⁸ Voor rechten uit overeenkomst voert dit rechtstreeks terug op het algemene rechtsbeginsel van de verbindende kracht van een overeenkomst. Algemene rechtsbeginselen behoren ook tot het geldende positieve recht; vgl. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III, Kluwer, 2010, nr. 40. Zie ook J.H. Nieuwenhuis, Drie beginselen

van hun verhaalsrechten hebben schuldeisers als uitgangspunt recht op voldoening in de vorm van *geld*.¹⁷⁹ Zij hoeven met iets anders geen genoegen te nemen. Zij moeten betaling in de vorm van geld kunnen afdwingen.

Voor een deel van de schuldeisers, namelijk de schuldeisers die een vordering hebben tot betaling van een geldsom, is een uitkering in de vorm van geld precies de vorm van de prestatie waar zij recht op hebben. Voor een ander deel van de schuldeisers, namelijk de schuldeisers die oorspronkelijk een vordering hadden tot voldoening van iets anders dan geld, is een uitkering in de vorm van geld in de regel de best mogelijke alternatieve prestatie om hen in staat te stellen zich zoveel mogelijk in hun oorspronkelijke positie terug te brengen (bijvoorbeeld door met de verkregen geldsom de bedongen prestatie elders in te kopen).¹⁸⁰

Geeft men voorrang aan een systeem dat voorziet in een uitkering in natura gewaardeerd tegen marktwaarde boven een systeem dat voorziet in een uitkering in contanten op basis van de gedachte dat de gedwongen verkoop die nodig is om het vermogen in contanten om te zetten tot waardeverlies leidt, dan ontnemt men schuldeisers effectief de mogelijkheid om hun rechten te effectueren.

Waardeverlies is inherent aan het effectueringsproces dat ertoe strekt om illiquide vermogen binnen een begrensd tijdsbestek in geld om te zetten. Dit is de onvermijdelijke “prijs” die moet worden betaald voor het effectueren van verhaalsrechten. Het per definitie gedwongen karakter van het geldend maken van verhaalsrechten is precies de omstandigheid die bij de bepaling van de “marktwaarde” moet worden weggedacht. Is men niet bereid om dit inherente waardeverlies dat optreedt als gevolg van het gedwongen geldomzettingsproces te accepteren, dan moet men als consequentie aanvaarden dat crediteuren de mogelijkheid verliezen hun vorderingen af te dwingen. Dat lijkt mij een onaanvaardbare consequentie.

Ik geef een voorbeeld ter illustratie. Dit voorbeeld schetst geen louter hypothetisch scenario, maar een scenario dat in de huidige Amerikaanse *Chapter 11* procedure bepaald niet ondenkbaar is (zie ook paragrafen 6.14.2, 6.14.3 en 6.16.7 hierna).

van contractenrecht, diss. Leiden 1979, die uiteenzet dat de verbindende kracht van een overeenkomst op haar beurt weer berust op het autonomie-beginsel, het vertrouwensbeginsel en het causa-beginsel.

¹⁷⁹ Zie ook paragraaf 2.6.6.2 en 2.6.6.3 hiervoor.

¹⁸⁰ Zie ook paragraaf 2.6.6.3 hiervoor.

Voorbeeld: een vennootschap heeft een pand als enig actief. De vennootschap heeft als enige schuld een schuld aan de bank uit hoofde van een hypothecaire lening met een omvang van 50, een looptijd van 5 jaar en een rente van 5%. Na het verstrijken van de looptijd weigert de schuldenaar de lening terug te betalen. De bank wenst tot executie over te gaan. Bij executie zou het pand 50 in contanten opleveren, voldoende om de vordering van de bank geheel te voldoen. De marktwaarde van het pand wordt gewaardeerd op 100. De schuldenaar biedt de bank voldoening in natura aan bestaande uit een vordering uit een hypothecaire lening met een omvang van 50, een looptijd van 5 jaar en een rente van 5%. De rechter bepaalt dat deze vordering een marktwaarde heeft van 50. De schuldeiser wordt daarom met ontvangst van deze schuldtitle (met een marktwaarde van 50) geacht volledig te zijn voldaan en wordt gedwongen met de aangeboden uitkering in natura genoeg te nemen. Liquidatie en omzetting in contanten zou immers tot waardeverlies van 50 leiden. Dit tafereel herhaalt zich weer na 5 jaar en vervolgens *in perpetuum*.

De schuldeiser kan in dit systeem zijn vordering tot terugbetaling van het ter leen verstrekte geld niet afdwingen. Hij blijft voor eeuwig met een lening zitten. De opeisbaarheid van de vordering blijkt niet afdwingbaar. De lening is feitelijk tot eigen vermogen geworden zonder het daar tegenoverstaande rendement en zonder dat de schuldeiser de aandeelhoudersmacht heeft om tot ontbinding en liquidatie van het vermogen van de vennootschap te besluiten.

Gefrustreerd gaat de schuldeiser tot vrijwillige liquidatie (verkoop) van zijn nieuwe incurante schuldtitle over in de hoop langs die weg alsnog zijn geld binnen een afzienbare termijn terug te kunnen krijgen. Een incurante schuldtitle met een marktwaarde van 50 is echter vrijwel per definitie niet binnen korte tijd (zonder prijsafslag) in 50 in contanten om te zetten. Het enkele feit dat aan een vermogensobject een "marktwaarde" valt toe te dichten, betekent zelfs niet dat er noodzakelijkerwijs voor dat vermogensobject ook daadwerkelijk een koper te vinden is. Zie hiervoor paragrafen 2.6.6.2 en 3.4.2.2. Het hoogste bod dat de schuldeiser voor zijn vordering ontvangt binnen de termijn die hij voor de voorgenomen liquidatieverkoop heeft uitgetrokken, is 10. De aandeelhouder biedt vervolgens aan de schuld tegen betaling van 15 af te kopen. Einde voorbeeld.

Uitkering in natura op basis van "marktwaarde" ten faveure van liquidatie is niets anders dan een verholde manier om onder de dekmantel van "waardemaximalisatie"

schuldeisers de mogelijkheid te ontzeggen hun vordering af te dwingen, dat wil zeggen: de vordering op het vermogen van de schuldenaar te verhalen door tot gedwongen verkoop van dat vermogen over te gaan.

Er bestaan systemen, zoals de Amerikaanse reorganisatieprocedure, waarin de rechter de bevoegdheid heeft om aan crediteuren die bij meerderheid tegen het akkoord stemmen de uitkering in contanten te ontzeggen die zij bij verhaalsexecutie zouden hebben ontvangen. De rechter kan deze crediteuren dwingen met een uitkering anders dan in contanten genoeg te nemen.¹⁸¹ De veronderstelling is dat de schuldeisers de verkregen niet-contante rechten vervolgens zelf in de markt kunnen verkopen en liquide kunnen maken en zodoende alsnog het bedrag in geld kunnen verkrijgen waar zij recht op hebben.

Hiervoor in paragraaf 2.6.6.4 is reeds uiteengezet dat deze veronderstelling ten onrechte voorbij gaat aan het aspect van courantheid (en het onderscheid tussen marktwaarde en executiewaarde). De voornoemde veronderstelling gaat echter ook om een tweede reden mank. De veronderstelling miskent, meer principieel, dat een wettelijk executiesysteem er juist toe dient om een schuldeiser, naast de mogelijkheid die hij vaak al heeft om zijn vordering te verkopen, de mogelijkheid te geven om zijn vordering in geld om te zetten door deze te innen, dat wil zeggen deze tegen de schuldenaar te effectueren door deze op het vermogen van de schuldenaar te verhalen. Laat het wettelijke tegeldemakingssysteem aan een schuldeiser effectief alleen de mogelijkheid om zijn vordering te gelde te maken door deze of een substituut daarvoor in de markt te verkopen, dan vervult het zijn executietaak niet. Een schuldeiser verliest dan de optie om zijn vordering in geld om te zetten door deze te innen. Hij kan dan nog slechts proberen zijn vordering (of een substituut daarvoor) in geld om te zetten door deze in de markt te verkopen. Hij is daarbij volledig op zichzelf en de markt aangewezen. Er bestaan geen wettelijke waarborgen om zeker te stellen dat de schuldeiser zijn schuldtitle in de markt kan verkopen tegen betaling van minimaal het bedrag dat hij bij inning zou hebben gekregen. En wie wil er een vordering kopen als men van de schuldenaar uiteindelijk geen betaling kan afdwingen?

¹⁸¹ Zie paragraaf 2.6.6.1 hiervoor en paragrafen 6.14.2, 6.14.3 en 6.16.7 hierna. Zie voorts D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51; T.H. Jackson, Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules, Am. Bankr. L.J. 399, 1986, p. 413 – 414.

Het gaat om een afweging tussen, enerzijds, het belang van crediteuren die bij executie een uitkering kunnen verwachten om executie door te kunnen zetten en, anderzijds, het belang van crediteuren die bij executie geen uitkering kunnen verwachten om executie uit of af te stellen.

Mijns inziens dwingt het belang van de effectueerbaarheid van vorderingen in het algemeen, en de verbindende kracht van een overeenkomst in het bijzonder, tot een principiële keuze voor de mogelijkheid om executie in beginsel altijd door te kunnen zetten (tenzij de aanspraken die crediteuren in geval van executie zouden hebben voldoende zijn gewaarborgd of deze crediteuren met een andere behandeling instemmen; zie hierna paragrafen 3.4.6 en 3.4.7).¹⁸²

Waar volgens de *creditors' bargain* gedachte de rechtvaardiging voor een collectief executiesysteem is dat dit crediteuren in staat stelt hun rechten *beter* te executeren dan met individuele executie, lijkt het onaannemelijk dat crediteuren in een *ex ante* positie zouden kiezen voor het inwisselen van hun systeem van individuele of collectieve executie voor een systeem dat het executeren van het vermogen van de schuldenaar (en daarmee het effectueren van hun rechten) onmogelijk maakt.

3.4.5.3 Liquidatie bevordert een objectieve en efficiënte verdeling

De tweede reden waarom liquidatie en uitkering in contanten in beginsel het uitgangspunt behoren te zijn, is dat dit in het algemeen de meest objectieve en efficiënte wijze van verdeling vormt.

Om ieders relatieve aanspraak vast te kunnen stellen, is het allereerst nodig om ieders aanspraak uit te drukken in dezelfde eenheid. Die eenheid is geld. Waar ieder het zijne dient te ontvangen overeenkomstig diens recht, wordt dat recht uitgedrukt in geld.

Het liquideren van een vermogen en het uitkeren van de opbrengst daarvan in geld is in de regel de meest objectieve manier om een vermogen te verdelen. Zou men een goed of een verzameling goederen (korthedshalve een “boedel”) verdelen zonder deze te verkopen, bijvoorbeeld door goederen onderling te verdelen of goederenrechtelijke aandelen in (ondeelbare) goederen toe te kennen, dan zou men

¹⁸² Hierna in paragraaf 3.4.6 zal ik uiteenzetten dat deze instemming ook bij meerderheidsbesluit zou moeten kunnen worden gegeven.

de te verdelen goederen of rechten moeten waarderen om vast te stellen wat ieder moet krijgen om het zijne te ontvangen. Deze waardering is subjectief en wijkt welhaast per definitief af van wat de markt daadwerkelijk voor de verdeelde goederen of rechten zou betalen. Ieder ontvangt dan uiteindelijk niet waar hij in geld recht op heeft. Liquidatie leidt ertoe dat de waardering plaatsvindt door de markt. Dit biedt een meer objectieve wijze van waardering en stelt zeker dat ieder in geld ontvangt waar hij uitgedrukt in geld recht op heeft.

Het liquideren van een vermogen en het uitkeren van de opbrengst in geld is in de regel ook de meest praktische en efficiënte manier om een vermogen te verdelen. Dit is efficiënter dan het verdelen van de boedel "in natura" door afzonderlijke goederen uit te delen of (goederenrechtelijke) aandelen in (ondeelbare) goederen toe te kennen. Ten eerste vereist een uitkering in natura zoals gezegd een subjectieve waardering. Ten tweede zal de totale opbrengst van een afzonderlijke verkoop van de uitgedeelde goederen of aandelen in goederen veelal lager zijn dan de opbrengst van een verkoop van een goed als onverdeeld geheel of de boedel als geheel. Crediteuren hebben weinig tot niets aan een goederenrechtelijk aandeel in een (ondeelbaar) goed en derden aan wie zij dit zouden willen (proberen te) verkopen evenmin. De opbrengst daarvan zal meestal aanzienlijk lager zijn dan het overeenkomstige relatieve deel van de opbrengst van de verkoop van het goed als onverdeeld geheel. Dit geldt ook bij de verdeling van verschillende gehele goederen onder de schuldeisers (voor zover praktisch realiseerbaar). De verkoop van de verzameling goederen als geheel kan soms in totaal méér opleveren dan de stuksgewijze verkoop van ieder uitgedeelde goed afzonderlijk. Met andere woorden: liquidatie en verdeling in geld levert voor de crediteuren als groep in beginsel een hogere contante opbrengst op dan verdelen "in natura" gevolgd door verkoop van de afzonderlijke (goederenrechtelijke) aandelen of goederen.

Het voorgaande geldt evenzeer indien de boedel bestaat uit een *going concern* onderneming. De waarde van de onderneming is zonder een reële verkoop onder de crediteuren "in natura" te verdelen door verschillende financiële instrumenten aan de crediteuren uit te geven. De uitgegeven financiële instrumenten moeten afzonderlijk worden gewaardeerd om te bepalen of ieder ontvangt waar hij aanspraak op heeft. Deze waardering is subjectief. Verkoopt iedere crediteur het verkregen financiële instrument in de markt tegen betaling in contanten, dan zal de daadwerkelijke opbrengst in geld vrijwel altijd afwijken van de eerder daaraan

toegedichte waardering. Iedere crediteur ontvangt dan uiteindelijk niet het zijne overeenkomstig diens recht.

De totale opbrengst voor de crediteuren als geheel zal vaak hoger zijn indien men eerst centraal de gehele onderneming, inclusief de controle daarover, verkoopt en de opbrengst vervolgens in geld uitkeert, dan indien men, in omgekeerde volgorde, de waarde van de onderneming eerst in de vorm van verschillende financiële instrumenten onder de schuldeisers verdeelt en vervolgens iedere schuldeiser de aan hem uitgegeven financiële instrumenten individueel zelf laat proberen te verkopen. De schuldeiser loopt dan aan tegen een niet-bestaande of illiquide markt voor de verkregen instrumenten en de omstandigheid dat hij geen controle over de onderneming bij kan leveren.¹⁸³ Aldus lopen de crediteuren als groep in ieder geval een *control premium* mis en zullen zij bij private ondernemingen ook een forse afslag moeten incasseren wegens het feit dat voor niet-controlerende belangen in private ondernemingen doorgaans geen liquide markt bestaat.¹⁸⁴ Pratt en Niculita merken op:

*“Since partial interests in a business enterprise are impacted by discounts and premiums differently from controlling interests, the sum of the individual ownership positions may be less than the overall business enterprise value. In most cases, when dealing with minority shares of a private company, the sum of the values of the partial interests taken individually is less than what might be achieved if a single buyer purchased the entire entity.”*¹⁸⁵

Om deze redenen kan het vaak beter zijn eerst de waarde als geheel te verzilveren en de opbrengst vervolgens in geld te verdelen (liquideren), dan de waarde direct in de vorm van verschillende incurante vermogenstitels te verdelen (herstructureren).

3.4.5.4 *Uitkering in natura tegen marktwaarde verstoort rangorde*

¹⁸³ Zie ook paragraaf 3.4.3.3.

¹⁸⁴ In geval van perfect werkende markten geldt de “law of conservation of value”, dat wil zeggen dat de *enterprise value* van de onderneming gelijk is aan de optelsom van de waarde van alle uitgegeven vermogenstitels. In de praktijk werken markten echter niet perfect. Bijvoorbeeld: indien de vermogenstitels in kleinere minderheidspakketten verspreid in verschillende handen zijn uitgegeven, wordt vaak minder waarde toegekend aan minderheidsbelangen. De optelsom van alle uitgegeven vermogenstitels geringer zal dan geringer kunnen zijn dan de *enterprise waarde* van de onderneming als geheel.

¹⁸⁵ S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 69, en 70 – 71.

Omdat het wettelijk uitgangspunt is dat crediteuren bij de uitoefening van hun verhaalsrechten in beginsel aanspraak kunnen maken op een uitkering in geld, niet op hypothetische waarde in natura, is ook de onderlinge rangorde tussen crediteuren gebaseerd op een uitkering in geld, niet op een uitkering van hypothetische waarde in natura. De geseceerde crediteur kan zijn vordering boven anderen op het verbonden goed verhalen totdat zijn vordering volledig is voldaan in geld. De bevoorrechte schuldeiser kan zich boven concurrente schuldeisers verhalen totdat zijn vordering volledig is voldaan in geld. De concurrente crediteur kan zich boven de aandeelhouder op het vermogen verhalen totdat zijn vordering volledig is voldaan in geld.

Indien men een andersoortige uitkering op basis van een subjectieve waardering toekent die uiteindelijk niet het geldbedrag oplevert waartoe de betreffende crediteur op grond van diens rang gerechtigd is, vormt dit een inbreuk op de overeengekomen en wettelijke rangorde.

Vindt bij een uitkering in natura de waardering plaats op basis van "marktwaarde" of *fair market value* als waarderingsstandaard, dan zal dit er in de regel toe leiden dat waarde aan junior crediteuren toevloeit terwijl senior crediteuren niet (binnen een bij executie passende termijn) volledig in geld kunnen worden voldaan.

Het aan junior crediteuren laten toevloeien van enige waarde ten koste van het recht van senior crediteuren om een uitkering in contanten te ontvangen, lijkt mogelijk niet onredelijk indien men dit geïsoleerd beschouwt. Het lijkt echter minder redelijk indien men dit beschouwt in het geheel aan afspraken die de debiteur met zijn crediteuren maakte. Zoals Jackson en Baird ook al opmerkten, heeft een crediteur met een hogere rang voor zijn hogere rang en het bijbehorende lagere risico betaald door genoeg te nemen met een lager rendement. Een crediteur met een lagere rang heeft voor zijn lagere rang en het bijbehorende hogere risico betaald gekregen in de vorm van een hogere rente.¹⁸⁶ Verstoort men de rangorde ten gunste van de junior crediteur, dan geniet de junior crediteur een voordeel waarvoor hij niet heeft betaald ten laste van de senior crediteur die het voordeel ziet verdampen waarvoor hij wel heeft betaald.

Een lening met een bepaalde looptijd en vaste rente levert een vergelijkbaar voorbeeld. In beginsel geldt hoe korter de looptijd, hoe lager de rente. Stel dat de

¹⁸⁶ Zie ook hiervoor paragraaf 2.5.

rente voor een 5 jarige lening 4% bedraagt en de lening voor een 10 jarige lening 8%. Een leninggever verstrekt een lening met een looptijd van 5 jaar tegen de lagere rente van 4%. Anderen die aanspraak kunnen maken op de kasstromen van de onderneming (in het bijzonder junior crediteuren en aandeelhouders) hebben van deze lagere rente voordeel. Na ommekomst van 5 jaar ontdekt de leninggever dat hij zijn recht op terugbetaling niet kan afdwingen omdat fictieve marktwaarde ten gunste van junior vermogensverschaffers moet worden behouden. Hij krijgt een nieuwe lening met een looptijd van 5 jaar en een marktconforme rente van 4% in handen gedrukt. Dit komt neer op een verlenging met 5 jaar. Omdat hij de oorspronkelijk overeengekomen looptijd niet kan afdwingen, wordt hij gedwongen een lening van effectief 10 jaar te verstrekken tegen een rentetarief van 4%. Dat is de helft van de marktrente voor een 10 jarige lening. De leninggever lijdt nadeel terwijl anderen onverdiend voordeel genieten. Zo zijn er meer voorbeelden te bedenken.

Het eenzijdig en geïsoleerd sleutelen in afspraken verstoort het oorspronkelijke evenwicht van de onderhandelingen en bevoordeelt de één ten koste van de ander. Een wettelijk effectueringsstelsel heeft de neutrale taak rechten afdwingbaar te maken zonder zich in de inhoud van de verhoudingen ten gunste van de één of de ander te mengen.

3.4.5.5 *Executie uitgangspunt, herstructurering vereist nadere waarborgen*

De conclusie uit de voorgaande paragrafen is dat bij het kiezen van een systeem dat als initieel referentiekader heeft te gelden het systeem voorop staat dat een uitkering in contanten en daarmee een effectieve effectuering van verhaalsrechten waarborgt (het executiesysteem). In het kader van verhaalsuitoefening is de primaire leidraad niet waardemaximalisatie, maar maximalisatie van de opbrengst in contanten. Men zou dit, zoals hiervoor al is betoogd, beter kunnen aanduiden als *opbrengst- of prijsmaximalisatie*.¹⁸⁷ Er zou dan ook primair moeten worden gestreefd naar een systeem dat tot een maximale opbrengst in contanten voor de crediteuren als groep leidt door een zo goed en efficiënt mogelijk gedwongen verkoopproces (voor een onderneming als *going concern*) te ontwikkelen. Een dwangakkoord, mits goed ingericht, zou een belangrijk nieuw instrument kunnen bieden om een onderneming *going concern* gedwongen te verkopen waar dat anders niet of alleen met meer schade mogelijk zou zijn, maar is hier niet altijd voor geschikt.¹⁸⁸

¹⁸⁷ Zie paragraaf 2.6.6.4.

¹⁸⁸ Zie ook paragraaf 8.13 hierna.

Dit neemt niet weg dat het onder omstandigheden nog steeds zinvol kan zijn om waardemaximalisatie door middel van een herstructurering (uitkering in natura) na te streven. Daarvoor is dan echter wel nodig de instemming van de crediteuren die daardoor nadelig zouden kunnen worden geraakt of zijn aanvullende randvoorwaarden vereist die de aanspraak van crediteuren op een uitkering in contanten onder het wettelijk liquidatiesysteem voldoende waarborgen.

3.4.6 *Democratische legitimatie*

Hiervoor in paragraaf 3.3 is betoogd dat wanneer een afwijkend liquidatiesysteem altijd en voor iedereen een hogere contante opbrengst realiseert dan het alternatief, op voorhand valt aan te nemen dat dit systeem tot een beter resultaat leidt voor de crediteuren als groep. Met zo'n liquidatiesysteem zouden crediteuren in principe *ex ante* kunnen instemmen zonder te verlangen dat hun nadere instemming in een concreet geval is vereist.

Bij een liquidatiesysteem waarvan op voorhand niet te zeggen valt dat het tot een hogere opbrengst zal leiden en dat het de opbrengst eerlijk zal verdelen (zoals een liquidatie-akkoord dat per geval kan verschillen en een van de wettelijke rangorde afwijkende verdeling zou kunnen inhouden) valt echter aan te nemen dat crediteuren *ex ante* zouden verlangen dat hun nadere instemming in een concreet geval vereist is.

Ook bij een afwijkend systeem dat voorziet in een uitkering in een andere vorm dan contanten en om die reden voor een deelgroep minder gunstig zou kunnen uitpakken dan het wettelijk liquidatiesysteem, is aannemelijk dat crediteuren *ex ante* in beginsel zullen verlangen dat hun nadere instemming in een concreet geval is vereist.

De vraag is nu of instemming in een concreet geval op basis van unanimiteit zou moeten zijn vereist dan wel of instemming krachtens meerderheidsbesluit voldoende is. Het feit dat een meerderheid een minderheid kan dwingen genoeg te nemen met iets anders dan geld kan ingrijpend zijn. Stel bijvoorbeeld dat vier van de vijf crediteuren bereid en in staat zijn de opeisbaarheid van hun vordering voor een zekere termijn uit te stellen. De vijfde crediteur heeft aan liquiditeiten echter dringend behoefte, bij gebreke waarvan de continuïteit van zijn eigen onderneming in gevaar komt. Is het dan redelijk om de vijfde crediteur bij meerderheidsbesluit te

dwingen genoeg te nemen met iets anders dan de gelden waar hij anders aanspraak op zou kunnen maken? Dezelfde vraag kan men zich stellen indien een crediteur door een meerderheid kan worden gedwongen genoeg te nemen met een uitkering op basis van een verdeling die in voor hem ongunstige zin afwijkt van de wettelijke rangorde.

De keerzijde is dat indien instemming van alle partijen is vereist het *hold-out* of *anticommons* probleem ontstaat dat in paragrafen 2.3 en 2.4 hierboven is geschetst. Partijen kunnen het onthouden van instemming dan gebruiken om voor zichzelf een oneigenlijk voordeel ten koste van de andere partijen te bedingen. Een systeem dat voorziet in meerderheidsbesluitvorming is nodig om het *hold-out* probleem op te lossen en te voorkomen dat rationeel individualistisch handelen het collectieve belang van de crediteuren als groep schaadt.

Indien de meerderheid van de partijen instemt, en de besluitvorming zo zuiver is als mogelijk binnen het praktisch haalbare,¹⁸⁹ valt in beginsel aan te nemen dat het voorstel inhoudelijk redelijk is en geeft democratische legitimatie een voldoende basis om een tegenstemmende minderheid te binden.¹⁹⁰ Alle leden van een deelgroep die op basis van deugdelijke besluitvorming bij meerderheid vóór hebben gestemd, kunnen dan op voorhand worden geacht beter af te zijn met het akkoord dan het alternatief van wettelijke liquidatie. Dit berust weliswaar op een fictie. Een minderheid is met het akkoord wellicht in werkelijkheid slechter af. In het kader van insolventie bestaat voor het hanteren van deze op democratische besluitvorming gebaseerde fictie echter voldoende rechtvaardiging en moet het individuele belang van de minderheid naar mijn mening wijken voor het belang van de meerderheid. Ik kom hierop terug in paragraaf 3.6.3 hierna.¹⁹¹

Geformuleerd in termen van de *creditors' bargain* theorie: het is aannemelijk dat crediteuren vanuit een *ex ante* positie zouden instemmen met een insolventiesysteem dat de wens van de meerderheid laat prevaleren boven de wens een minderheid. Indien de crediteuren zich *ex ante* indenken in een toekomstscenario is de kans groter dat zij tot de meerderheid zullen behoren dan tot de minderheid. Het lijkt mij dan ook aannemelijk dat de crediteuren *ex ante* een systeem zouden verkiezen dat in het kader van insolventie de belangen van de

¹⁸⁹ Zie hierna paragrafen 4.3.1 en 4.3.2.

¹⁹⁰ althans in het kader van insolventie; zie hierna paragraaf 3.6.

¹⁹¹ Buiten insolventie is dit mijns inziens anders. Zie hierna paragraaf 3.6.

meerderheid laat prevaleren en voorkomt dat een dwarsliggende minderheid de belangen van de meerderheid kan schaden.

Wijzen crediteuren die een economische aanspraak hebben (*in the money* zijn) de voorgestelde uitkering echter bij meerderheid af, dan moet de rechter dat besluit in beginsel respecteren.¹⁹²

3.4.7 *Randvoorwaarden indien democratische legitimatie ontbreekt*

3.4.7.1 *Aanspraak op aandeel in liquidatiewaarde in contanten*

Indien crediteuren die bij wettelijke liquidatie aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering in contanten niet bij meerderheid instemmen met een uitkering anders dan in contanten, moet het afwijkende systeem van verhaalsuitoefening, wil men het niettemin kunnen toepassen, adequate waarborgen bevatten om de aanspraken van crediteuren op een uitkering in contanten onder het wettelijk liquidatiesysteem veilig te stellen. Dit stelt zeker dat crediteuren met het alternatieve systeem er als groep alleen maar op vooruit kunnen gaan zonder dat een deelgroep met het alternatieve systeem slechter af is.

Er zijn verschillende manieren waarop men de aanspraken van crediteuren onder het wettelijk liquidatiesysteem zou kunnen waarborgen in het geval de betrokken crediteuren bij meerderheid een uitkering anders dan in contanten afwijzen.

De enige harde waarborg die de aanspraken van crediteuren onder het wettelijk liquidatiesysteem volledig zeker stelt, is de regel dat indien de betrokken crediteuren niet bij meerderheid met de voorgestelde alternatieve uitkering instemmen, er alsnog liquidatie plaatsvindt. Voor een dergelijke regel valt veel te zeggen. Dit is het huidige systeem van de Engelse *scheme of arrangement* (waarover meer in hoofdstuk 7).

Een afgezwakte waarborg die in theorie denkbaar is, is dat crediteuren rechten ontvangen met een getaxeerde *executiewaarde* (in plaats van marktwaarde) ter grootte van de uitkering die zij naar verwachting onder het wettelijk liquidatiesysteem zouden ontvangen. Het nadeel van deze oplossing is dat men een dubbele waardering introduceert. De inschatting van de verwachte uitkering onder

¹⁹² Zie ook paragrafen 4.1, 8.7.2.2 en 8.9.5 – 8.9.6.

het wettelijk liquidatiesysteem is een subjectieve inschatting. De bepaling van de executiewaarde van de toegekende niet-contante uitkering vergt eveneens een subjectieve waardering. Mede vanwege de noodzaak van deze dubbele subjectieve waardering, verwerp ik deze mogelijkheid.

Een alternatieve variant is een regeling die erin voorziet dat, indien de relevante crediteuren niet bij meerderheid met een andersoortige uitkering instemmen, de crediteuren tenminste een uitkering *in contanten* moeten ontvangen ter grootte van het bedrag dat zij naar redelijke verwachting onder het wettelijk liquidatiesysteem zouden hebben ontvangen. Er is dan nog slechts één subjectieve waardering nodig, namelijk de taxatie van wat het bedrag zou zijn dat de betrokken crediteuren naar redelijke verwachting in geval van wettelijke liquidatie zouden hebben ontvangen. Er wordt dan niet slechts verondersteld dat de toegekende niet-contante uitkering liquide is te maken voor dat bedrag, maar er moet dan zeker worden gesteld dat een bedrag ter grootte van het respectievelijke aandeel in de getaxeerde executiewaarde daadwerkelijk contant wordt gemaakt en uitgekeerd. De crediteur loopt dan niet het risico dat hij een niet-contante uitkering ontvangt die uiteindelijk in contanten toch minder dan de getaxeerde executiewaarde oplevert of zelfs geheel niet te verkopen blijkt.

Dit is vergelijkbaar met het systeem van de *equity receiverships* die aan het begin van de 20^{ste} eeuw in de Verenigde Staten werden toegepast bij de herstructurering van de spoorwegmaatschappijen. Deze *equity receiverships* vormden de opmaat naar het huidige Amerikaanse reorganisatierecht. Onder de *equity receiverships* verlangde de rechter dat individuele crediteuren die niet met de herstructurering instemden, hun aandeel in de waarde in contanten kregen uitgekeerd.¹⁹³ Het verschil met de hiervoor geopperde variant is dat onder de *equity receiverships* individueel tegenstemmende crediteuren aanspraak konden maken op een uitkering in contanten, terwijl in de hiervoor geopperde alternatieve variant slechts leden van een bij meerderheid tegenstemmende klasse aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering in contanten (voor zover zij daarop naar verwachting aanspraak zouden kunnen maken bij liquidatie).

Bij het uitwerken van de homologatiecriteria in paragraaf 8.9.6 hierna geef ik de voorkeur aan deze laatste variant. De reden voor deze keuze is dat het

¹⁹³ D.R. Korobkin, *Rehabilitating values: a jurisprudence of bankruptcy*, 91 *Columbia Law Review* 717 (1991), p. 750 met verdere verwijzingen. “(...) *the reorganisation was not necessarily a voluntary transaction. In response, the courts sought to protect the creditor who dissented from the sale* [aan de crediteuren zelf, NT], *by requiring payment of the dissenting creditor’s share of the proceeds in cash.*”

verhaalssysteem dan voor crediteuren die niet bij meerderheid met een alternatieve uitkering instemmen, alsnog doet wat een verhaalssysteem behoort te doen: crediteuren contanten in handen stellen.¹⁹⁴

Effectief betekent deze waarborg dat junior crediteuren die bij wettelijke liquidatie geen uitkering zouden ontvangen en werkelijk menen dat de onderneming wezenlijk méér waard is dan de verwachte opbrengst bij wettelijke liquidatie, de mogelijkheid hebben de gepercipieerde meerwaarde te realiseren door financiering beschikbaar te stellen of te arrangeren om senior crediteuren die bij meerderheid tegen stemmen betaling van een contant bedrag ter grootte van de verwachte opbrengst van de onderneming bij wettelijke liquidatie te kunnen aanbieden.

Ik realiseer mij dat het in de praktijk niet eenvoudig zal zijn van deze mogelijkheid gebruik te maken. Indien de verwachting is dat niemand binnen het gegeven tijdsbestek bereid is om méér dan de verwachte liquidatie-opbrengst te betalen voor de onderneming als geheel, wie zou dan binnen datzelfde tijdsbestek bereid zijn een vergelijkbaar bedrag te herfinancieren? Tegelijkertijd is echter het feit dat er niemand in de markt te vinden is die bereid is de schuld aan de senior crediteuren te herfinancieren een belangrijke aanwijzing dat het zakelijk niet verantwoord en niet redelijk is de senior schuldeisers te dwingen de onderneming door te financieren indien zij dat bij meerderheid evenmin wensen.¹⁹⁵

Stemmen de senior crediteuren bij meerderheid tegen en slagen de junior crediteuren er tezamen met de schuldenaar niet in de uitkeringsgerechtigde senior crediteuren betaling in contanten aan te bieden, dan dient liquidatie plaats te vinden. Om de hiervoor in paragrafen 2.6.4 – 2.6.6 en 3.4.5 uiteengezette redenen weegt het belang van senior crediteuren om executie door te kunnen zetten mijns inziens zwaarder dan het belang van junior crediteuren en aandeelhouders om executie uit te stellen of af te stellen.

3.4.7.2 Aanspraak op aandeel in reorganisatiewaarde conform rang

¹⁹⁴ Zie ook hierboven paragrafen 3.4.5.1.

¹⁹⁵ Zie ook D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 126: “It may, of course, be difficult to make the case for keeping the assets intact, but it should not be more difficult in principle to persuade one out of many potential third party lenders than it is to persuade any other neutral third party, judicial or otherwise. An inability to persuade anyone – other than the bankruptcy judge – that the firm should stay alive seems good evidence that it should not.” Zie ook D.G. Baird, The Uneasy Case for Corporate Reorganizations, 15 J. Legal. Stud. 127 (1986), p. 134: “A firm’s inability to replace a contribution may be good evidence that it has more than a cash-flow problem.”

In de voorgaande subparagraaf ging het over de vraag onder welke randvoorwaarden een akkoord is op te leggen aan crediteuren die bij wettelijke liquidatie aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering in contanten (in dit verband aangeduid als senior crediteuren) in het geval dat deze crediteuren bij meerderheid tegen de voorgestelde uitkering onder het akkoord stemmen. Ik verdedigde dat, wil men het akkoord tegen de meerderheidswens van deze crediteuren kunnen opleggen, deze crediteuren onder het akkoord een bedrag in contanten moeten krijgen aangeboden dat minimaal gelijk is aan het bedrag in contanten dat zij naar redelijke schatting in geval van wettelijke liquidatie zouden hebben ontvangen. Dit waarborgt dat deze crediteuren, naar redelijke aanname, met het akkoord niet slechter af zijn dan zonder het akkoord.

In deze subparagraaf beschouw ik, om te beginnen, de positie van crediteuren die geen aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering in geval van wettelijke liquidatie, maar die overeenkomstig hun rang wel aanspraak zouden kunnen maken op de meerwaarde die bij de totstandkoming van een aangeboden akkoord zou worden gerealiseerd (die ik in dit verband ook wel aanduid als junior crediteuren).¹⁹⁶ Het gaat nu om de vraag onder welke randvoorwaarden het akkoord aan deze crediteuren zou moeten zijn op te leggen in het geval zij bij meerderheid tegen het akkoord stemmen. Deze randvoorwaarde laat zich betrekkelijk eenvoudig formuleren: het akkoord moet daarvoor aan deze crediteuren minimaal toekennen het aandeel in de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd waar zij overeenkomstig hun rang recht op hebben. De waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd, of bij totstandkoming ervan zou kunnen worden gerealiseerd, duid ik in dit boek aan als de reorganisatiewaarde.¹⁹⁷

Met een akkoord is het onder omstandigheden mogelijk een uitkering aan schuldeisers te doen die zonder akkoord geen uitkering zouden ontvangen. Deze meerwaarde die met het akkoord wordt gerealiseerd moet worden verdeeld overeenkomstig de geldende rangorde (tenzij de betrokken schuldeisers bij meerderheid met een andere verdeling instemmen). Voor een willekeurig andere

¹⁹⁶ Het gestelde in deze subparagraaf geldt evenzeer ten aanzien van senior crediteuren en andere betrokken vermogensverschaffers, maar is het meest relevant voor de junior crediteuren. Het is om die reden dat ik in deze subparagraaf begin bij de positie van de junior crediteuren. Voor de overige vermogensverschaffers geldt *mutatis mutandis* hetzelfde.

¹⁹⁷ Zie ook paragraaf 5.9.6.

verdeling bestaat, zonder de vereiste democratische legitimatie, geen rechtvaardiging.

Het is weer aanschouwelijk de vraag naar de verdeling van de reorganisatiewaarde te bezien vanuit het *ex ante* perspectief van de *hypothetical bargain*. Het is aannemelijk dat crediteuren, geplaatst in een *ex ante* positie en gesteld de vraag naar de verdeling van de reorganisatiewaarde, zouden voorstellen de waarde die met de voorgestelde collectieve procedure wordt gerealiseerd, te verdelen overeenkomstig ieders rang. Dit doet het meest recht aan ieders onderscheiden juridische positie. Een andere verdeling laat zich moeilijk indenken. Zie in dit verband ook paragraaf 2.5 hierboven.

Let op: waar democratische legitimatie ontbreekt, moet het akkoord niet aan crediteuren kunnen worden opgelegd op de enkele grond dat zij onder het akkoord niet slechter af zijn dan in het geval van wettelijke liquidatie. Het zou anders mogelijk zijn om aan deze crediteuren, tegen hun meerderheidswil, een akkoord op te leggen dat aan hen minder toekent dan het aandeel in de reorganisatiewaarde waartoe zij op grond van hun rang gerechtigd zijn. Partijen blijven dan verstoken van waarde waarop zij aanspraak hebben, terwijl waarde toevloeit aan partijen die daar geen recht op hebben. Het akkoord vervult zijn insolventierechtelijke verdelingsfunctie dan niet naar behoren, te weten de functie om de beschikbare waarde te verdelen overeenkomstig ieders recht.¹⁹⁸

Voorbeeld 1: een vennootschap heeft 50 aan senior schuld en 50 aan junior schuld. De beschikbare waarde in geval van wettelijke liquidatie is 50. De waarde die met het aangeboden akkoord kan worden gerealiseerd is 100. Het akkoord kent alle met het akkoord gerealiseerde waarde (100) toe aan de senior schuldeisers. De junior schuldeisers ontvangen onder het akkoord niets. Alle senior schuldeisers stemmen voor. Alle junior schuldeisers stemmen tegen. Het akkoord moet in zo'n geval niet kunnen worden opgelegd aan deze junior schuldeisers. Zij zouden daardoor verstoken blijven van de waarde waartoe zij op grond van hun rang gerechtigd zijn, terwijl de senior schuldeisers twee keer zoveel zouden ontvangen als waar zij maximaal recht op hebben.

Voorbeeld 2: de casus is hetzelfde, zij het dat het akkoord nu 50 toekent aan de senior schuldeisers en 50 aan de aandeelhouders. De junior schuldeisers ontvangen onder het akkoord wederom niets. De senior schuldeisers stemmen

¹⁹⁸ Zie ook paragrafen 2.5 en 2.6.2 hiervoor en paragraaf 4.1 hierna.

unaniem voor. De aandeelhouders stemmen unaniem voor. De junior schuldeisers stemmen unaniem tegen. Om vergelijkbare redenen moet ook dit akkoord niet aan de junior schuldeisers kunnen worden opgelegd. Dat zij in geval van wettelijke liquidatie ook niets zouden ontvangen, maakt dit niet anders.

De rechtvaardiging van het akkoord als afwijkende wijze van verhaalsuitoefening is erin gelegen dat dit de voor verdeling beschikbare taart vergroot. De verdeling kan vervolgens niet op willekeurige wijze plaatsvinden aan ieder die men lief heeft. De verdeling moet in beginsel, tenzij de betrokken schuldeisers bij meerderheid met een andere verdeling instemmen, nog steeds plaatsvinden overeenkomstig de geldende rangorde. Een insolventiesysteem behoort in de vooraf gevestigde verdelingsrechten geen wijziging te brengen.¹⁹⁹

De Wereldbank stelt in Principle C.14 van haar “Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes”²⁰⁰: *“Plan approval should be based on clear criteria aimed at achieving fairness among similar creditors, recognition of relative priorities, and majority acceptance, while offering opposing creditors or classes a dividend equal to or greater than they would likely receive in a liquidation proceeding.”*²⁰¹ Deze richtlijn zet wetgevers op het verkeerde spoor. De richtlijn suggereert immers dat een *cram down* van een gehele klasse die bij meerderheid tegenstemt steeds toelaatbaar zou zijn indien de leden van deze tegenstemmende klasse een uitkering onder het akkoord ontvangen die in waarde gelijk is aan wat zij naar verwachting in geval van liquidatie zouden ontvangen. Engeland is een voorbeeld van een land dat zich hierdoor op het verkeerde spoor heeft laten zetten. Zie ook paragraaf 7.13 hierna.

De randvoorwaarde dat geen partij onder het akkoord slechter af mag zijn dan zonder het akkoord is een noodzakelijke, maar nog geen voldoende voorwaarde voor de gedwongen oplegging van een akkoord. Een tweede noodzakelijke randvoorwaarde is dat, daar waar de democratische legitimatie voor een andere verdeling ontbreekt, de met het akkoord gerealiseerde waarde, de reorganisatiewaarde, wordt verdeeld overeenkomstig ieders rang (althans iedere groep die bij meerderheid tegenstemt, moet het aandeel in de reorganisatiewaarde

¹⁹⁹ Zie ook paragraaf 2.5 hiervoor.

²⁰⁰ Insolvency Service, A Review of the Corporate Insolvency Framework, May 2016, p. 23 waarin de Engelse regering verwijst naar “*World Bank Principle C14.3*”.

²⁰¹ World Bank, Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes, Revised 2015, p. 26 (principle C.14.3).

ontvangen waarop zij overeenkomstig haar rang aanspraak heeft).²⁰² Wij zullen hierna zien dat de Amerikanen dit principe op verholde en gebrekkige wijze tot uitdrukking brengen met de bekende “*absolute priority rule*”.²⁰³

Het uitgangspunt dat de (meer)waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd in beginsel overeenkomstig de geldende rangorde moet worden verdeeld, komt in de praktijk niet goed tot zijn recht indien crediteuren niet de bevoegdheid hebben om zelf een akkoord aan te bieden en alleen de schuldenaar (en dus indirect de controlerend aandeelhouder) deze bevoegdheid heeft. De schuldenaar/aandeelhouder kan er dan in de praktijk mee weggelopen om onder het akkoord slechts marginaal meer aan te bieden dan de crediteuren in geval van wettelijke liquidatie zouden ontvangen. Zonder de mogelijkheid een alternatief akkoord voor te stellen dat recht doet aan de onderliggende posities hebben de crediteuren in de praktijk geen reële andere keuze dan om schoorvoetend in te stemmen met het door de schuldenaar/aandeelhouder aangeboden akkoord en te dulden dat de meerwaarde die met het akkoord wordt gerealiseerd, wordt verdeeld in afwijking van de geldende rangorde. Zie in dit verband ook paragrafen 6.16.3, 8.2.3 en 8.3.

3.4.7.3 *Omvang reorganisatiewaarde: welke waarderingsstandaard?*

Indien een akkoord voorziet in een uitkering volledig in contanten, is de met het akkoord gerealiseerde waarde, de reorganisatiewaarde, eenvoudig vast te stellen: de reorganisatiewaarde is dan gelijk aan het totaal aan onder het akkoord aangeboden contanten.

De vraag rijst hoe men de reorganisatiewaarde moet vaststellen indien het akkoord voorziet in een uitkering in natura (een herstructurering). Welke waarderingsmaatstaf moet men dan hanteren bij het waarderen van de voorgestelde uitkering? Moet men de voorgestelde uitkering in natura waarderen tegen marktwaarde of tegen executiewaarde? Waardeert men tegen marktwaarde dan is de veronderstelde waarde van de uit te geven rechten groter en hebben mogelijk meer crediteuren een aanspraak dan wanneer men waardeert tegen executiewaarde.

²⁰² Zie in dit verband ook de Legislative Guide on Insolvency Law Part I and II (2004) van de United Nations Commission on International Trade Law (de “UNCITRAL Legislative Guide”), te vinden op www.uncitral.org, recommendation 152 onder (b) en (e). Recommendation 152 onder (e) luidt: “*Except to the extent that affected classes of creditors have agreed otherwise, if a class of creditors has voted against the plan, that class shall receive under the plan full recognition of its ranking under the insolvency law and the distribution to that class under the plan should conform to that ranking.*”

²⁰³ Zie paragrafen 6.14 en 6.16.6.

Zoals hiervoor in paragraaf 3.4.4 is aangegeven, zou een volledige uitkering in natura gewaardeerd tegen marktwaarde crediteuren kunnen benadelen die bij liquidatie aanspraak kunnen maken op een uitkering in contanten, de senior crediteuren. Ontvangen deze crediteuren een niet-contante uitkering met slechts een marktwaarde ter grootte van het bedrag dat zij bij liquidatie in contanten zouden ontvangen, dan zal een liquidatieverkoop van de toegekende (niet-liquide) rechten welhaast per definitie minder opleveren dan de daaraan toegekende marktwaarde en daarmee minder dan de crediteuren bij wettelijke liquidatie van het vermogen van de schuldenaar zouden hebben ontvangen. Het zou daarom eerder voor de hand liggen om een niet-contante uitkering aan senior crediteuren te waarderen tegen executiewaarde in plaats van tegen marktwaarde, tenzij de betrokken crediteuren bij meerderheid met een uitkering gewaardeerd tegen marktwaarde instemmen.

Op voorwaarde dat, in geval de betrokken crediteuren een niet-contante uitkering bij meerderheid afwijzen, de aanspraak van crediteuren op een uitkering in contanten onder het wettelijk liquidatiesysteem voldoende is gewaarborgd (zoals voorgesteld in paragraaf 3.4.7.1 hiervoor), zou een niet-contante uitkering in beginsel tegen marktwaarde moeten worden gewaardeerd en uitgekeerd. Ik licht dit toe.

Een herstructurering (overdracht aan de crediteuren zelf in plaats van verkoop aan een derde tegen betaling in contanten) is, zoals hiervoor in paragraaf 3.4.3.3 reeds werd opgemerkt, in belangrijke mate ingegeven door het ervaren verschil in waarde tussen de verwachte opbrengst bij een onmiddellijke gedwongen verkoop (een executieverkoop) en de gepercipieerde marktwaarde van de onderneming. Het doel van de herstructurering is doorgaans primair om te voorkomen dat het mogelijke waardeverschil tussen verwachte prijs bij een executieverkoop en de gepercipieerde marktwaarde wegvloeit naar een derde koper en dit waardeverschil voor de crediteuren als geheel te behouden. Dit waardeverschil zal ik hier ook wel aanduiden als de “Delta” of de “*non-distressed sale surplus*”.

Er wordt wel gezegd dat met een herstructurering een “*going concern surplus*” wordt gerealiseerd. Dit is in het algemeen geen juiste aanduiding. Zoals hiervoor in paragraaf 3.4.3.1 uiteen werd gezet, is behoud van de onderneming *going concern* ook mogelijk bij een verkoop aan een derde tegen betaling in contanten (al dan niet geïmplementeerd door middel van een akkoord). De mogelijke meerwaarde die met een herstructurering te realiseren valt, is vooral het verschil tussen de verwachte prijs

bij een *distressed sale* (going concern) en de marktwaarde van de onderneming, dat wil zeggen de geschatte prijs bij een hypothetische *non-distressed sale* van de onderneming. Dit verschil is beter aan te duiden als het *non-distressed sale surplus*. De prijsafslag die zou plaatsvinden bij een *distressed* verkoop aan een derde zou men dan kunnen aanduiden als de “executiekorting”. Zie in dit verband ook paragraaf 3.4.3.3 hiervoor.

Hiervoor in paragraaf 3.4.5 heb ik uiteengezet dat het realiseren van een mogelijk lagere opbrengst in contanten door middel van executie voorrang heeft boven het realiseren van een wellicht hogere waarde in natura door uitstel van executie. Het recht van crediteuren die bij liquidatie een contante uitkering mogen verwachten om een executie door te zetten en een uitkering in contanten te realiseren (het recht om hun rechten op een zeker moment te effectueren), weegt zwaarder dan het belang van crediteuren die bij liquidatie geen uitkering kunnen verwachten om executie uit te stellen en een uitkering in natura te ontvangen.

De mogelijke “Delta” tussen de contante opbrengst bij executie en de getaxeerde marktwaarde in natura bij uitstel van executie, is in eerste instantie uitsluitend in natura te realiseren.²⁰⁴ Senior crediteuren kunnen niet verlangen dat deze “Delta” door middel van executie in contanten wordt omgezet. De “Delta” bestaat louter bij gratie van uitstel van executie. Zodra men tot executie overgaat, verdampt de Delta.

Het enkele feit dat de crediteuren die bij liquidatie aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering in contanten (die ik hier weer aanduid als de senior crediteuren) bij liquidatie gerechtigd zijn tot de gehele opbrengst, betekent *niet* dat de senior crediteuren bij een herstructurering er recht op hebben om de gehele waarde van de onderneming (tegen executiewaarde) te verkrijgen. Senior crediteuren hebben geen recht om de onderneming met “executiekorting” te verwerven net zo min als een derde koper dat heeft. Senior crediteuren hebben een aanspraak op de maximale uitkering die in het kader van een executietraject te realiseren valt in contanten, niet meer en niet minder. Is die aanspraak op contanten voldoende gewaarborgd, dan komt een eventueel surplus in natura dat met een herstructurering valt te realiseren toe aan ieder overeenkomstig diens rang (dat zouden dus ook senior crediteuren kunnen zijn met een restvordering). Het doel van een herstructurering is niet om een “executiekorting” exclusief aan de senior crediteuren toe te laten vallen en hen te

²⁰⁴ Dit is niet helemaal juist: een akkoord zou ook kunnen worden gebruikt om een platform op te tuigen om een *non-distressed* verkoop van de onderneming aan een derde tegen betaling in contanten op te tuigen. Zie ook hierna paragraaf 8.13.

laten profiteren van de prijsdrukkende omstandigheid van een executieverkoop. Het doel is om de “executiekorting” bij verkoop aan een derde uit te sparen ten behoeve van de crediteuren als groep.

3.4.7.4 De combinatie van de twee randvoorwaarden

Indien crediteuren bij representatieve meerderheid de voorgestelde uitkering onder het akkoord afwijzen, moet, wil men het akkoord niettemin aan hen kunnen opleggen, aan de bovenstaande twee randvoorwaarden zijn voldaan: i) het recht van deze crediteuren op een uitkering in de vorm van contanten ter grootte van hun aandeel in de executiewaarde moet zijn gewaarborgd (paragraaf 3.4.7.1), en ii) hun aanspraak overeenkomstig hun rang op de reorganisatiewaarde moet zijn gewaarborgd (paragraaf 3.4.7.2).

Hoe verhouden deze twee randvoorwaarden zich tot elkaar?

Crediteuren die bij representatieve meerderheid de voorgestelde uitkering onder het akkoord afwijzen, moeten, wil aan beide randvoorwaarden zijn voldaan, onder het akkoord minimaal de *keuze* hebben tussen hetzij i) een uitkering in de vorm van contanten ter grootte van hun aandeel in de liquidatiewaarde (wat nihil zou kunnen zijn) hetzij ii) een uitkering in een vorm eventueel anders dan in contanten met een waarde ter grootte van hun aandeel in de reorganisatiewaarde.²⁰⁵

De bij representatieve meerderheid tegenstemmende crediteuren moeten dus kunnen kiezen. Zij kunnen geen aanspraak maken op beide: én een contante uitkering ter grootte van hun aandeel in de liquidatiewaarde én een eventueel niet-contante uitkering ter grootte van hun aandeel in het meerdere. Indien de crediteuren een directe uitkering in contanten zouden willen bewerkstelligen (liquidatie), zou dat het meerdere (de Delta) doen verdampen. Het meerdere (de Delta) ontstaat alleen bij gratie van het feit dat een uitkering in contanten (liquidatie) achterwege blijft. Het is dus van tweeën één. *You can't have your cake and eat it.*

Voorbeeld: de senior schuld is 50 en de junior schuld is ook 50. De verwachte maximale opbrengst bij een onmiddellijke gedwongen verkoop van de onderneming

²⁰⁵ Dit zal later terugkeren in het in hoofdstuk 8 ontwikkelde raamwerk bij de voorgestelde criteria voor *cram-down*. Zie hierna paragrafen 6.14, 6.16.6 - 6.16.7 en 8.9.5 – 8.9.7.

going concern is 40 (executiewaarde). De marktwaarde van de onderneming wordt gewaardeerd op 70. De senior crediteuren hebben aanspraak op een contante uitkering van 40 en stemmen niet (bij meerderheid) in met iets anders.

In het kader van een herstructurering bereikt de vennootschap met een bank overeenstemming over de verstrekking van een nieuwe lening van maximaal 40 waarmee de vennootschap in staat is aan de senior crediteuren voldoening van een bedrag van 40 in contanten aan te bieden. Het akkoord houdt in dat de junior crediteuren hun volledige schuld omzetten in 100% van de aandelen. De bestaande aandeelhouders verliezen hun gehele belang. De senior crediteuren hebben de keuze tussen ofwel behoud met verlenging van hun bestaande lening van 50 tegen een gesteld marktconforme rente (en daarmee met een gestelde marktwaarde van 50) ofwel betaling van 40 in contanten met kwijtschelding van het restant van 10. Indien de volledige senior schuld van 50 wordt verlengd, vertegenwoordigt het aandelenpakket dat de junior crediteuren ontvangen een waarde van 20 (70 -/- 50). Indien de senior crediteuren bij meerderheid de verlengingsoptie afwijzen en allen de voorkeur geven aan 40 in contanten uit herfinanciering met kwijtschelding van het restant van 10, vertegenwoordigt het aandelenpakket van de junior crediteuren een hogere waarde, namelijk een waarde van 30 (70 -/- 40 aan nieuwe schuld uit de herfinanciering).

De senior crediteuren kunnen de executiekorting van 10 voorkomen (die anders aan de junior crediteuren ten goede komt in plaats van aan een derde-koper) door zelf ook voor een niet-contante uitkering te kiezen.

In het systeem zoals dat mij voor ogen staat, is niet alleen denkbaar dat de senior crediteuren bij meerderheid voor de niet-contante uitkering van 50 kiezen, maar is evenzeer denkbaar de senior crediteuren bij meerderheid voor een contante uitkering van 40 met kwijtschelding van 10 kiezen. In beide gevallen zou de minderheid van de senior crediteuren aan de keuze van meerderheid zijn gebonden. Wijst de meerderheid beide opties af of geniet geen van beide opties de steun van de vereiste meerderheid, dan wordt geen senior crediteur door democratische besluitvorming aan een van de opties gebonden en zal iedere individuele senior crediteur moeten kunnen kiezen tussen zijn pro rata deel van de niet-in-contanten gerealiseerde marktwaarde of zijn pro-rata deel van de geschatte executiewaarde in contanten.

In alle scenario's gaat iedereen met de herstructurering erop vooruit. De junior crediteuren ontvangen in het herstructureringsscenario tussen 20 en 30 aan waarde, afhankelijk van de keuze van de senior crediteuren, terwijl zij in geval van liquidatie niets zouden ontvangen. De senior crediteuren kunnen kiezen tussen 50 aan niet-contante waarde of 40 in contanten, en kunnen daarmee worden geacht in geen geval slechter af te zijn dan in geval van liquidatie in welk geval zij naar redelijke schatting ook aanspraak op 40 in contanten zouden hebben kunnen maken.

In de praktijk zal het vaak zo zijn, afhankelijk uiteraard van de omvang van de korting, dat senior crediteuren de voorkeur geven aan een contante uitkering tegen een korting boven een niet-contante uitkering met een gesteld hogere waarde.

Gelet op het feit dat de executiewaarde van de onderneming in het bovengenoemd voorbeeld als geheel 40 is, zal het in de praktijk lastig zijn om binnen het tijdsbestek van een herstructurering een herfinanciering door een derde te arrangeren ter grootte van datzelfde bedrag. Het zal vaak zo zijn dat het contante bedrag dat aan senior crediteuren in contanten moet worden aangeboden (indien zij niet bij meerderheid met de voorgestelde niet-contante uitkering instemmen) deels zal moeten worden gefinancierd door de oude aandeelhouder(s) en/of of één of meer junior crediteuren die bij liquidatie anders niets of aanzienlijk minder zouden ontvangen.

3.5 Geen saneringsinstrument maar verhaalsinstrument

Uit het voorgaande volgt dat een zelfstandig dwangakkoord, in de door mij voorgestane vorm, niets anders is dan een (collectief) verhaalsinstrument van de crediteuren. Het moet niet worden gezien of ingericht als een instrument dat ten dienste staat van de schuldenaar om de financiers op afstand te kunnen houden en de onderneming tegen de wens van de crediteuren voort te kunnen zetten.²⁰⁶ Het dwangakkoord heeft niet als zelfstandig doel om de vennootschap te rehabiliteren, de continuïteit van de onderneming te waarborgen, of werkgelegenheid te

²⁰⁶ Zie anders: R.D. Vriesendorp, Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II, Preadvies voor de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 99 die van mening is dat het akkoord "primair het belang van de schuldenaar" dient. Mijns inziens behoort een akkoordstelsel primair de belangen van de *in the money* crediteuren te dienen. Zie in dit verband ook W. Sniijders, Concursus creditorum en de verdelende rechtvaardigheid in het privaatrecht, in: M.W. Hesselink, C.E. du Perron en A.F. Salomons, Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit, Boom Juridische Uitgevers, 2003, p.274 e.v. Op pagina 279 stelt Sniijders: "Uitgangspunt moet zijn dat aan een oplossing die in het belang is van de continuïteit van de onderneming en de werkgelegenheid geheel of ten dele in stand houdt, de voorkeur mag worden gegeven boven een andere oplossing die voor de schuldeisers of voor sommigen van hen, voor wat betreft de uit te keren bedragen, voordeliger uitpakt."

behouden,²⁰⁷ al kan en zal het vaak wel dat effect hebben. Een akkoordregeling is mijns inziens primair een verhaalsinstrument dat de belangen van de (meerderheid van de) crediteuren dient. Het heeft louter tot doel de crediteuren een alternatieve wijze van verhaalsuitoefening te bieden en hen in staat te stellen hun vorderingen collectief geldend te maken op de wijze die het beste resultaat oplevert voor de crediteuren als groep. Het verhelpt het *hold-out* probleem en beschermt daarmee de crediteuren als groep tegen dissidente partijen die een herstructurering dreigen te frustreren die de meerderheid van de crediteuren in haar belang acht.

Indien de crediteuren als groep ermee gediend zijn de onderneming (gecontroleerd) *piecemeal* buiten faillissement te liquideren, moet het dwangakkoord hen in staat stellen de onderneming gecontroleerd buiten faillissement *piecemeal* te liquideren (*liquidatie-akkoord*). Kan de onderneming het best *going concern* aan een derde tegen betaling in contanten worden verkocht (ook een vorm van liquidatie), dan moet het dwangakkoord hen in staat stellen de onderneming *going concern* buiten faillissement aan een derde tegen betaling in contanten te verkopen. Zijn de crediteuren er als groep het meest bij gebaat de onderneming niet aan een derde te verkopen maar de onderneming zelf over te nemen (herstructurering), dan moet het dwangakkoord hen in staat stellen die oplossing buiten faillissement te bereiken.

De continuïteit van de onderneming is geen doel op zich maar hooguit een gevolg van het feit dat het instrument de crediteuren in staat stelt de continuïteit van de onderneming te waarborgen daar waar dat in hun belang is.

Er bestaat geen principiële verschil tussen een herstructureringsprocedure en een liquidatieprocedure. Een herstructurering is, zoals hiervoor in paragraaf 2.5 al opgemerkt, niets anders dan een “vereffening” waarbij de onderneming niet wordt verkocht aan een derde maar aan de aanspraakgerechtigde crediteuren zelf.

Jackson formuleert het aldus:

²⁰⁷ Zie anders o.a. W. Snijders, *Concursus creditorum en de verdelende rechtvaardigheid in het privaatrecht*, in: M.W. Hesselink, C.E. du Perron en A.F. Salomons, *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, Boom Juridische Uitgevers, 2003, p.274 e.v. Op pagina 279 stelt Snijders: “*Uitgangspunt moet zijn dat aan een oplossing die in het belang is van de continuïteit van de onderneming en de werkgelegenheid geheel of ten dele in stand houdt, de voorkeur mag worden gegeven boven een andere oplossing die voor de schuldeisers of voor sommigen van hen, voor wat betreft de uit te keren bedragen, voordeliger uitpakt.*”

“In a prototypical liquidation proceeding, for example, the firm’s assets are sold to third parties for cash or securities. They may be sold piecemeal, in blocks, or as a unit. (...)”

The key conceptual difference between a reorganization and a liquidation is that in a reorganization the firm’s assets (or most of them) are sold to the creditors themselves rather than to third parties. The principal distinction is not that the assets are kept together in a reorganization; they can be kept together in a chapter 7 liquidation proceeding as well if they are sold as a unit to a third party buyer. Indeed, the policies of bankruptcy law – to gain the most for the claimants as possible – would demand that such a going-concern sale be made in a chapter 7 proceeding if doing so would bring more for the firm’s assets than would another course. The key distinction between a reorganization and a liquidation is who are the new owners of the assets: third parties or the former claimants.

Reorganization proceedings, then, are basically a method by which the sale of a firm as a going concern may be made to the claimants themselves. This process, like any liquidation procedure, involves two steps: first the assets of the firm are sold; second, the claims against the debtor are paid out of the proceeds of this sale.”²⁰⁸

Ook Jackson en Baird beschouwen een reorganisatieprocedure in essentie als een “collective debt-collection device” (een verhaalsinstrument).²⁰⁹ Zij werken de *creditors’ bargain* theorie in meer detail uit voor een klassieke liquidatie met een verkoop aan een derde, maar zij maken geen principiële onderscheid tussen een liquidatie- en een reorganisatieprocedure en de analyse en gevolgtrekkingen van de *creditors’ bargain* theorie zijn voor beide type procedures in hoofdzaak dezelfde.

²⁰⁸ T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986, p. 211. Zie ook T.H. Jackson, *Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain*, *Yale Law Journal*, 1982, p. 893; D.G. Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, *Journal of Legal Studies*, Vol. 15, 1986, p. 127: “*Bankruptcy proceedings take one of two forms, depending on whether ownership rights to the assets are sold on the open market to one or more third parties or (...) to the old owners in return for the cancellation of their prebankruptcy entitlements. (...) In effect a reorganization is a forced sale.*” Zie ook D.G. Baird and R.K. Rasmussen, *Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations*, 87 *Va. L. Rev.* 921, 2001, p. 921; D.G. Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, *Journal of Legal Studies*, Vol. 15, 1986, p. 127; D.G. Baird & D.S. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 *Yale L.J.* (2006), p. 1937 en Clark, *The Interdisciplinary Study of Legal Evolution*, 90 *Yale L.J.* (1981) 1238.

²⁰⁹ T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986, p. 210.

De conceptuele notie dat een reorganisatieprocedure principieel in niets verschilt van een liquidatieprocedure (behalve dat de onderneming aan de crediteuren zelf wordt verkocht in plaats van aan een derde) is voor een goed begrip van een reorganisatieprocedure van belang. Deze constatering vormt een leidraad bij het beantwoorden van een veelheid aan verschillende vragen, zoals de vraag naar de aard en het doel van een reorganisatieprocedure, de criteria voor de inzetbaarheid ervan, de vraag of deze alleen binnen of ook buiten insolventie is toe te passen, de vraag of instemming van de schuldenaar voor de toepassing van de procedure is vereist, en de vraag naar de gevolgen die eruit voortvloeien en hoe deze te duiden.

De omschrijving van een akkoordprocedure als “saneringsinstrument” is naar mijn mening een ongelukkige. De term “sanering” suggereert dat er ten gunste van de schuldenaar of onderneming schulden worden kwijtgescholden of verlicht. Dit is niet het geval, althans behoort niet het geval te zijn. Een daadwerkelijke schuldkwijtschelding of schuldverlichting doet zich niet voor. Bij een schuldenaarvennootschap zou dat de aandeelhouder een onverdiend voordeel opleveren. De schuldeisers maken hun rechten in het kader van de procedure volledig in ongesaneerde vorm geldend. De “sanering” is louter het gevolg van het feit dat schuldeisers, na volledige uitputting van hun rechten, deels onvoldaan blijven en geen verder verhaal aantreffen omdat er eenvoudigweg niet meer waarde beschikbaar is.

Bij het faillissement van het rechtspersoon kunnen schuldeisers zich slechts één keer op het integrale vermogen van de schuldenaar verhalen. Daarna houdt de vennootschap op te bestaan of gaat deze in een nieuwe constellatie verder waarbij de oude aanspraken zijn vervangen door nieuwe.

Bij het faillissement van een natuurlijk persoon is dit anders. Een natuurlijk persoon blijft ook na afloop van het faillissement vermogen vergaren en oude schuldeisers kunnen in beginsel hun oude vorderingen daarop blijven verhalen totdat zij volledig zijn voldaan. Een schuldsanering bij een natuurlijk persoon brengt met zich dat schuldeisers zich slechts kunnen verhalen op het vermogen dat in het kader van de procedure bijeen is gebracht en daarna niet meer. Dit is wél aan te merken als een echte “sanering” en levert de schuldenaar ten laste van de schuldeisers een voordeel op. De schuldenaar behoudt zijn aanspraak en de schuldeisers verliezen hun aanspraak op het vermogen dat de schuldenaar na afloop van de procedure verwerft.

De opvatting dat een zelfstandig dwangakkoord niet tot doel zou moeten hebben de continuïteit van de onderneming te waarborgen, maar slechts zou moeten beogen schuldeisers een alternatieve wijze van verhaalsuitoefening te bieden, leidt tot de vaststelling dat het Voorontwerp een ongelukkige naam heeft gekregen: “Wet Continuïteit Ondernemingen.” Dit suggereert immers dat dat het waarborgen van de continuïteit van de onderneming het voornaamste doel van de regeling is. Een neutralere benaming, zoals “Wet tot invoering van een zelfstandig dwangakkoord”, of iets dergelijks, zou de voorkeur verdienen.

3.6 Geen toepassing buiten insolventie

3.6.1 *Buiten insolventie instemming van de schuldenaar-vennootschap vereist*

Zoals uit het voorgaande volgt, is het dwangakkoord in de voorgestane conceptuele vorm primair een verhaalsinstrument. Het is uit de collectieve verhaalsrechten van de crediteuren afgeleid. Reeds uit de aard van een verhaalsinstrument vloeit voort dat voor de toepassing daarvan instemming van de schuldenaar (de geëxecuteerde) niet is vereist.²¹⁰ Het dwangakkoord biedt de schuldeisers een mechanisme om hun vorderingen op alternatieve wijze te verhalen dan door middel van (collectieve) liquidatie op de wettelijk voorgeschreven wijze. Voor de toepassing van dit alternatieve verhaalsinstrument hebben de schuldeisers de instemming van de schuldenaar, evenmin als voor verhaal op de wettelijk voorgeschreven wijze, in beginsel niet nodig.

De schuldenaar kan niet tegenhouden dat een dwangakkoord (in de door mij voorgestane conceptuele vorm) wordt aangeboden en de op dat moment beschikbare waarde door middel van het akkoord wordt “vereffend” en in contanten of natura verdeeld. Indien de schuldenaar niet het initiatief neemt om een akkoord aan te bieden, kunnen derden dat doen.²¹¹ Indien de schuldenaar een natuurlijk persoon is, heeft hij het recht op de eventuele overwaarde of het zogenaamde “*equity*” belang (de waarde die eventueel uitstijgt boven de totale schuld). Zijn instemming is dan alleen vereist en hij kan het akkoord alleen tegenhouden indien er overwaarde bestaat en

²¹⁰ Dit is ook het geval in rechtstelsels waar een ander dan de schuldenaar een akkoord kan aanbieden, zoals in de Verenigde Staten. Zie ook artikel 368 lid 2 van het Voorontwerp dat aan schuldeisers de mogelijkheid geeft om een akkoord aan te bieden (dat zonder instemming van de schuldenaar tot stand is te brengen). Voor het tot stand brengen van een Engelse *scheme of arrangement* is instemming van de schuldenaar wel vereist. Dit laat zich mogelijk verklaren door het feit dat de *scheme of arrangement* geen zuiver insolventierechtelijk instrument is. Het is primair een vennootschapsrechtelijk instrument dat (ook) beschikbaar is buiten insolventie. Zie verder in dit verband paragrafen 7.6 en 7.15.4.

²¹¹ Zie hierna ook paragrafen 6.5 en 8.3.

het akkoord niet aan het *equity* belang toekent wat aan het *equity* belang eventueel toekomt. Indien het akkoord echter wel aan het *equity* belang toekent wat daaraan toekomt (wat vaak niets zal zijn), is instemming van de schuldenaar niet vereist en kan hij (de vereffening door middel van) het akkoord niet tegenhouden. Het is niet de schuldenaar die uitmaakt waar zijn *equity* belang eventueel aanspraak op geeft. Dat bepaalt uiteindelijk de markt of de rechter.

Indien de schuldenaar een rechtspersoon is, is instemming van de schuldenaar evenmin vereist. Voor instemming van de schuldenaar bestaat dan nog minder grond. De schuldenaar-vennootschap heeft geen zelfstandige economische positie. De juridische fictie van de schuldenaar-vennootschap is niet meer dan een platform om de verschillende juridische posities van de vermogensverschaffers (crediteuren en aandeelhouders) en hun overeenkomstige aanspraken op de waarde vorm te geven. Het uiteindelijke economische belang ligt bij de houders van de door de schuldenaar-vennootschap uitgegeven vermogenstitels. Het *equity* belang (de aanspraak op de eventuele overwaarde na aftrek van de totale schuld) wordt dan gehouden en vertegenwoordigd door de aandeelhouders. Voor hen geldt dan *mutatis mutandis* hetzelfde als voor de schuldenaar-natuurlijk persoon: zij kunnen een “vereffening” door middel van een akkoord dat aan het *equity* belang toekent wat aan het *equity* belang eventueel toekomt, niet verhinderen.

Uit het voorgaande volgt dat het zelfstandig dwangakkoord als verhaalsinstrument ernstig gemankeerd is, indien crediteuren niet ook zelf de bevoegdheid hebben een akkoord aan te bieden. De schuldenaar (veelal op aandrang van de controlerend aandeelhouder) kan dan de toepassing van het verhaalsinstrument eenvoudig voorkomen door te weigeren een akkoord aan te bieden. Daar houdt het dan op.

Het is goed om voor ogen te houden dat het akkoord conceptueel geen wijziging brengt in de rechtsverhouding tussen de vermogensverschaffers en de schuldenaar, voor welke wijziging instemming van de schuldenaar zou zijn vereist. De uitkomst van het akkoord is het resultaat van de uitoefening van de verhaalsrechten uit de oorspronkelijke ongewijzigde rechtsverhouding. De onder het akkoord “gewijzigde” rechten van de schuldeisers belichamen geen contractuele wijziging van de oorspronkelijke rechtsverhouding. De “gewijzigde” rechtsverhouding vormt in wezen de “uitkering” die het resultaat is van de verhaalsuitoefening. Voor deze verhaalsuitoefening is instemming van de schuldenaar (de “geëxecuteerde”) niet nodig.

Dit wordt beter zichtbaar indien, zoals vaak het geval is, de onder het akkoord gedane “uitkering” vorm krijgt door de uitgifte van een nieuw schuldinstrument ter (gedeeltelijke) voldoening van de oude schuldtitel in plaats van door “wijziging” van de oude schuldverhouding. Langs beide wegen (uitgifte van een nieuw schuldinstrument of wijziging van het oude schuldinstrument) kan hetzelfde eindresultaat worden bereikt. Conceptueel is een “wijziging” van de rechtsverhouding echter misleidend in de zin dat dit verhult wat er werkelijk gebeurt.

De regel dat voor de toepassing van een dwangakkoord als verhaalsinstrument geen instemming van de schuldenaar is vereist, geldt echter alleen in insolventie wanneer de schuldeisers collectief bevoegd zijn geworden om zich op het vermogen van de schuldenaar te verhalen.

Buiten insolventie is de situatie wezenlijk anders. De veronderstelling is dan dat de schuldenaar zijn verplichtingen stipt na komt. Schuldeisers zijn dan (nog) niet bevoegd zich op het vermogen van de schuldenaar te verhalen. Willen de schuldeisers in hun rechtsverhouding met de schuldenaar wijziging brengen, dan zullen zij dat niet kunnen doen door hun verhaalsrechten uit te oefenen en zich de beschikbare waarde in de vorm van een nieuwe of gewijzigde vermogenstitel te laten uitkeren. Zij zullen een wijziging in de rechtsverhouding met de schuldenaar dan slechts tot stand kunnen brengen door deze daadwerkelijk juridisch te wijzigen. Daarvoor zullen zij instemming van de schuldenaar wél nodig hebben.

Het voorgaande betekent dat voor het tot stand brengen van een akkoord buiten insolventie altijd instemming van de schuldenaar is vereist. Een derde kan slechts de bevoegdheid verkrijgen om een dwangakkoord aan te bieden dat zonder instemming van de schuldenaar tot stand is te brengen, indien de schuldenaar financieel in staat van insolventie of pre-insolventie verkeert en schuldeisers bevoegd zijn geworden of onvermijdelijk bevoegd zullen worden om hun verhaalsrechten uit te oefenen. Dit zal terugkeren in de uitwerking van de mogelijkheid van derden om een akkoord aan te bieden. Zie verder paragrafen 8.3 en 8.4.

3.6.2 Buiten insolventie unanieme instemming “out of the money” partijen nodig

De vervolgvraag is of een dwangakkoord buiten insolventie moet kunnen worden opgelegd aan tegenstemmende vermogensverschaffers die *out of the money* zijn (die ik hier gemakshalve ook wel junior crediteuren noem).

Mijns inziens moet deze vraag ontkennend worden beantwoord. Om dit nader toe te lichten, vergelijk ik hieronder weer de situatie binnen met de situatie buiten insolventie, te beginnen met de situatie binnen insolventie.

Binnen insolventie is de rechtvaardiging voor het met dwang kunnen binden van *out of the money* vermogensverschaffers aan een akkoord dat hen niets toekent, de omstandigheid dat het vereffeningmoment is aangebroken en de beschikbare waarde moet worden verdeeld onder hen die daarop aanspraak hebben. Het moment van vereffening is het moment waarop wordt gewaardeerd en afgerekend. De Amerikanen spreken beeldend van “*the day of reckoning*” waarbij “*all future possibilities collapse to a present value*”.²¹² Kunnen de inherente gevolgen van het vereffeningstekort niet aan de *out of the money* vermogensverschaffers worden opgelegd, dan vloeit er ten koste van de aanspraakgerechtigden waarde weg ten gunste van hen die daarop geen aanspraak hebben. Het akkoordstelsel kan dan zijn insolventietaak niet vervullen om de beschikbare waarde te verdelen overeenkomstig ieders recht.²¹³ Binnen insolventie vormt het afnemen van rechten aan hen die geen economische aanspraak hebben geen inbreuk, maar strekt dit er juist toe een inbreuk op de rechten van hen die nog wel een economische aanspraak hebben, te voorkomen.

Buiten insolventie bestaat deze rechtvaardiging niet. Buiten insolventie is de veronderstelling dat de schuldenaar al zijn verplichtingen na kan komen en is het vereffeningmoment niet in zicht.

Het is denkbaar dat de schuldenaar weliswaar balanstechisch insolvent is en dat de junior crediteuren bij verhaalsuitoefening op dat moment geen uitkering zouden ontvangen, maar dat de schuldenaar wel kasstroom solvent is en dat crediteuren

²¹² Zie o.a. D.G. Baird & D.S. Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 Yale L.J. (2006), p. 1937: “*The reorganization of an insolvent enterprise is the equivalent of a going-concern sale of the business to its creditors in exchange for their claims. (...) At the time [that the reorganization takes place, NT], the business must be valued for purposes of allocating interests in it among its new owners (the creditors). This valuation necessarily collapses all future possibilities to a present value.*”

²¹³ Zie ook paragraaf 4.1.

derhalve nog niet bevoegd zijn tot verhaal over te gaan.²¹⁴ De junior crediteuren hebben dan nog een kans dat het in de toekomst alsnog goed komt.

Indien de schuldenaar vervroegd een akkoord aanbiedt (dat aan *out of the money* vermogensverschaffers niets toekent) of instemt met een dergelijk akkoord dat een derde aanbiedt, zonder dat de schuldenaar kasstroom insolvent is en de crediteuren bevoegd zijn geworden tot verhaalsuitoefening over te gaan, zou dit de junior crediteuren kunnen raken. Zij verliezen dan de kans dat het tij in de toekomst alsnog ten goede keert. Dit geldt zowel bij een akkoord dat voorziet in verkoop aan een derde tegen betaling in contanten (liquidatie) als bij een akkoord dat voorziet in “overdracht” van de onderneming aan de crediteuren die tegen de waardering van dat moment wél aanspraak kunnen maken op een uitkering in één of andere vorm (die ik in deze paragraaf korthedshalve de senior crediteuren noem).

Met een regeling waarmee een dwangakkoord ook buiten insolventie tot stand is te brengen (dat wil zeggen zonder dat crediteuren collectief bevoegd zijn geworden tot verhaal over te gaan) kunnen junior vermogensverschaffers erop achteruit gaan. Voor een dergelijke regeling bestaat dan ook onvoldoende rechtvaardiging. Het zou niet mogelijk moeten zijn om tegen de wil van junior vermogensverschaffers het afrekenmoment te vervroegen en op basis van de waardering op dat vervroegde moment *out of the money* vermogensverschaffers uit te kapitaalstructuur te verwijderen. *Out of the money* crediteuren hebben nog een rechtens te respecteren kans *in the money* te geraken. Die kans mag, zolang deze nog realistisch is, hen niet tegen hun wil kunnen worden afgenomen.

De regel dat *out of the money* vermogensverschaffers buiten insolventie niet tegen hun wil aan een akkoord moet kunnen worden gebonden, zou niet alleen moeten gelden indien de betrokken *out of the money* klasse unaniem of bij meerderheid tegenstemt (wat in de regel het geval zal zijn) en binding moet plaatsvinden met toepassing van een gerechtelijke dwangbeslissing (*cram down*), maar ook indien de betrokken *out of the money* klasse bij meerderheid vóór zou stemmen en binding van de tegenstemmende minderheid in theorie zou kunnen plaatsvinden krachtens democratisch meerderheidsbesluit.²¹⁵ Buiten insolventie, in de situatie waarin de schuldenaar al zijn verplichtingen nog stipt kan nakomen en er geen bevoegdheid

²¹⁴ De meeste stelsels hanteren voor de toepassing van een collectieve verhaalsprocedure een *cash-flow test*. Het Nederlandse faillissementscriterium “opgehouden te betalen” is ook een *cash-flow test*.

²¹⁵ Zie over akkoordbesluitvorming en de wijze van binding van partijen hoofdstuk 4, in het bijzonder paragraaf 4.1.

tot vereffening bestaat, zie ik geen rechtvaardiging waarom een meerderheid de bestaande kansaanspraak²¹⁶ aan een minderheid zou moeten kunnen ontnemen.

3.6.3 *Buiten insolventie ook unanieme instemming “in the money” partijen nodig*

De volgende vraag is of een dwangakkoord buiten insolventie moet kunnen worden opgelegd aan tegenstemmende vermogensverschaffers die *in the money* zijn (die ik in deze paragraaf ook wel senior crediteuren noem).

Ik bespreek eerst de deelvraag of tegenstemmende senior crediteuren buiten insolventie zouden moeten kunnen worden gebonden bij democratisch meerderheidsbesluit.

Het probleem van de *anticommons* kan zich niet alleen binnen, maar ook buiten insolventie voordoen. Ook buiten insolventie is het denkbaar dat er een verzameling partijen bestaat met vergelijkbare rechten tegenover dezelfde contractspartij, dat een wijziging van de gemaakte afspraken objectief in ieders belang is en dat wijziging instemming behoeft van alle partijen waardoor individuele partijen *hold-out* posities kunnen innemen.²¹⁷

Een veelvoorkomend voorbeeld is een gesyndiceerde lening. Deze leningen worden binnen Europa doorgaans aangegaan onder de LMA (Loan Market Association) voorwaarden. Een aantal bepalingen uit die voorwaarden is te wijzigen bij meerderheidsbeslissing van de syndicaatsleden (“*majority lender consent*”). Wijziging van andere clausules behoeft echter instemming van alle partijen (“*all lender consent*”). Er kunnen zich situaties voordoen waarbij een wijziging die instemming van alle leden behoeft objectief in ieders belang is. Ieder syndicaatslid heeft dan een vetorecht dat hem in beginsel in staat stelt een *hold-out* positie in te nemen en voor zijn instemming een groter deel van het te realiseren voordeel te bedingen dan de rest. Dit levert precies hetzelfde *prisoners’ dilemma* op als bij de totstandbrenging van een akkoord op basis van unanimitieit in het kader van insolventie.

²¹⁶ Althans de mogelijkheid om de eventuele verwezenlijking van de kans op herstel af te wachten; zie in dit verband ook paragraaf 5.8.

²¹⁷ Zie ook hiervoor paragraaf 2.4.

In theorie zou men een systeem in het (privaat)recht kunnen invoeren dat de mogelijkheid geeft in iedere situatie (ook buiten insolventie) waarbij meerdere partijen vergelijkbare rechten hebben, de rechten van de partijen te wijzigen door middel van een meerderheidsbeslissing van de gelijkgerechtigde partijen. Voorbeelden van dergelijke systemen vormen de Engelse *scheme of arrangement* en de Engelse *company voluntary arrangement* (CVA). De *scheme of arrangement* en de CVA zijn wettelijke mechanismen die de mogelijkheid bieden rechten van crediteuren en aandeelhouders van een vennootschap te wijzigen door middel van meerderheidsbeslissing ook buiten de context van insolventie. In het hiervoor genoemde voorbeeld van de gesyndiceerde lening zou het met een Engelse *scheme of arrangement* ook buiten het kader van insolventie mogelijk zijn de voorwaarden van de lening te wijzigen door middel van een meerderheidsbesluit ook al hebben partijen uitdrukkelijk afgesproken dat de voorgenomen wijziging unanieme instemming behoeft.²¹⁸

Een wettelijk systeem dat het mogelijk maakt rechten van partijen op basis van meerderheidsbeslissing te wijzigen, vormt een inbreuk op het beginsel van contractsvrijheid en de verbindende kracht van een overeenkomst.²¹⁹ Een inbreuk op het beginsel van contractsvrijheid ontstaat omdat partijen worden beperkt in hun mogelijkheid om afspraken te maken die niet zonder hun instemming te veranderen zijn en tegenstemmers een nieuwe overeenkomst met ongewenste inhoud krijgen opgedrongen. Een inbreuk op de verbindende kracht van overeenkomsten ontstaat omdat gemaakte afspraken onder bepaalde omstandigheden niet in oorspronkelijke vorm te handhaven en af te dwingen zijn.

²¹⁸ Zie in dit verband ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 177. Zij bespreekt aldaar een relatief recente beslissing in hoger beroep inzake *Scottish Lion Insurance Co Ltd v. Goodrich Corp.* [2010] CSIH 6; 2010 SC 349. De rechter had in eerste aanleg geoordeeld dat in het kader van een *scheme* die werd aangeboden buiten insolventie een tegenstemmende minderheid niet zonder meer zou moeten kunnen worden gebonden bij meerderheidsbeslissing. De rechter in hoger beroep oordeelde echter anders en bevestigde dat voor de werking van een *scheme* onverschillig is of de onderneming solvent of insolvent is. De beslissing in hoger beroep is volgens Payne de juiste. Zij wijst er onder meer op dat solvente *creditor schemes* veelvuldig in de herverzekeringssector worden gebruikt om uitstaande of toekomstige claims groepsgewijs te schikken.

²¹⁹ Zie over de beginselen van contractenrecht o.a. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III, Kluwer, 2010, nrs 45 – 64, J.H. Nieuwenhuis, *Drie beginselen van contractenrecht*, diss. Leiden 1979, Deventer 1979; J.B.M. Vranken, *Over partijautonomie, contractsvrijheid, en de grondslag van gebondenheid in het verbintenissenrecht*, in: J.M. Barendrecht e.a. (red.), *Beginselen van contractenrecht*, (Nieskens-Ishordingbundel), Kluwer, 2000; C.E. du Perron, *Overeenkomst en derde*, diss. Amsterdam 1999, p. 9 – 34. Zie in dit verband ook F.M.J. Verstijlen, *Akkoord met het dwangakkoord? Over de verhouding tussen gedwongen schuldregeling van art. 287a Fw en het gerechtelijk (dwang)akkoord*, in: O.O. Cherednychenko, C.E.C. Jansen, A.R. Neerhof & F.M.J. Verstijlen (red.), *Het publieke van het privaatrecht: hoe de regulering van publieke belangen het privaatrecht beïnvloedt*, Boom Juridisch Uitgevers, 2010, p. 213.

Of het om een inbreuk op het ene of het andere beginsel gaat of een combinatie van beide, voor een inbreuk bestaat buiten insolventie onvoldoende rechtvaardiging.

Partijen zouden in het algemeen de mogelijkheid moeten hebben om afspraken te maken die niet te wijzigen zijn ook al wenst een meerderheid van partijen met vergelijkbare rechten de gemaakte afspraken later te wijzigen en is de gewenste wijziging objectief in het belang van alle partijen. Een individuele partij zou in beginsel het recht moeten behouden om subjectief te beoordelen wat in haar eigen belang is zonder zich te laten leiden door het belang van de groep of wat de rechter meent dat objectief in haar eigen belang is. Een partij moet zekerheid hebben dat "afpraak, afspraak is" zonder dat anderen daarmee kunnen interfereren. Het zou mijns inziens onwenselijk zijn indien een contractspartij er nimmer vanuit kan gaan dat haar rechten niet tegen haar wil bij meerderheidsbesluit te wijzigen zijn omdat er een wettelijk besluitvormingsmechanisme bestaat dat altijd nog door de gemaakte afspraken heen kan breken. Het leerstuk van misbruik van recht geeft voldoende mogelijkheid om buiten insolventie te corrigeren waar dat eventueel geboden is.

Een inbreuk op een individueel recht krachtens meerderheidsbeslissing is naar mijn mening uitsluitend gerechtvaardigd in geval van insolventie.

Buiten insolventie is de veronderstelling dat ieders rechten volledig zullen worden voldaan. Het enkele feit dat een meerderheid een voorkeur ontwikkelt voor iets anders dan waar zij recht op heeft, levert mijns inziens onvoldoende rechtvaardiging om wijziging te brengen in, en daarmee inbreuk te maken op de bestaande rechten van een minderheid die de voorgestelde afwijking niet wenst en haar bestaande rechten wenst te behouden. Binding van de minderheid doet dan afbreuk aan de effectueerbaarheid van bestaande rechten, terwijl voor de afwijking van de positie rechtens die de meerderheid wenst geen dwingende normatieve grondslag (titel of verplichting) bestaat.

Binnen insolventie is de situatie anders. Binnen insolventie is het uitgangspunt dat de bestaande rechten van partijen niet integraal in ongewijzigde vorm zullen kunnen worden voldaan. De rechtvaardiging voor het binden van een minderheid is dat het akkoord naar de opvatting van de meerderheid tot een betere realisatie van bestaande rechten leidt. Met andere woorden, in het kader van insolventie strekt binding bij meerderheidsbesluit in beginsel niet tot aantasting van de effectueerbaarheid van bestaande rechten, maar juist tot bevordering daarvan. De

verbeterde realisatie van bestaande rechten dient dan als normatieve grondslag voor de binding van de minderheid.

In geval van insolventie zijn individuele rechten van partijen vanwege het financiële onvermogen van de schuldenaar eenvoudigweg niet in ongewijzigde vorm te eerbiedigen. Hoewel nog steeds in zekere mate arbitrair, is dit naar mijn oordeel het punt waarop de balans omslaat. Er bestaat dan onvoldoende rechtvaardiging om de rechten van een individuele partij ongewijzigd in stand te laten, daar waar deze toch niet integraal in oorspronkelijke vorm zijn na te komen, terwijl dit het belang van de meerderheid zou kunnen schaden en vermoedelijk ook het belang van de individuele partij zelf. Een dwangakkoord in insolventie beoogt de oorspronkelijke economische aanspraken van crediteuren niet daadwerkelijk te wijzigen in de zin dat zij vóór de wijziging hun oorspronkelijk prestatie volledig en integraal zouden mogen verwachten te ontvangen, terwijl zij na de wijziging aanspraak hebben op minder of iets anders. Het dwangakkoord in insolventie vormt slechts het *resultaat van de uitoefening* van de oorspronkelijke ongewijzigde rechten, na volledige uitputting daarvan. Het verschil tussen de oorspronkelijke rechten en de nieuwe rechten onder het akkoord is de uiting van het feit dat de schuldenaar financieel niet in staat is zijn verplichtingen volledig of op tijd na te komen.²²⁰ Het dwangakkoord geeft crediteuren een mechanisme om hun oorspronkelijke rechten zo efficiënt mogelijk te effectueren en de pijn voor de crediteuren als groep zo veel mogelijk te verzachten.

Waar buiten insolventie de ene crediteur met de andere crediteur in beginsel niets te maken heeft, verandert dat in insolventie. In een *concurfus* kan het gedrag van de ene crediteur de positie van zijn medecrediteuren voorzienbaar beïnvloeden. De crediteuren komen hierdoor – in de woorden van Verstijlen -- in een bijzondere, door redelijkheid en billijkheid beheerste verhouding te staan waarin zij zich van elkaars belangen rekenschap moeten geven.²²¹ Het belang van collectief handelen wint dan aan gewicht ten opzichte van de vrijheid om individueel te handelen. Het dwarsliggen van een schuldeiser kan dan onder omstandigheden ten opzichte van medeschuldeisers onrechtmatig zijn.²²² Hartkamp en Sieburgh merken treffend over

²²⁰ Zie ook T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Solidariteit in het privaatrecht*, WPNR 2012 (6939), par. 7.

²²¹ F.M.J. Verstijlen, *De faillissementscurator*, diss. Tilburg, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, p. 69. Zie ook W. Snijders, *Concurfus creditorum en de verdelende rechtvaardigheid in het privaatrecht*, in: M.W. Hesselink, C.E. du Perron en A.F. Salomons, *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, Boom Juridische Uitgevers, 2003, p.278.

²²² Pres. Rb. Utrecht 25 november 1986, KG 1987, nr. 22 en Hof Amsterdam 9 april 1987, KG 1987, nr. 1043 (Muskens/Detam); Pres. Rb. Amsterdam 26 april 1990, toewijzend en Hof Amsterdam 7 maart 1991, KG 1991,

de contractsvrijheid op: “de rechten van de enkeling vinden hun grenzen in de gemeenschap en omgekeerd moet de gemeenschap de rechten van de enkeling ontzien.”²²³ Binnen insolventie geeft de eerste zinsnede mijns inziens de doorslag, buiten insolventie de tweede.

Waar er buiten insolventie onvoldoende rechtvaardiging bestaat om een tegenstemmende minderheid krachtens democratisch meerderheidsbesluit te binden, bestaat er buiten insolventie nog minder grond om een tegenstemmende meerderheid te binden krachtens rechterlijke beslissing.²²⁴

Binnen insolventie is de rechtvaardiging voor het krachtens rechterlijke beslissing binden van een tegenstemmende meerderheid van senior crediteuren dat dit andere groepen beter in staat stelt hun rechten te realiseren en de gevolgen van een tekort af te wenden of te verzachten (terwijl er adequate waarborgen bestaan die zekerstellen dat de senior crediteuren die bij meerderheid tegenstemmen ontvangen waar zij recht op hebben en niet slechter zijn dan zonder het akkoord). Het maken van een inbreuk op de rechten van, en het opleggen van dwang aan de meerderheid van de senior crediteuren dienen dan de verbeterde realisatie van de rechten van anderen (terwijl met adequate waarborgen de senior crediteuren redelijkerwijs kunnen worden geacht er niet op achteruit te gaan). Buiten insolventie ligt dit anders. Een tekort heeft zich dan niet gemanifesteerd. De veronderstelling is dat iedereen volledig wordt voldaan. Een rechtvaardiging voor het maken van een inbreuk op de rechten van en het opleggen van dwang aan een meerderheid van tegenstemmende (senior) crediteuren is er dan niet.

Intussen levert de opvatting dat het dwangakkoord slechts in het kader van insolventie, en niet daarbuiten, beschikbaar zou moeten zijn een volgend vereiste voor de toepassingen van een zelfstandig dwangakkoord op: de schuldenaar moet in financiële staat van insolventie verkeren. Zie ook paragrafen 8.4 en 8.9.4.1 hierna.

3.7 De financiële toestand van pre-insolventie (is gelijk te stellen aan insolventie)

nr. 161, afwijzend (Dil/Nationale Nederlanden); Pres. Rb. 's-Gravenhage, KG 1991, nr. 170 (Taat en de Regt / Van Welsen).

²²³ Asser/Hartkmap & Sieburgh 6-III, Kluwer, 2010, nr 57; zie in dit verband ook F.M.J. Verstijlen en R.D. Vriesendorp, De veelbelovende toekomst van het informele dwangakkoord?, NJB 1994/7.

²²⁴ Zie over akkoordbesluitvorming en de wijze van binding van partijen hoofdstuk 4, in het bijzonder paragraaf 4.1.

De eis dat voor de toepassing van een dwangakkoord in beginsel sprake moet zijn van insolventie roept de vraag op hoe zich dit verhoudt tot de wens om zo vroeg mogelijk in te kunnen grijpen om vermijdbare schade te voorkomen. Wat blijft er van “pre-insolventie” over?

Voor de toepassing van een dwangakkoord bestaat mijns inziens niet alleen voldoende rechtvaardiging in de situatie dat de schuldenaar daadwerkelijk niet meer in staat is zijn opeisbare schulden te voldoen (insolventie in strikte zin), maar ook in de situatie waarin te voorzien of te verwachten is dat de schuldenaar in de staat van insolventie (in strikte zin) zal komen te verkeren (pre-insolventie).

Pre-insolventie duid ik hier ook wel aan als insolventie in ruime zin. Waar ik zeg dat insolventie “te voorzien” of “te verwachten” is, bedoel ik dat er geen reële mogelijkheid meer bestaat om insolventie af te wenden en insolventie in die zin onvermijdelijk is. Waar ik spreek van “een kans op” insolventie, bestaat er nog wel een reële mogelijkheid om insolventie af te wenden en is er nog geen sprake van “pre-insolventie.”

Voorbeeld: een vennootschap heeft obligaties uitgegeven die zij integraal moet aflossen op de aflosdatum over zes maanden. Zij heeft onvoldoende eigen middelen voor de aflossing. De vennootschap zet breed in de markt een verzoek tot herfinanciering uit. Zolang marktpartijen het herfinancieringsverzoek serieus onderzoeken en er een reële kans bestaat dat de vennootschap haar obligatielening zal kunnen herfinancieren, is de toestand van pre-insolventie nog niet ingetreden. Drie maanden vóór de aflosdatum krijgt de vennootschap van de laatste partij die het herfinancieringsverzoek nog in behandeling heeft te horen dat het herfinancieringsverzoek definitief is afgewezen. Alle andere partijen bij wie de vennootschap het herfinancieringsverzoek had uitgezet, hebben het verzoek al in een eerder stadium definitief afgewezen. Na de laatste afwijzing heeft de vennootschap geen reële verwachting meer dat zij haar obligatieschuld tijdig zal kunnen aflossen. Vanaf dit moment verkeert de vennootschap in staat van pre-insolventie. Insolvent in strikte zin is de vennootschap nog niet. Tot aan de aflosdatum is zij nog in staat aan haar direct opeisbare verplichtingen te voldoen. Insolventie in strikte zin zit er echter onvermijdelijk aan te komen en is nog slechts een kwestie van afwachten.

Ik geef nog een voorbeeld ter illustratie. Een bouwonderneming zit in zwaar weer. Balanstechnisch is de onderneming insolvent. Zou de marktwaarde van de onderneming op *going concern* basis per vandaag worden bepaald, dan zouden junior schuldeisers en aandeelhouders *out of the money* zijn. De onderneming is echter nog niet kasstroom insolvent. De onderneming is nog in staat om aan al haar opeisbare verplichtingen te voldoen. Het is echter bepaald onzeker of de onderneming met het betalen van haar opeisbare verplichtingen op termijn zal kunnen voortgaan. De begroting laat zien dat er over enkele maanden een liquiditeitstekort zal optreden. De onderneming heeft ingeschreven op een aanbesteding voor een omvangrijk bouwcontract. Wordt het contract aan de onderneming gegund, dan zal de onderneming het begrote liquiditeitstekort kunnen overbruggen en bestaat de mogelijkheid dat de onderneming zich ook op de lange termijn herstelt. Gaat het contract echter aan de onderneming voorbij, dan bestaat er geen realistische kans meer insolventie af te wenden. De kans dat de onderneming het contract krijgt, wordt geschat op 50%.

Vóór het moment van gunning bestaat er ontegenzeggelijk de kans dat de onderneming in staat van insolventie zal geraken. Van “pre-insolventie” is dan echter nog geen sprake. *Out of the money* crediteuren hebben nog een realistische kans dat het contract aan de onderneming wordt gegund en dat het alsnog goed komt. Die kans kan niet zomaar aan hen worden ontnomen terwijl de onderneming nog aan al haar opeisbare verplichtingen kan voldoen en schuldeisers nog niet bevoegd zijn geworden tot executie over te gaan. Dit verandert echter indien het contract definitief aan een ander wordt gegund en er geen realistische kans meer bestaat insolventie af te wenden.

Bij de bepaling van het moment waarop de fase van pre-insolventie en de daaraan gekoppelde afrekenbevoegdheid intreden, komt voorts betekenis toe aan het moment waarop schuldeisers bevoegd worden de gevolgen van verzuim vervroegd in te roepen (vgl. artikel 6:80 BW). Naar huidig Nederlands recht is dit kort gezegd het moment waarop schuldeisers vanwege de financiële toestand van de schuldenaar “goede gronden” hebben te vrezen dat de schuldenaar in de nakoming zal tekortschieten (vgl. 6:80 lid 1 sub c BW). Indien schuldeisers de bevoegdheid hebben om de gevolgen van verzuim vervroegd in te roepen, daartoe serieus dreigen over te gaan en het gevolg daarvan zou zijn dat de schuldenaar niet meer in staat is aan zijn opeisbare verplichtingen te voldoen, zou dit de pre-insolventiefase kunnen doen intreden. Voor zover de staat van insolventie dan niet al daar is,

hebben de schuldeisers in ieder geval de bevoegdheid om de staat van insolventie te bewerkstelligen. In zoverre heeft ook het criterium “goede gronden” te vrezen dat de schuldenaar in de nakoming tekort zal schieten in de zin van artikel 6:80 lid 1 sub c BW (en de vergelijkbare criteria voor *anticipatory breach* naar het eventueel toepasselijke buitenlandse recht) relevantie voor het moment van intreding van de toestand van pre-insolventie.

Vanaf het moment dat insolventie te verwachten is, begint de onderneming doorgaans in rap tempo af te glijden. De bedrijfsvoering wordt ernstig belemmerd. De bank mag binnenkomende betalingen op onverpande vorderingen van de schuldenaar niet zonder meer met een negatief banksaldo verrekenen.²²⁵

Leveranciers, klanten en personeelsleden die lucht krijgen van het onvermijdelijke beginnen om zich heen te kijken en uitwijkmogelijkheden te zoeken.

Contractspartijen kunnen zich in principe van de onzekerheidsexceptie van artikel 6:263 BW bedienen en opschortingsrechten inroepen. Het risico van Beklamel-aansprakelijkheid ligt op de loer. Paulianarisco's komen om de hoek kijken. Het risico van aansprakelijkheid wegens selectieve betaling begint te leven.²²⁶ Er ontstaat concrete aanleiding om (conservatoir) beslag te leggen. Wellicht is nog het belangrijkste dat vanaf het moment dat insolventie te verwachten is, crediteuren hun vorderingen op grond van het te verwachten verzuim (*anticipatory breach*) vervroegd kunnen opeisen.²²⁷ Zij worden daarmee bevoegd hun verhaalsrechten (vervroegd) uit te oefenen. Dit geeft het startschot voor de crediteurenwedloop die het *common pool* probleem oplevert.

De schuldeisers komen in dit stadium in een bijzondere, door de redelijkheid en billijkheid beheerste rechtsverhouding te staan en moeten zich in zekere mate

²²⁵ Vgl. ook het criterium voor (het ontbreken van) goede trouw in de zin van art. 54 Fw; zie o.a. HR 30 januari 1953, NJ 1953, 578 (Doyer en Kalff / Bouman q.q.).

²²⁶ Althans bij betalingen die niet nodig zijn voor de bedrijfsvoortzetting en “de boedel” niet per saldo tot voordeel strekken. Zie verder o.a. J.B. Huizink, Bestuursaansprakelijkheid bij zwaar weer, TvI 2002, p. 167 e.v.; C. Rijckenberg, Selectieve betalingen tijdens de verdachte periode voor faillissement, in: N.E.D. Faber e.a. (red.), De bewindvoerder een octopus, Serie Onderneming & Recht, deel 44, Kluwer, 2008; F.M.J. Verstijlen, De aansprakelijkheid voor de selectieve voldoening aan schuldeisers, WPNR 1999/6355; W.J.M. van Aniel, De Peeters/Gatzen-vordering, in: W.M.J. van Aniel en F.M.J. Verstijlen, Materieel faillissementsrecht: de Peeters/Gatzen-vordering en de overeenkomst binnen faillissement (preadvies Vereniging van Burgerlijk Recht), Kluwer 2006, p. 41-42 en de aldaar besproken rechtspraak. Zie over de veranderende verhoudingen bij een naderend faillissement ook F.M.J. Verstijlen, De faillissementscurator, diss. Tilburg, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, p. 67 e.v.

²²⁷ Vgl. onder Nederlands recht artikel 6:80 BW; zie ook art. 6:82 lid 2 en 6:83 onder (c) BW.

richten naar elkaars belangen.²²⁸ Zij worden enerzijds bevoegd om hun individuele verhaalsrechten uit te oefenen en hebben er ook belang bij dat zo spoedig mogelijk te doen. Tegelijkertijd mogen zij niet betaling verwachten of op betaling aandringen zonder zich van de belangen van hun medeschuldeisers rekenschap te geven. Met dit spanningsveld is de opmaat naar een collectieve procedure gegeven.

Zodra duidelijk is dat insolventie (in strikte zin) onvermijdelijk is, is het in het belang van de crediteuren als geheel om zo vroeg mogelijk in te grijpen. In de benadering van de *creditors' bargain* theorie valt aan te nemen dat crediteuren in een *ex ante* positie voor een systeem zouden kiezen dat de mogelijkheid geeft om op een collectieve procedure over te schakelen vanaf het eerste moment dat duidelijk is dat een insolventie (in strikte zin) te verwachten is, en niet pas op het moment dat de insolventie (in strikte zin) daadwerkelijk daar is en er vaak niets meer of minder te redden valt.²²⁹

Bij het toetsen van de rechtvaardigingsgrond voor het vroegtijdige optreden moet men bij de hypothetische *bargain* ook de positie van de schuldenaar (bij een vennootschap lees: en de aandeelhouder) betrekken.²³⁰ Bij slechts een kans op insolventie is immers denkbaar dat nog niet iedereen bevoegd is geworden om zijn verhaalsrecht (vervroegd) uit te oefenen en dat ook niet zal worden. De toepassing van een collectieve procedure confronteert de schuldenaar dan met de uitoefening van verhaalsrechten in een ruimere omvang dan anders het geval zou zijn geweest. Het is dan nog te vroeg om een collectieve procedure te starten. Indien de schuldenaar zich echter in de staat van pre-insolventie bevindt, raakt dit de schuldenaar niet materieel omdat collectieve verhaalsuitoefening naar verwachting dan toch al staat te gebeuren en de kans op herstel niet meer reëel is. De schuldenaar heeft er dan geen redelijk belang bij collectieve verhaalsuitoefening langer uit te stellen. Integendeel, hij heeft bij een vroegtijdige ingreep die onnodige schade kan voorkomen en de opbrengst kan vergroten evenzeer belang.

²²⁸ F.M.J. Verstijlen, De faillissementscurator, diss. Tilburg, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, p. 69 en W. Sniijders, Concursus creditorum en de verdelende rechtvaardigheid in het privaatrecht, in: M.W. Hesselink, C.E. du Perron en A.F. Salomons, Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit, Boom Juridische Uitgevers, 2003, p.278.

²²⁹ De Europese Commissie hanteert een nog ruimer criterium met haar aanbeveling dat een "preventief herstructureringsstelsel" beschikbaar zou moeten zijn "zodra het duidelijk wordt dat er kans op insolventie bestaat." Zie Europese Commissie, Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final, paragraaf 6 onder (a). Ik zou denken dat er altijd wel "een kans" op insolventie bestaat.

²³⁰ Zie paragraaf 2.6.2 hierboven.

Kortom, pre-insolventie is aan insolventie gelijk te stellen, althans voor wat betreft de rechtvaardiging voor de inzet van een collectieve procedure.

4. Akkoordbesluitvorming: een democratisch én een judicieel element

4.1 Het insolventie-akkoord: een democratisch én een judicieel element

In uitgekledede vorm kan men een akkoord beschouwen als niet meer dan een beslissysteem (*governance model*). Een stemming vindt plaats. Een meerderheid kan een minderheid binden. Eventueel moet een rechter eerst nog bevestigen dat de meerderheidsbeslissing op deugdelijke wijze tot stand is gekomen voordat deze meerderheidsbeslissing bindende werking verkrijgt in de zin dat de tegenstemmende minderheid daaraan is gebonden.

In deze meest eenvoudige vorm is een akkoord een zuiver democratisch besluitvormingsmechanisme: de rechtssubjecten beslissen (bij meerderheid) zelf over het voorliggende onderwerp.

Het democratische beslissysteem van een akkoord is niet per definitie voorbehouden aan situaties waarin de schuldenaar insolventie is. Een akkoordstelsel zou, in principe, kunnen worden gebruikt om over allerlei onderwerpen een beslissing te nemen die met insolventie niets van doen hebben. De Engelse *scheme of arrangement*, die ook toepassing vindt buiten het kader van insolventie, vormt een voorbeeld van zo'n akkoordstelsel.²³¹

Een akkoord in zuiver democratische vorm is op zichzelf niet goed bruikbaar als insolventierechtelijk instrument. Om specifiek als insolventierechtelijk instrument effectief dienst te kunnen doen, moet het akkoord in zuiver democratische vorm worden aangevuld met niet-democratische elementen, in het bijzonder rechterlijke dwang. Het besluitvormingsmodel van een insolventie-akkoord verkrijgt daarmee een gemengd democratisch-judicieel karakter. In het *governance* model komt dan niet alleen zeggenschap toe aan de rechtssubjecten zelf, maar heeft ook de rechter in de besluitvorming een prominente plaats.

²³¹ Hiervoor in paragraaf 3.6 heb ik betoogd dat er onvoldoende rechtvaardiging bestaat om een akkoord (in het bijzonder het element van onvrijwillige binding aan meerderheidsbesluitvorming) toe te passen buiten het kader van insolventie of pre-insolventie.

De noodzaak van rechterlijke besluitvorming wordt misschien wel het meest duidelijk bij de belangrijke vaststelling wie wel en wie geen aanspraak op enige waarde heeft in het kader van een herstructurering. Deze vaststelling kan niet democratisch, maar kan uitsluitend gerechtelijk plaatsvinden. Ik licht dit hieronder nader toe.

Crediteuren die geen economisch belang meer hebben en om die reden niets onder het akkoord ontvangen, zullen in de regel altijd tegen het akkoordvoorstel stemmen, ook al doet het akkoord recht aan de onderliggende posities. *Out of the money* crediteuren zullen zelden geneigd zijn hun positie objectief te beoordelen en vrijwillig te erkennen dat zij geen economisch belang meer hebben. Aan een beslissing tot verwerping van een akkoord van de crediteuren die geen economisch belang meer hebben (*out of the money* zijn) valt dan ook geen bindende betekenis te hechten.

Aan de opvatting van *in the money* crediteuren, die met het oog op hun eigen belang menen dat anderen *out of the money* zijn, valt echter evenmin bindende betekenis toe te kennen.²³²

De vaststelling wie wel en wie niet *in the money* is, valt niet bij democratisch besluit te bepalen. Hooguit kunnen de crediteuren die geen economisch belang meer hebben bij democratisch besluit zelf erkennen dat zij *out of the money* en tot niets gerechtigd zijn. Dit zal zich niet vaak voordoen.

Daarom moet er in de regel een rechterlijke beslissing aan te pas komen om vast te stellen wie wel en wie geen economisch belang meer heeft. De vaststelling van de omvang van de totaal te verdelen waarde en daarmee wie nog een aanspraak op die waarde heeft en wie niet ("*where the value breaks*") vormt, zou men wellicht kunnen zeggen, de "onteigeningsbeslissing". Vanwege de ingrijpende aard van de waarderingsbeslissing en het feit de crediteuren de waardering niet bij democratisch besluit zelf kunnen vaststellen, vereist deze een inhoudelijke rechterlijke beoordeling ten gronde in een procedure die met adequate waarborgen is omkleed. De waarderingsbeslissing vormt een belangrijk judicieel element van een insolventieakkoordregeling.

In insolventie zal er in de meeste gevallen wel een groep bestaan die de gevolgen ondervindt van het waardetekort dat zich bij insolventie manifesteert en die dit niet

²³² Zie ook paragraaf 4.3.6 hierna.

vrijwillig accepteert. Bij een vereffeningsverkoop in het kader van liquidatie blijft deze groep doorgaans met onverhaalbare rechten in de oude vennootschap achter. Het is dan de vereffeningsverkoop die onvoldoende oplevert om iedereen te kunnen voldoen die de groep die *out of the money* is, dwingt om zijn verlies te nemen. De beslissing van de curator om te verkopen tegen een prijs die lager ligt dan de totale schuld vormt dan in wezen de *cram down* beslissing. Bij een herstructurering binnen dezelfde vennootschap is een beslissing van een rechter nodig om de groep die *out of the money* is (als eerste de groep van aandeelhouders) juridisch te dwingen zijn verlies te nemen. Dit verlies vloeit voort uit het tekort. De rechterlijke beslissing is alleen nodig om de getroffen vermogensverschaffers te dwingen de gevolgen van het tekort onder ogen te zien.

Zonder de rechterlijke bevoegdheid *out of the money* vermogensverschaffers te dwingen afscheid van hun oude rechten te nemen, kan een akkoordregeling niet effectief als insolventierechtelijk instrument dienst doen. In het bijzonder is de akkoordregeling dan niet in staat om te waarborgen dat de beschikbare waarde wordt verdeeld overeenkomstig ieders recht. Waarde kan dan ten koste van de aanspraakgerechtigden wegvloeien naar partijen die op grond van hun rang niet tot enige waarde gerechtigd zijn.

Kortom: het is de rechter, niet de crediteuren, die bepaalt wie nog een aanspraak op enige waarde heeft en wie niet. De *out of the money* crediteuren hebben geen blokkerende zeggenschap. Het democratische element van de besluitvorming ziet in hoofdzaak op de positie van de *in the money* crediteuren. De *in the money* crediteuren beslissen bij meerderheid hoe zij de beschikbare waarde wensen aan te wenden, bijvoorbeeld deze geheel of gedeeltelijk in geld om te zetten (liquideren) of in natura aan zichzelf te laten uitkeren (herstructureren).

Behalve met de rechterlijke bevoegdheid om tegenstemmende *out of money* crediteuren te binden, kan het akkoord met verdere (judiciële) elementen worden aangevuld om het als insolventierechtelijk instrument te versterken. Elementen die een akkoordregeling een typisch insolventierechtelijk karakter geven, zijn onder meer:

- i) de onderwerpen die onderworpen zijn aan meerderheidsbesluitvorming, te weten het realiseren en verdelen van de waarde die de schuldenaar beschikbaar heeft (verhaal);

- ii) de mogelijkheid om de schuldenaar te binden zonder diens instemming (het gedwongen karakter van verhaalsexecutie),²³³
- iii) de rechterlijke bevoegdheid een tegenstemmende klasse van *out of the money* vermogensverschaffers te binden aan een akkoord dat aan de leden van die klasse niets toekent (de manifestatie van een waardetekort); en
- iv) aanpalende voorzieningen zoals een schorsing of een afkondiging van een moratorium (het voorkomen van een wedloop op de activa bij een dreigend tekort) en een voorziening om lopende contracten te beëindigen teneinde de gelijkheid van gelijk geplaatste (concurrente) crediteuren te waarborgen.

Het zijn deze typisch insolventierechtelijke elementen die aan een akkoord in zuiver democratische vorm moeten worden toegevoegd om het akkoord als insolventierechtelijk instrument goed dienst te kunnen laten doen die het akkoord doen uitgroeien van louter een democratisch beslissysteem tot een volwaardige of bijna volwaardige insolventieprocedure met dominant aanwezige judiciële elementen.

4.2 Voordelen van democratische besluitvorming

4.2.1 *Draagvlak en zelfbeschikkingsmacht*

Een democratisch systeem is niet zonder nadelen. Democratische besluitvorming is doorgaans weinig doortastend, traag en de vereiste raadpleging van crediteuren en verspreiding van bedrijfsgevoelige informatie kan schadelijke effecten hebben.

Een democratisch systeem heeft echter ook voordelen. Twee voor de hand liggende voordelen zijn natuurlijk het draagvlak dat een democratisch genomen besluit met zich brengt en de zelfbeschikkingsmacht die het de crediteuren geeft. Over de onderwerpen waarover de crediteuren zelf democratisch hebben besloten, is een inhoudelijk oordeel van de rechter in beginsel niet meer nodig, waarvoor de betrokkenheid van de rechter beperkt kan blijven tot procedurele aspecten, te weten een toets of het meerderheidsbesluit op deugdelijke wijze tot stand is gekomen.

4.2.2 *Democratisch systeem maakt herstructurering mogelijk*

²³³ Zie ook hierna paragraaf 3.6.1.

Een derde, en het mijns inziens voornaamste voordeel van een democratisch systeem is dat het de mogelijkheid biedt om de beschikbare waarde uit te keren in een andere vorm dan in contanten. Met andere woorden, een democratisch systeem biedt de mogelijkheid om te herstructureren (in plaats van te liquideren).

Indien voor de onderneming vanwege omstandigheden (een illiquide markt of gebrek aan tijd) geen goede prijs kan worden verkregen bij een verkoop aan een derde tegen betaling in contanten, kan het voor de crediteuren gunstiger zijn om de waarde aan zichzelf uit te laten keren in een vorm anders dan in contanten (een doorgerolde lening, nieuwe schuldinstrumenten, aandelen, etc.).²³⁴ Wordt de waarde beschikbaar gesteld in een vorm anders dan in contanten, dan komt dat neer op een beslissing tot herinvestering of doorfinanciering (in een andere dan oorspronkelijke vorm).

Een verplichting tot herinvestering of doorfinanciering is ingrijpend. Het recht om tot liquidatie over te kunnen gaan, zou niet eenvoudig opzij moeten kunnen worden gezet.²³⁵ Dat zou in beginsel uitsluitend moeten kunnen op basis van een democratisch besluit van de belanghebbende crediteuren zelf, niet op basis van een eenzijdige beslissing van de rechter. Zie over het fundamentele verschil tussen een uitkering in contanten en een uitkering anders dan in contanten paragraaf 2.6.6 hierboven.

Voor kredietverstrekkers is van belang dat zij bindende afspraken kunnen maken over de modaliteiten van de te verstrekken financiering en dat die afspraken standhouden. Een belangrijke afspraak is die over de duur van de investering. De risico's van de investering en de bedongen rentevergoeding zijn onder meer van de duur afhankelijk. De aflooptermijn van de investering kan ook voor de liquiditeitspositie van de financier van belang zijn. Kunnen kredietverstrekkers al te gemakkelijk en tegen hun (meerderheids)wens worden gedwongen langer te financieren of te financieren tegen andere voorwaarden dan afgesproken, dan beperkt dat de controle die financiers hebben over de modaliteiten van de te verstrekken financiering en heeft dit, naast de hiervoor in paragrafen 2.6.4 – 2.6.6

²³⁴ Een financiële herstructurering is feitelijk niets anders dan een *going-concern* verkoop van de onderneming aan de crediteuren, waarbij de waarde van de onderneming door middel van verschillende financiële instrumenten onderling wordt verdeeld. Vgl. onder meer D.G. Baird & D.S. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 Yale L.J. (2006), p. 1937. Zie ook paragrafen 2.5 en 3.5 hiervoor.

²³⁵ Zie ook paragrafen 2.6.4 – 2.6.6, 3.4.4 – 3.4.7.1, 6.16.7 en 8.9.6 – 8.9.7.

en 3.4.4 – 3.4.5 besproken fundamentele bezwaren, ook een negatieve invloed op de beschikbaarheid en de kosten van krediet.²³⁶

Bij herstructurerings leeft vaak de veronderstelling dat liquideren de slechtst denkbare optie is en dat men beter kan doorfinancieren. Dit is echter lang niet altijd het geval. De beslissing tussen liquideren of doorfinancieren kan vaak worden gezien als de keuze tussen “minder met zekerheid nu” versus “een kans op méér later”. Er zijn allerlei redenen waarom een financier voorkeur kan geven aan “minder met zekerheid nu”, zoals zijn eigen liquiditeitsbehoefte of de eigen analyse dat het eventuele opwaartse potentieel niet opweegt tegen de daar tegenoverstaande kosten (kapitaalbeslag) en risico's. Een kans op méér later brengt ook een risico op minder later met zich (liever één vogel in de hand dan tien in de lucht). De beslissing om door te financieren is niet triviaal. Het is een materiële herinvesteringsbeslissing waar bancaire en andere financiële overwegingen aan ten grondslag liggen. Deze beslissing hoort nadrukkelijk thuis bij de crediteuren/financiers zelf (die bij meerderheidsbesluit hierover zouden moeten kunnen beslissen), niet bij de rechter of een curator (onafhankelijk van de wil van de meerderheid van de crediteuren).

Een democratisch beslismodel is dan ook vooral nodig om de beschikbare waarde uit te kunnen keren in een vorm anders dan contanten en een minderheid van dissidente senior crediteuren²³⁷ te kunnen dwingen om hun aanspraak bij liquidatie te herinvesteren en door te financieren (herstructureren). Indien de beschikbare waarde liquide wordt gemaakt en uitgekeerd in contanten (liquideren), is een democratisch beslismodel niet *per se* nodig en vaak zelfs inefficiënt.²³⁸

Kortom, bij een verkoop aan een derde is crediteurenraadpleging in beginsel niet nodig en verdient een autocratisch governance model veelal de voorkeur.²³⁹ Bij een voorgenomen “verkoop” aan de crediteuren zelf is crediteurenraadpleging wel nodig.

²³⁶ Zie in dit verband ook O. Couwenberg, Reorganisatie-obstakels in faillissement, Ondernemingsrecht 2004/223 die als uitgangspunt formuleert dat een reorganisatieregeling geen negatieve invloed op de kosten of de beschikbaarheid van krediet zou moeten hebben. Zie ook S. Paterson, Rethinking the Role of the Law of Corporate Distress in the Twenty-First Century, LSE Law, Society and Economy Working Papers 27/2014, p. 16: “All stakeholders will contract to have the right to withdraw their investment if they consider that it is applied wastefully, and the law should support this exit right because it wishes capital to be employed for the highest and best use in the economy. If stakeholders have decided that their capital is best employed elsewhere, the law should support the reallocation.”

²³⁷ Met senior crediteuren bedoel ik hier crediteuren die bij liquidatie aanspraak kunnen maken op een uitkering in contanten.

²³⁸ Zie ook paragraaf 2.7 hiervoor.

²³⁹ Zie ook paragraaf 2.7 hiervoor.

Vooraf senior crediteuren moeten dan beslissen of zij hun aanspraak op contanten bij liquidatie in de onderneming wensen te herinvesteren.

4.2.3 *“Deal certainty” door overeenkomst met vereiste meerderheid*

Een verder voordeel van een democratisch systeem is dat het een zekere mate van transactiezekerheid (*deal certainty*) kan geven. Het belang van *deal certainty* moet niet worden onderschat. Het is vaak de belangrijkste overweging bij het kiezen van een herstructureringsroute (en de jurisdictie daarvoor). Is een herstructurering afhankelijk van een inhoudelijke rechterlijke beslissing, dan bestaat er geen *deal certainty* vooraf. De rechter kan niet vooraf worden aangezocht om uitsluitel over de uitkomst van de gevraagde beslissing te verkrijgen. Bij grote belangen kan men zich niet het risico veroorloven dat de rechter een onverwachte beslissing neemt en de onderneming in een ongecontroleerde vrije val terechtkomt. De onzekerheid die inherent is aan iedere rechterlijke beslissing, probeert men daarom zoveel mogelijk te voorkomen. In een democratisch systeem ligt de inhoudelijke beslissing op onderdelen niet bij de rechter maar bij de crediteuren. Door vooraf met de vereiste meerderheid van de crediteuren tot overeenstemming te komen, kan men een belangrijke mate van zekerheid over het welslagen van de transactie verkrijgen. Dit maakt meteen duidelijk waarom het van belang is dat de rechter de meerderheidsbeslissing van de crediteuren in beginsel respecteert en deze slechts marginaal toetst aan de hand van limitatieve helder omschreven criteria. Indien de rechter aan open normen kan toetsen en de beslissing van de crediteuren eenvoudig terzijde kan stellen, is de gewenste transactiezekerheid ver te zoeken.

4.2.4 *Andere genoemde voordelen*

Een ander praktisch voordeel dat een akkoord wordt toegedicht is dat, anders dan bij een activatransactie, contracten, vergunningen en andere rechten die zich niet (eenvoudig) laten overdragen, niet hoeven te worden overgedragen.²⁴⁰ Dit voordeel houdt echter niet zozeer verband met een democratisch beslismodel. Het houdt vooral verband met het feit dat de herstructurering binnen dezelfde vennootschap plaatsvindt. Een herstructurering zou in theorie ook door middel van een andere techniek (dan door middel van een akkoord) in dezelfde vennootschap kunnen plaatsvinden, bijvoorbeeld door middel van faillissementsafsplitsing, zonder

²⁴⁰ Zie bijvoorbeeld R.J. van Galen, De surseance als echte reorganisatieprocedure, TvI 2015/23.

democratisch beslismodel.²⁴¹ Niet zelden voorzien akkoorden in een overdracht van de activa aan een nieuwe entiteit. Dan speelt dit voordeel niet.

Van Galen wijst verder nog op het voordeel dat een akkoord, waarbij in klassen wordt gestemd, de mogelijkheid geeft om bij de verdeling in zekere mate af te wijken van de wettelijke rangorde.²⁴²

Madaus lijkt te verdedigen dat een democratisch besluitvormingsproces zelfs tot de beste beslissing zou leiden onder verwijzing naar recente theorieën uit de psychologie bekend onder de noemer the “*wisdom of crowds*.”²⁴³

4.3 Democratische besluitvorming bij een akkoord: het stemmen in klassen

4.3.1 *De ratio van het stemmen in klassen*

Indien het akkoord partijen met een verschillende positie beoogt te binden, is het nodig om deze partijen in klassen te laten stemmen teneinde de stemuitslag de betekenis en de legitimatie te geven om een tegenstemmende minderheid te binden.²⁴⁴

Indien de meerderheid van een groep personen die in dezelfde juridische positie verkeren en dezelfde behandeling onder het akkoord ontvangen, vóór stemt, vormt dat een relevante aanwijzing dat het niet onredelijk is om dezelfde behandeling op te leggen aan een tegenstemmende minderheid die in dezelfde juridische positie verkeert en dezelfde behandeling onder het akkoord ontvangt.

Een stemming binnen een groep personen die in een verschillende juridische positie verkeren, heeft geen democratische betekenis en dus ook geen bindend gezag. De stem van een persoon met de ene positie zegt niets over de redelijkheid van de

²⁴¹ H. Koster, Herstructurering bij insolventie: naar de pre-pack plus!, TvI 2013/7.

²⁴² R.J. van Galen, De surseance als echte reorganisatieprocedure, TvI 2015/23; zie ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 282 en B.A. Markell, Clueless on Classification: Toward Removing Artificial Limits on Chapter 11 Claim Classification, Bankr.Dev.J. 1995, Vol. 11, p. 16. Zie in dit verband ook paragrafen 4.3.1, 6.8, 8.5, 8.9.2 en 8.9.6.2 hierna.

²⁴³ S. Madaus, Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans, NACIIL Reports 2012, p. 22 – 23 onder verwijzing naar James Surowiecki, The Wisdom of Crowds, Why Many Are Smarter than Few (2004) en Stefan M. Herzog/Ralph Hertwig, The Wisdom of Many in One Mind, 20 Psychological Science 231 (2009): “The Wisdom of Many”.

²⁴⁴ Zie in dit verband ook F.M.J. Verstijlen, Het insolventieakkoord, in: J.A. van de Hel, M.C.A. van den Nieuwenhuijzen, & J.H. Verdonschot (red.), Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd, Ars Aequi, 2008, p. 135 e.v.

behandeling van een persoon met een andere positie. Voorbeeld: er zijn 3 volledig geseceerde crediteuren en 7 concurrente crediteuren. Alle crediteuren krijgen onder het akkoord 50% van hun vordering aangeboden. De 7 concurrente crediteuren stemmen vóór. De 3 geseceerde crediteuren stemmen tegen. Het feit dat de 7 concurrente crediteuren vóór hebben gestemd zegt niets over de redelijkheid van de behandeling van de 3 geseceerde crediteuren die in een juridisch andere positie verkeren, en vormt dan ook geen legitimatie om de 3 geseceerde crediteuren te binden.

Een stemming binnen een groep personen die weliswaar in dezelfde juridische verkeren maar een verschillende behandeling onder het akkoord genieten, heeft evenmin democratisch gezag. De stem van een persoon die de ene behandeling geniet, zegt niets over de redelijkheid van een verschillende behandeling die aan een ander toevalt. Voorbeeld. Er zijn 10 concurrente crediteuren. 7 krijgen onder het akkoord 90% van hun vordering aangeboden en stemmen vóór. 3 krijgen slechts 40% van hun vordering aangeboden en stemmen tegen. Het feit dat de meerderheid van 7 die 90% krijgt aangeboden vóór heeft gestemd zegt niets over de redelijkheid van de behandeling van de minderheid van 3 die slechts 40% krijgt aangeboden en mist dan ook het gezag om die minderheid van 3 te binden.

Kortom: om de stemuitslag de betekenis en het democratische gezag te geven om een minderheid te binden, mogen de klassen uitsluitend bestaan uit partijen die i) in een vergelijkbare juridische positie verkeren, én ii) een vergelijkbare behandeling onder het akkoord genieten.

Het stemmen in klassen maakt het mogelijk om crediteuren met een vergelijkbare juridische positie verschillend te behandelen. Men moet dan de crediteuren die dezelfde juridische positie hebben, maar verschillend onder het akkoord worden behandeld, in aparte klassen onderbrengen zodat alle crediteuren (met een vergelijkbare juridische positie) binnen een klasse dezelfde behandeling onder het akkoord ontvangen. De klasse die de minder gunstige behandeling ontvangt, kan door bij meerderheid vóór te stemmen aangeven dat de behandeling die het akkoord haar toekent onder de gegeven omstandigheden niet onredelijk is en daarmee een dissidente minderheid binnen die klasse binden. Stemt men in één klasse, dan kan de deelgroep die de minder gunstige behandeling ontvangt zich niet separaat over het akkoord uitlaten. Een meerderheid die de voorkeursbehandeling ontvangt zou dan de minderheid die de minder gunstige behandeling ontvangt,

kunnen wegstemmen. Het is naar huidig recht dan ook bepaald niet vanzelfsprekend dat een verschillende behandeling van crediteuren tot op zekere hoogte toelaatbaar wordt geacht, terwijl er niet in verschillende klassen wordt gestemd.²⁴⁵

Indien de klassen op juiste wijze zijn samengesteld, zal van minderheidsonderdrukking (*“minority oppression”*) in principe geen sprake kunnen zijn. Beschouw bijvoorbeeld een geval waarin er één klasse is gevormd. Het akkoord kent alle waarde toe aan 70% van de crediteuren. De overige 30% van de crediteuren ontvangt onder het akkoord niets. In zo'n geval zou de meerderheid van 70% zich door vóór te stemmen kunnen bevoordelen ten koste van de minderheid van 30% (en de minderheid op die manier kunnen “onderdrukken”). Omdat het akkoord deze twee groepen echter verschillend behandelt, moeten de twee groepen in verschillende klassen worden ondergebracht. De kleinere groep die niets ontvangt zal dan als eigen zelfstandige klasse tegen kunnen stemmen en het akkoord op die manier kunnen tegenhouden. Zie ook paragrafen 4.3.6, 4.3.7 en paragraaf 8.8 hierna.

Men houde voor ogen dat gelijk geplaatste vermogensverschaffers (dat wil zeggen vermogensverschaffers die vergelijkbare bestaande rechten hebben en die onder het akkoord op vergelijkbare wijze worden behandeld) in dezelfde klasse *kunnen* worden plaatst, maar niet noodzakelijkerwijs in dezelfde klasse *hoeven* te worden geplaatst. Een groep gelijk geplaatste vermogensverschaffers kan in principe ook in meerdere kleinere klassen van gelijk geplaatste vermogensverschaffers worden opgedeeld. Ik licht dit toe.

Een akkoord kan slechts langs democratische weg tot stand komen zonder inhoudelijke rechterlijke inmenging, indien iedere klasse bij meerderheid (dus de meerderheid binnen iedere klasse) voor stemt.²⁴⁶ Hoe kleiner het aantal en hoe groter de omvang van de klassen, hoe geringer de vereiste instemming onder alle stemgerechtigden om het akkoord als (door iedere klasse) aangenomen te

²⁴⁵ Zie bijv. Hof Amsterdam 5 november 2005, JOR 2005/51 (Mendel q.q. / ABN AMRO), Rb. Utrecht 9 augustus 1989, NJ 1990/399 (Breevast) en Hof Arnhem-Leeuwarden, 21 juli 2015 (Spyker) JOR 2015/317 m.nt. Tollenaar; zie ook kritisch B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispén, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in: “Overeenkomsten en insolventie”, N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt (red.), Kluwer, 2012, p. 319.

²⁴⁶ Zie ook paragrafen 4.3.6 en 4.3.7 hierna.

beschouwen.²⁴⁷ Omgekeerd, hoe groter het aantal en hoe kleiner de omvang van de klassen, hoe groter de vereiste instemming onder de stemgerechtigden als geheel. Maakt men het aantal klassen zo groot en de omvang van iedere klasse zo klein, dat iedere klasse slechts één stemgerechtigde bevat, dan is men terug bij de unanimiteitseis. Daar is niets mis mee, zij het dat unanimiteit niet altijd zal zijn te behalen.

De aanbieder van een akkoord kan de minimaal vereiste instemming onder alle stemgerechtigden verlagen door de klassen zo groot mogelijk te maken. Hij mag daarin echter niet verder gaan dan tot het punt waarop alle gelijk geplaatste vermogensverschaffers bij elkaar in dezelfde klassen zijn gegroepeerd. De klassen mogen niet zo groot worden gemaakt dat zij verschillend geplaatste vermogensverschaffers omvatten. Er bestaat echter niets op tegen dat de aanbieder van een akkoord om hem moverende redenen een gelijk geplaatste groep in meerdere kleinere klassen onderverdeelt en daarmee een hogere mate van instemming in totaliteit verlangt dan minimaal vereist.

Een aanbieder van een akkoord kan er belang bij hebben om een groep stemgerechtigden op te splitsen in twee of meer kleinere klassen bijvoorbeeld indien hij iedere discussie wenst te voorkomen over de vraag of een opdeling in verschillende klassen wegens verschil in positie geboden is en hij er vertrouwen in heeft dat hij de vereiste meerderheid binnen iedere afzonderlijke klasse zal kunnen behalen.²⁴⁸ Een tegenstander kan zich niet verzetten tegen de totstandkoming van het akkoord op de grond dat de klassenindeling onjuist zou zijn met als argument dat alle stemgerechtigden gelijk geplaatst zijn en daarom in één grote klasse hadden moeten worden ondergebracht. Indien de vereiste meerderheid binnen iedere kleinere klasse wordt behaald, zou de vereiste meerderheid binnen één grote samengevoegde klasse zeker zijn behaald.

Bij het formuleren van een criterium voor de klassenindeling zou het uitgangspunt dan ook niet moeten zijn dat gelijk geplaatste vermogensverschaffers in dezelfde klasse moeten worden ondergebracht, maar dat verschillend geplaatste vermogensverschaffers niet in dezelfde klasse mogen worden ondergebracht. Zoals gezegd, voor de beoordeling van de al dan niet gelijk geplaatstheid zijn zowel de

²⁴⁷ Denk voorbijvoorbeeld aan een kleine deelgroep die tegen is, die kan worden weggestemd door deze onderdeel te maken van een grotere klasse die voor het overige voor is.

²⁴⁸ Vgl. In re SAB Miller [2016] EWHC 2153 (Ch).

bestaande rechten van de betrokken vermogensverschaffers van belang als de nieuwe rechten die zij onder het voorgestelde akkoord krijgen aangeboden.

4.3.2 *Vergelijking van oude en nieuwe rechten, niet belangen*

Voor 100% zuivere democratische besluitvorming zou de positie van alle stemgerechtigden binnen een klasse idealiter exact hetzelfde moeten zijn. Hun rechten en belangen zouden volkomen identiek moeten zijn. Dit ideaalscenario is in de praktijk niet haalbaar.

De rechten van partijen in hun verhouding tot de schuldenaar kunnen nog wel voldoende vergelijkbaar zijn om deze te groeperen. De individuele, persoonlijke belangen van partijen zullen vaak echter per persoon verschillen waardoor het in de praktijk niet haalbaar is om partijen op basis van hun belangen te groeperen. De ene crediteur zal een grotere behoefte hebben aan liquiditeit, de andere crediteur zou een leverancier kunnen zijn die groter belang hecht aan de continuïteit van de onderneming, weer een andere crediteur heeft er wellicht belang bij zijn rechten als schuldeiser om te zetten in aandelen teneinde controle te verwerven, enzovoorts. Al deze crediteuren kunnen gelijksoortige rechten hebben en onder het akkoord een vergelijkbare behandeling ontvangen, maar toch verschillende belangen hebben. Zou men de klassen op basis van vergelijkbare belangen in willen delen, dan zou dit tot een grote toename in het aantal klassen kunnen leiden waarbij steeds kleinere groepen een vetorecht over het akkoord verkrijgen of waarbij zelfs iedere crediteur in een eigen aparte klasse zou moeten worden geplaatst (en daarmee een vetorecht verkrijgt).

Vanwege deze moeilijkheden vindt de klassenindeling bij *schemes of arrangement* uitsluitend plaats aan de hand van de rechten van de crediteuren, niet aan de hand van hun belangen. De reden waarom de rechter bij de klassenindeling in beginsel slechts de (oude en nieuwe) rechten (*rights*) van de crediteuren bij zijn beoordeling betreft en niet hun belangen (*interests*), legt Payne, in bewoordingen ontleend aan de relevante rechtspraak, als volgt helder uit:

“The rights of members or creditors will generally be easier for the company to apply than their interests. In the words of Nazareth J: ‘is every interest to constitute a different class? Clearly not, but where then is the line to be drawn? The difficulties in identifying shareholders with such interests (...)

could raise in terms of practicality virtually insuperable difficulties.’ It will generally be difficult for the company to assess the different interests of its members, without requiring a considerable amount of personal information from them. Requiring that type of information would lead to a ‘wholly unworkable, and highly undesirable, situation.’ In addition, unless a practical approach of this kind is adopted, there is a danger the ‘one could end up with virtually as many classes as there are members of a particular group.’²⁴⁹

Om de voornoemde redenen moet men bij de klassenindeling in beginsel slechts kijken naar i) de rechten van de crediteur die onderwerp zijn van het akkoord (de oude rechten) en ii) de behandeling die de betrokken crediteur op basis van die rechten onder het akkoord ontvangt (de nieuwe rechten). Door in beginsel uitsluitend deze oude en nieuwe rechten bij de klassenindeling in beschouwing te nemen, aanvaardt men een inherente imperfectie in de besluitvorming en daarmee een scheurtje, zij het mijns inziens een acceptabele, in de bindende legitimatie daarvan.

4.3.3 *Representativiteit van het stemgedrag (belangenconflicten)*

Om de bindende legitimatie van de besluitvorming te waarborgen, zou de rechter in gevallen waarin een crediteur individuele belangen heeft die zijn stemgedrag bepalen en die niet-representatief zijn voor of zelfs tegengesteld zijn aan de belangen van de klasse, de mogelijkheid moeten hebben de stemmen van die crediteur buiten beschouwing te laten.

Neem bijvoorbeeld de situatie waarin een crediteur zowel een vordering heeft in de senior klasse als in de junior klasse. De totale junior schuld is 50. De totale senior schuld is ook 50. Het akkoord kent de gehele waarde van 75 toe aan de senior klasse. De junior crediteuren ontvangen niets. In zo'n situatie zou de betrokken crediteur met het oog op zijn belangen in de senior klasse een prikkel kunnen hebben om in de junior klasse vóór te stemmen ook al is het akkoord evident niet in het belang van de junior klasse. Ik duid dit soort situaties aan als “belangenconflicten”. Deze kunnen zich niet alleen maar bij zogenoemde “*cross-holdings*” maar in allerlei verschillende gedaanten voordoen (bijvoorbeeld in *intercompany* verhoudingen). Een ander voorbeeld zou kunnen zijn een situatie

²⁴⁹ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 49- 50 met verwijzing naar de geciteerde rechtspraak. Zie ook hierna paragraaf 7.8.

waarin een strategische partij die een vordering heeft op een concurrent tegen het akkoordvoorstel van de concurrent stemt niet omdat het akkoord aan de rechten van de crediteur onvoldoende recht doet, maar omdat hij zijn concurrent uit de markt wenst te verdrijven. Het wellicht meest sprekende voorbeeld is een crediteur die een *credit default swap* op de onderneming heeft gekocht. Een dergelijke crediteur heeft er belang bij dat de onderneming in staat van faillissement geraakt omdat hij in dat geval volledige uitbetaling onder de *credit default swap* verkrijgt.

Stemgedrag dat door dergelijke conflicterende belangen is ingegeven, die niet representatief zijn voor de klasse, zouden andere crediteuren kunnen schaden. De rechter zou daarom de mogelijkheid moeten hebben om stemgedrag dat is ingegeven door individuele belangen die klaarblijkelijk in strijd zijn met de belangen van de klasse als geheel, buiten beschouwing te laten. Een dergelijke mogelijkheid bestaat ook onder het Engelse en het Amerikaanse recht. Zie paragrafen 6.7, 7.8 en 7.11.3 hierna.

4.3.4 *Wat zijn vergelijkbare rechten?*

Bij de klassenindeling komt de vraag op wat de relevante kenmerken zijn om te beoordelen wat vergelijkbare (oude) rechten zijn. Rang is één, maar niet het enige kenmerk. Andere kenmerken kunnen ook van belang zijn. Het relatieve gewicht van de verschillende kenmerken kan verschillen naar gelang de financiële positie van de debiteur verschilt. Is de schuldenaar insolvent, dan is rang waarschijnlijk de meest belangrijke factor. Is de schuldenaar solvent, dan is rang minder van belang. Andere factoren winnen dan aan belang, zoals het moment van opeisbaarheid. Een vordering van 100 die nu opeisbaar is, is méér waard dan een vordering van 100 die pas over tien jaar vervalt. Ook de omvang van de verschuldigde rente op een vordering is dan een belangrijke factor.

Beschouw de volgende situatie. Twee ongesecureerde crediteuren (bijvoorbeeld twee houders van verschillende series obligaties) hebben ieder een vordering met een gelijke hoofdsom en met dezelfde (resterende) looptijd maar met een verschillende jaarlijkse rente. De ene crediteur heeft aanspraak op een jaarlijkse rente van 5%. De andere crediteur heeft aanspraak op een jaarlijkse rente van 10%.

In faillissement hebben beide crediteuren gelijke rechten.²⁵⁰ Rente die na datum faillissement vervalt is immers niet verifieerbaar (artikel 128 Fw).

Met een akkoord beoogt men echter veelal de schuldenaar in een solvente toestand te brengen. Indien de schuldenaar in solvente toestand verkeert, verschillen de rechten van de twee hiervoor genoemde crediteuren aanzienlijk. De vordering met de hogere rente is beduidend méér waard dan de vordering met de lagere rente. Van gelijke rechten is dan geen sprake. Hebben de twee crediteuren met verschillende rente-aanspraken voor de klassenindeling nu gelijke of ongelijke rechten? Moet de crediteur die aanspraak heeft op een hogere rente genoeg nemen met dezelfde behandeling onder het akkoord als de crediteur met de lagere rente of kan hij aanspraak maken op méér?

Op dezelfde wijze kan men zich de vraag stellen of sprake is van gelijke of ongelijke rechten bij vorderingen die op verschillende momenten opeisbaar worden. Stel de ene crediteur heeft een vordering die vandaag opeisbaar is en een andere crediteur heeft een vordering van gelijke omvang die pas over een jaar opeisbaar is. Hebben deze crediteuren gelijke of ongelijke rechten? In faillissement zijn hun rechten gelijk (vgl. art. 131 lid 2 Fw). Buiten faillissement is de (contante) waarde van hun rechten materieel verschillend.

De vraag rijst dus: moet men de rechten van de crediteuren vergelijken in geval van insolventie (indien het akkoord faalt) of in geval van solventie (indien het akkoord slaagt)? In het Engelse recht duidt men deze vraag aan als het vraagstuk van de “*correct comparator*”.²⁵¹

Bij het beantwoorden van deze vraag is het goed om voor ogen te houden dat een zelfstandig dwangakkoord, althans naar mijn opvatting, een collectief verhaalsinstrument is dat slechts toepasbaar is of behoort te zijn in geval van insolventie. Zie paragraaf 3.6 hierboven. De relatieve aanspraken van de crediteuren worden dan ook in beginsel (voordat het akkoord tot stand komt) bepaald door hun aanspraken in faillissement. Als fictieve faillissementsdatum, zou men daarbij de datum kunnen hanteren waarop de homologatiebeslissing uitvoerbaar wordt.

²⁵⁰ Aannemende dat er geen surplus zal zijn om uit te keren op niet-verifieerbare vorderingen.

²⁵¹ Vgl. J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, par. 2.3.2.2 en C. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Sweet & Maxwell, 2013, par. 5.4.3.

Dit betekent allereerst dat rang (voorrang, voorrecht, achterstelling) een relevant onderscheidend criterium is. Daarbij zou overigens niet alleen acht moeten worden geslagen op rang in de verhouding ten opzichte van de schuldenaar, maar ook in de verhouding tussen crediteuren onderling. Achterstellingsovereenkomsten en *intercreditor* overeenkomsten tussen crediteuren die de rang tussen crediteuren onderling regelen, zouden bij de klassenindeling moeten kunnen worden betrokken. Deze contractuele onderlinge afspraken zijn immers medebepalend voor de uiteindelijke uitkomst in faillissement. Er bestaat naar mijn mening geen bezwaar tegen om crediteuren die ten opzichte van de schuldenaar weliswaar dezelfde rang hebben, maar op grond van hun onderlinge contractuele afspraken een verschillende rang hebben, in verschillende klassen te plaatsen.

Neemt men de positie in faillissement als vertrekpunt, dan betekent dit voorts dat crediteuren die dezelfde concurrente rang hebben maar die aanspraak hebben op verschillende rentevergoedingen, voor de klassenindeling in beginsel gelijke rechten hebben (artikel 128 Fw). Hun positie is gelijk aan die van een crediteur die géén aanspraak heeft op rente.

Crediteuren met vorderingen die een verschillend moment van opeisbaarheid hebben en crediteuren met vorderingen die recht geven op verschillende prestaties anders dan betaling van een geldsom, hebben voor de klassenindeling eveneens gelijke rechten. Hun vorderingen worden allen contant gemaakt en omgezet in een concurrente geldvordering uitgedrukt in Nederlandse geld (artikel 129 – 133 Fw). Iets anders is dat deze vorderingen na contantmaking aan de hand van de toepasselijke verificatieregels een verschillende omvang kunnen hebben voor de toelating tot de stemming. Dit is echter voor de klassenindeling niet relevant. Dit is alleen relevant voor de bepaling van de omvang van de aan de vordering verbonden stem. Geschillen over de contantmaking van een vordering voor de vaststelling van de omvang van de aanspraak die deze geeft, zijn niet zonder meer bij democratische besluitvorming te beslechten. Deze geschillen zullen in beginsel in een gewone bodemprocedure voor de civiele rechter moeten worden uitgevochten. Zie hierover nader paragraaf 8.10.

Veel hangt echter ook af van de inhoud van het akkoord. Voor voorwaardelijke of betwiste vorderingen, of vorderingen waarvan de voorgestelde wijze van contantmaking betwist wordt, zouden onder omstandigheden onder het akkoord

reserveringen aangehouden moeten worden. Waar discussie mogelijk is over de vraag of de voorgestelde reservering toereikend is, staat niet vast dat de voorwaardelijke of betwiste vorderingen dezelfde behandeling onder het akkoord zullen genieten als onvoorwaardelijke en onbetwiste vorderingen met dezelfde rang. Dit kan ertoe leiden dat voorwaardelijke of betwiste vorderingen in een aparte klasse moeten worden geplaatst.

Verder is van belang dat de rechten van de crediteuren worden vergeleken in geval van faillissement in abstracto. De verwachte uitkering bij een faillissement in het concrete geval mag geen rol spelen. Ik geef een voorbeeld ter verduidelijking. Stel dat de onderneming senior, mezzanine²⁵² en junior crediteuren heeft. Het akkoord kent alle waarde toe aan de senior crediteuren. De overige partijen ontvangen onder het akkoord niets. De aanbieder van het akkoord verwacht dat in geval van faillissement geen uitkering zal kunnen plaatsvinden aan mezzanine crediteuren, junior crediteuren en aandeelhouders. Hij kan dan niet deze mezzanine crediteuren, junior crediteuren en aandeelhouders allen in dezelfde klasse plaatsen op basis van de gedachte dat zij allen in geval van faillissement geen uitkering zouden ontvangen en daarmee vergelijkbare rechten hebben. Het is denkbaar dat de junior crediteuren en de aandeelhouders inzien dat zij *out of the money* zijn, om die reden hun volledige medewerking aan de herstructurering verlenen en vóór stemmen. Voor de mezzanine crediteuren is de waardering spannender. Zij menen mogelijk dat zij wel *in the money* zijn en stemmen tegen. Indien alle groepen die onder het akkoord niets ontvangen in één klasse worden geplaatst, zouden de junior crediteuren en de aandeelhouders de mezzanine crediteuren onder omstandigheden kunnen wegstemmen. Zoals hierna nader zal worden toegelicht, zou dit kunnen betekenen dat de mezzanine crediteuren tegen hun wil hun rechten verliezen zonder dat er in rechte een waardering plaatsvindt om vast te stellen of zij inderdaad *in of out of the money* zijn. Worden de “onteigende” groepen echter in aparte klassen geplaatst, dan kunnen de mezzanine crediteuren als separate klasse tegenstemmen en moet er in rechte een waardering plaatsvinden. Zie ook paragraaf 4.1 hiervoor en paragrafen 8.7.2.2 en 8.9.6 – 8.9.7 hierna.

²⁵² Met een “mezzanine” crediteur wordt hier bedoeld een crediteur met een rang die ligt tussen die van de senior en de junior crediteuren, dus een rang die lager ligt dan die van de senior crediteuren maar hoger dan die van de junior crediteuren.

Voorts merk ik op dat twee crediteuren die vorderingen hebben met dezelfde juridische status, maar waarvan één crediteur een feitelijke dwangpositie²⁵³ heeft en de andere niet, vergelijkbare bestaande rechten hebben. Vanwege de verschillende feitelijke positie zou het akkoord deze crediteuren een verschillende behandeling kunnen toekennen.²⁵⁴ Zij verkrijgen onder het akkoord dan verschillende nieuwe rechten en moeten om die reden voor de stemming in verschillende klassen worden ondergebracht.²⁵⁵

Onder Engels recht is de vraag in welke situatie men de onderscheiden rechten van de crediteuren moet vergelijken een ingewikkelder vraagstuk omdat *schemes* zowel voor de herstructurering van een insolvente als een solvete onderneming kunnen worden gebruikt. Kort door de bocht, komt het erop neer dat indien men een *scheme* gebruikt voor de herstructurering van een insolvente onderneming, men voor de klassenindeling de rechten van de crediteuren moet vergelijken in geval van faillissement (*winding up*). Gebruikt men een *scheme* daarentegen voor een herstructurering van een solvete onderneming, dan moet men de rechten van crediteuren vergelijken in de situatie dat de vennootschap solvent is. Voor de klassenindeling moet dus worden vastgesteld of het gaat om een *solvent* of *insolvent scheme*.²⁵⁶ Bij het zelfstandig dwangakkoord zoals hier bepleit zou deze vraag in het kader van de klassenindeling niet opkomen, omdat de toepassing ervan veronderstelt dat sprake is van insolventie of aan insolventie gelijk te stellen pre-insolventie. Zie hiervoor paragrafen 3.6 en 3.7.

4.3.5 *Indeling van geseceerde crediteuren*

De vraag rijst hoe geseceerde crediteuren moeten worden ingedeeld. De klassenindeling van geseceerde crediteuren is in belangrijke mate afhankelijk van de inhoud van het akkoord.

Het akkoord zou bijvoorbeeld kunnen inhouden dat geseceerde crediteuren een bepaald concreet contant bedrag ontvangen dat is bepaald aan de hand van de veronderstelde liquidatiewaarde van het onderpand en dat zij hun

²⁵³ Denk bijvoorbeeld aan een leverancier die bevoegd leveranties op te schorten of anderszins stop te zetten die voor de bedrijfsvoortzetting essentieel zijn en die de schuldenaar niet of niet eenvoudig elders kan betrekken.

²⁵⁴ Zie ook paragraaf 6.8, 6.14.1, 8.5 en 8.9.6.2.

²⁵⁵ Zie paragraaf 4.3.1.

²⁵⁶ Zie verder J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, par. 2.3.2.2 en C. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Sweet & Maxwell, 2013, par. 5.4.3.

restantvorderingen kwijtschelden. Indien er meerdere gecureerde crediteuren bestaan die ieder een eigen zekerheidsrecht hebben op een verschillend vermogensobject, krijgen al deze crediteuren een verschillend bedrag aangeboden op basis van een waardering van verschillende objecten en moeten zij allen in een verschillende klasse worden ondergebracht. Iedere individuele gecureerde crediteur vormt dan zijn eigen aparte klasse. De gepercipieerde redelijkheid van de waarde die het akkoord aan het ene actief toekent, zegt immers niets over de redelijkheid van de waarde die het akkoord aan een ander actief toekent.

Het akkoord zou daarentegen ook kunnen inhouden dat gecureerde crediteuren een contant bedrag ontvangen ter grootte van de liquidatiewaarde van het onderpand, welke liquidatiewaarde voor alle crediteuren wordt bepaald door een nader te benoemen deskundige bij wijze van bindend advies. Met dit akkoord worden alle gecureerde crediteuren gelijk onder het akkoord behandeld. Zij worden onder het akkoord allen gevraagd in te stemmen met waardering door middel van bindend advies. Verdedigbaar is dat met een dergelijk akkoord alle gecureerde crediteuren wél in één en dezelfde klasse zouden kunnen worden ondergebracht ook al hebben zij ieder een eigen zekerheidsrecht op een verschillend vermogensobject.

Een verdere vraag die in verband met de positie van zekerheidsgerechtigden in het kader van de klassenindeling opkomt, is hoe bij de klassenindeling om te gaan met gecureerde vorderingen met onderdekking, dat wil zeggen gecureerde vorderingen waarvan de nominale omvang groter is dan de waarde van het onderpand. Heeft het ongedekte deel van de vordering als gecureerd te gelden en stemt de schuldeiser ook voor het ongedekte deel mee in de klasse voor zekerheidsgerechtigde schuldeisers of heeft het ongedekte deel als concurrent te gelden en stemt de schuldeiser voor dat ongedekte deel mee in de klasse van concurrente schuldeisers? Verdedigbaar is ook dat er voor de klasse “concurrente restvorderingen” een aparte klasse moet worden gemaakt, zodat de klasse van “zuivere” concurrente vorderingen niet wordt “vervuild” door ongedekte restvorderingen van crediteuren die wellicht eerder met het oog op hun gecureerde positie stemmen dan met het oog op hun concurrente restvordering. Hoe moet men dan vaststellen (waarderen) welk deel van de vordering gedekt is en welk deel ongedekt?

Naar mijn mening zou een geseecureerde crediteur in beginsel (maar ook dit kan afhangen van de inhoud van het akkoord) uitsluitend voor het gedekte deel van zijn vordering moeten stemmen als zekerheidsgerechtigde crediteur en voor het ongedekte deel als concurrente crediteur. Dit is ook de systematiek onder het Amerikaanse recht. Zie paragraaf 6.7 hierna. Een geseecureerde crediteur met een verhoudingsgewijs grote mate van onderdekking zal zich in zijn stemgedrag in belangrijke mate kunnen laten leiden door de behandeling die het akkoord toekent aan het ongedekte concurrente deel van zijn vordering. Zijn stemgedrag is daarmee niet noodzakelijkerwijs representatief voor de geseecureerde schuldeisers die minder of geen onderdekking hebben. De positie van geseecureerde schuldeisers die allen een zeer verschillende mate van onderdekking hebben is te verschillend om hun stem ten opzichte van elkaar bindende werking te geven.

Ik geef een voorbeeld ter illustratie. Stel dat er drie geseecureerde crediteuren bestaan, ieder met een vordering met een nominale omvang 100. De waarde van het onderpand van de eerste twee crediteuren is slechts 10. Zij hebben ieder een onderdekking van 90. De derde crediteur is volledig gedekt. Zijn onderpand heeft een liquidatiewaarde van 100. Het akkoord houdt in dat geseecureerde crediteuren hun zekerheidsrecht behouden en een vordering verkrijgen ter grootte van de liquidatiewaarde van het onderpand, welke vordering wordt omgezet in een langlopende rentedragende lening. Het ongedekte deel van de geseecureerde vorderingen wordt net zoals de overige concurrente vorderingen omgezet in preferente aandelen met een nominale waarde ter grootte van het ongedekte deel van de vordering. De geseecureerde crediteuren met onderdekking zijn voorstander van het akkoord. Het biedt hen de mogelijkheid het ongedekte deel van hun vorderingen op termijn terug te verdienen. De geseecureerde crediteur die volledig gedekt is, is tegenstander van het akkoord. Hij wenst tot liquidatie over te gaan en 100 in contanten te ontvangen. Zouden de geseecureerde crediteuren met de volledige nominale omvang van hun vorderingen in de geseecureerde klasse kunnen stemmen, dan zouden de twee crediteuren met onderdekking de volledig gedekte crediteur kunnen wegstemmen (200 versus 100) en de crediteur met volledige dekking kunnen dwingen met een vordering van 100 uit een langlopende lening genoeg te nemen. Kunnen de geseecureerde crediteuren daarentegen slechts voor het gedekte deel van hun vordering in de geseecureerde klasse stemmen, dan kan de volledig gedekte crediteur het akkoord blokkeren (100 versus 20). Het akkoord zou dan slechts tot stand kunnen komen indien aan de volledig geseecureerde crediteur een contant bedrag van 100 wordt aangeboden. Zie hierna

paragraaf 8.9.7. Dit voorbeeld veronderstelt dat de meerderheid louter op basis van bedrag en niet op basis van aantal schuldeisers wordt bepaald. Zie daarover nader paragraaf 8.8.1.

Indien geseceerde crediteuren allen dezelfde mate van onderdekking hebben, zoals bijvoorbeeld gelijk gerangschikte leden van een bankensyndicaat die hetzelfde zekerhedenpakket delen, dan bestaat minder noodzaak om voor de klassenindeling een splitsing aan te brengen tussen het gedekte en het ongedekte deel van de vorderingen. De crediteuren kunnen dan in beginsel met hun gehele vordering in dezelfde klasse meestemmen ongeacht de mate van onderdekking, die voor iedere crediteur binnen de klasse naar verhouding hetzelfde is.

Indien aanleiding bestaat om voor de klassenindeling een splitsing tussen het gedekte en ongedekte deel van de vordering aan te brengen en over de verhouding tussen het gedekte en ongedekte deel van de vordering een geschil bestaat, zou de rechter-commissaris dat geschil op basis van overgelegde waardingsrapporten in een eenvoudige procedure voor de toelating tot de stemming moeten kunnen beslechten op vergelijkbare wijze als de rechter thans over de toelating tot de stemming beslist (vgl. artikel 125 Fw). Daarbij zou de rechter in beginsel moeten uitgaan van de waarde van het onderpand in geval van liquidatie. Dit strookt ten eerste met het algemene uitgangspunt dat bij de bepaling van de klassenindeling de rechten van crediteuren moeten worden vastgesteld aan de hand van hun positie in faillissement. Zie hierboven paragraaf 4.3.4. Waardering van het onderpand op liquidatiebasis voor het doel van de klassenindeling ligt ook in de rede omdat de mijns inziens belangrijkste vraag die de zekerheidsgerechtigde crediteuren bij de stemming zullen moeten beantwoorden, is hoe de uitkering onder het akkoord zich verhoudt tot de contante opbrengst die zij naar verwachting in geval van liquidatie zouden mogen verwachten te ontvangen.

De beslissing van de rechter-commissaris over de waarde van het onderpand in het kader van een geschil over de klassenindeling en/of de omvang van het stemrecht zou geen betekenis mogen hebben voor de mate waarin de vordering uiteindelijk te verhalen is op het daarvoor in zekerheid gegeven onderpand. Mocht de waarde van het onderpand achteraf hoger blijken dan de door de rechter-commissaris vastgestelde waardering, dan kan de schuldeiser zijn geseceerde vordering onverkort ook op het meerdere verhalen, althans indien het akkoord uiteindelijk niet

tot stand komt. De beslissing van de rechter-commissaris over de waardering zou slechts betekenis hebben, en deze betekenis behouden, voor de stemuitslag.²⁵⁷

Komt het akkoord tot stand en heeft de betrokken klasse van zekerheidsgerechtigde crediteuren bij meerderheid vóór gestemd, dan is de minderheid daaraan gebonden. Heeft de klasse van zekerheidsgerechtigde crediteuren echter bij meerderheid tegen gestemd, dan komt de waardering van het onderpand nogmaals aan de orde bij de homologatie in het kader van de toepassing van de *cram down* bevoegdheid. De waarderingsbeslissing in het kader van de homologatie en *cram down* heeft wél betekenis voor de omvang van de aanspraak van de crediteuren. De rechter zal bij de toepassing van een *cram down* bevoegdheid de vraag moeten beantwoorden wat de verwachte contante opbrengst van het onderpand zou zijn in geval van liquidatie en op welke (eventueel niet-contante) uitkering het onderpand aanspraak geeft op basis van een waardering in gereorganiseerde toestand. Zie voor een verdere toelichting hierop paragrafen 8.9.6 en 8.9.7 bij de bespreking van de voorgestelde homologatiecriteria.

4.3.6 *Democratische binding slechts binnen een klasse, niet tussen klassen*

Het is van belang om voor ogen te houden dat een klasse bij meerderheidsbesluit slechts zichzelf kan binden. Of anders gezegd: democratische binding kan slechts ontstaan binnen een klasse, niet tussen verschillende klassen. Een meerderheid van vóór stemmende klassen kan een minderheid van andere tegenstemmende klassen niet binden.²⁵⁸ Evenmin kan een grote vóór stemmende klasse een kleinere tegenstemmende klasse binden. Het feit dat een klasse vóór stemt, zegt niets over de redelijkheid van de behandeling die het akkoord aan een andere klasse toedicht. De positie van iedere klasse is immers verschillend.²⁵⁹

Kortom, het meerderheidsbesluit van een klasse geeft slechts democratische legitimatie aan binding *binnen dezelfde klasse*. Het kan geen democratische legitimatie geven aan bindende werking *tussen verschillende klassen*. Een tegenstemmende klasse kan alleen en uitsluitend worden gebonden door een rechterlijke beslissing. Voor die rechterlijke beslissing is de omstandigheid dat anderen klassen wellicht vóór hebben gestemd in principe geen relevant gegeven.

²⁵⁷ Vgl. naar huidig Nederlands recht artikel 147 Fw.

²⁵⁸ Zie o.a. R. J. van Galen, *Knelpunten in ons insolventierecht, Ondernemingsrecht 2014/81* en R.J. van Galen, *De surseance als echte reorganisatieprocedure*, TvI 2015/23.

²⁵⁹ Zie ook paragraaf 4.3.1.

Voorbeeld: er zijn drie klassen, een junior, mezzanine en senior klasse. Alle klassen zijn even groot. De totale omvang van de vorderingen van de crediteuren van iedere klasse is 25 (per klasse). De totale schuld is derhalve 75. De waarde die voor verdeling beschikbaar is, bedraagt ook 75. Alle klassen zijn volledig *in the money*. Het akkoord kent alle waarde volledig toe aan de senior en mezzanine klasse. De junior klasse ontvangt onder het akkoord niets. De senior en mezzanine klasse stemmen unaniem voor. De junior klasse stemt tegen. Het feit dat de twee senior klassen die worden overbedeeld, vóór stemmen, zegt niets over de redelijkheid van de behandeling van de junior klasse die wordt onderbedeeld.

De Toelichting op het Voorontwerp lijkt te miskennen dat de positie van iedere klasse verschillend is en dat de stem van een meerderheid van klassen daarom geen betekenis heeft voor behandeling van een tegenstemmende minderheid van klassen. In de Toelichting wordt opgemerkt dat in het kader van de beoordeling van een verzoek tot algemeen verbindend verklaring van een akkoord dat niet alle klassen hebben aangenomen een belangrijke rol zal spelen of “de meerderheid van de klassen voor het akkoord heeft gestemd of juist daartegen heeft gestemd.”²⁶⁰ Het feit dat een meerderheid van de klassen voor heeft gestemd is niet relevant. Het heeft geen betekenis voor de vraag of een tegenstemmende klasse, die in een andere positie verkeert en/of anders wordt behandeld, in redelijkheid tot dat stemgedrag heeft kunnen komen. De Duitse wetgever heeft op dit punt mijns inziens eveneens een fout gemaakt door te bepalen dat voor het opleggen van een *Insolvenzplan* aan een tegenstemmende klasse (*cram down*) onder meer is vereist dat de meerderheid van de klassen voor heeft gestemd.²⁶¹ De Italiaanse wetgever heeft dezelfde fout gemaakt: voor het aannemen van een *concordato preventivo* is vereist dat een meerderheid van de klassen vóór het akkoord heeft gestemd.²⁶² De Europese Commissie hecht ook ten onrechte betekenis aan de omstandigheid dat een meerderheid van de klassen het akkoord heeft ondersteund.²⁶³

Het is om de voorgaande redenen in beginsel niet mogelijk om op basis van democratische besluitvorming te bepalen welke klassen *in the money* zijn en welke

²⁶⁰ Toelichting, p. 68.

²⁶¹ § 245 InsO: “(...) die Mehrheit der abstimmenden Gruppen dem Plan mit den erforderlichen Mehrheiten zugestimmt hat.”

²⁶² Zie P.M. Veder, T.E. Booms en N.B. Pannevis, Rechtsvergelijkende verkenning in het kader van het programma herijking faillissementsrecht, Nijmegen: Onderzoekcentrum Onderneming & Recht 2013, p. 32.

²⁶³ Europese Commissie, Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final, aanbeveling 18. Zie ook R.D. Vriesendorp, Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II, Preadvies voor de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 98 die eveneens gewicht toekent aan het feit dat het merendeel van de klassen hebben ingestemd.

klassen *out of the money* zijn (tenzij *out of the money* crediteuren bij meerderheidsbesluit zelf bepalen dat zij geen economische positie meer hebben, wat niet vaak zal voorkomen). Een of méér klassen van (*in the money*) schuldeisers kunnen niet “democratisch besluiten” dat een andere klasse *out of the money* is en dat het redelijk is om de rechten aan een andere klasse te ontnemen. Op basis van democratische besluitvorming kunnen de *in the money* klassen slechts uitmaken hoe zij de waarde die hen wordt toegedicht, wensen aan te wenden. Zie ook hiervoor paragraaf 4.1.

4.3.7 Wanneer is een akkoord “aangenomen” of “verworpen”?

De constatering dat een tegenstemmende klasse niet door een of méér vóór stemmende klassen kan worden gebonden, betekent dat, indien men tegenstemmende partijen wil binden louter op basis van democratisch gezag (dus zonder een inhoudelijke rechterlijke dwangbeslissing), iedere klasse vóór het akkoord zal moeten stemmen. De tegenstemmende partijen kunnen immers uitsluitend worden gebonden door een vóór stemmende meerderheid binnen *hun eigen klasse*.

Indien de bindende werking van het akkoord louter is gebaseerd op meerderheidsinstemming van de stemgerechtigde partijen zelf (en een inhoudelijke rechterlijke dwangbeslissing dus niet nodig is om binding teweeg te brengen), zou men het akkoord als “aangenomen” kunnen omschrijven. Daarvoor is dus nodig dat iedere klasse vóór stemt, dat wil zeggen in iedere klasse de meerderheid van de leden vóór stemt.

Indien één of méér klassen tegen het akkoord hebben gestemd, zou men het akkoord als “verworpen” kunnen beschouwen. De tegenstemmende leden binnen die tegenstemmende klassen kunnen dan alleen nog maar worden gebonden met dwang van een inhoudelijke rechterlijke beslissing. Deze rechterlijke dwang wordt beeldend ook wel omschreven als “*cram down*”.

De binding van individuele tegenstemmende crediteuren op basis van democratische besluitvorming binnen een klasse zou men kunnen aanduiden als “horizontale *cram down*”. De binding van gehele tegenstemmende klassen op basis van een rechterlijke beslissing zou men kunnen aanduiden als “verticale *cram down*”. In plaats van te spreken van “horizontale” en “verticale” *cram down* heeft het mijn voorkeur om de

horizontale “*cram down*” van individuele crediteuren binnen een klasse aan te duiden als “democratische binding” en de term *cram down* te reserveren voor de *cram down* van één of meer gehele tegenstemmende klassen op basis van een rechterlijke beslissing.

4.4 Rechtskarakter van het dwangakkoord in de voorgestane conceptuele vorm

Het beslismodel van een akkoordstelsel bepaalt in belangrijke mate ook het rechtskarakter ervan.

Het dwangakkoord in surseance en faillissement wordt naar huidig Nederlands recht gekarakteriseerd als een overeenkomst.²⁶⁴ De wetgever merkte ook de binding van tegenstemmers aan als binding uit overeenkomst op basis van de gedachte dat de gezamenlijke crediteuren als vereniging zijn te beschouwen en de “gemeenschap van belangen” deze wijze van behandeling rechtvaardigt.²⁶⁵

Wat het rechtskarakter van een akkoord in de thans besproken conceptuele vorm betreft, zou ik willen volstaan met enkele korte opmerkingen.

Voor zover het de binding aan het akkoord van partijen die vóór stemmen betreft, ligt de kwalificatie als overeenkomst voor de hand.

Waar het gaat om de binding aan het akkoord van een tegenstemmende minderheid binnen een bij meerderheid vóór stemmende klasse, ligt de kwalificatie als overeenkomst minder voor de hand maar valt deze met enige goede wil nog wel enigszins te verdedigen. De gedachte zou dan zijn dat op basis van de wilsinstemming van een meerderheid van partijen die gelijk geplaatst zijn een wil tot het aangaan van het akkoord bij de tegenstemmende minderheid in redelijkheid kan worden geacht te bestaan, of iets dergelijks. Het komt mij niettemin gekunsteld voor om een wil te construeren waar deze in werkelijkheid niet bestaat. Het lijkt mij

²⁶⁴ S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet*. Heruitgave *Geschiedenis van de wet op het Faillissement en de Surséance van Betaling*, deel II, bewerkt door Mr. G.W. Baron van der Feltz, Haarlem 1896, W.E.J. Tjeenk Willink 1994, p. 144 - 145; HR 18 mei 1990, NJ 1991/412; Wessels *Insolventierecht* VI 2012/6543, 2013, par. 6013 e.v., A.D.W. Soedira, *Het akkoord*, diss. Nijmegen, Kluwer, 2011, p. 43 e.v. Polak/Pannevis, *Insolventierecht*, 2014, par. 10.1. Zie voor een overzicht van de verschillende opvattingen over het rechtskarakter van een akkoord ook J.A. Vreeswijk, *De surséance van betaling en het akkoord*, Kluwer 1973, p. 19 – 20; A.L. Leuftink, *Surséance van betaling*, Kluwer 1995, p. 255 – 256.

²⁶⁵ *Idem*.

zuiverder om aan te nemen dat binding van een tegenstemmende minderheid rechtstreeks uit de wet of uit het homologatievonnis voortvloeit.²⁶⁶

Waar het handelt om de binding aan het akkoord van crediteuren die bij meerderheid in een bepaalde klasse tegen hebben gestemd, valt met de beste wil van de wereld niet te verdedigen dat een wil tot het aangaan van het akkoord kan worden geacht te bestaan. Een meerderheid, en misschien wel iedereen binnen de klasse, is tégen. Deze negatieve beslissing van de democratische meerderheid zou de rechter in beginsel moeten respecteren. De rechter zou slechts bevoegd moeten zijn de beslissing van de meerderheid ter zijde te stellen en het akkoord aan een bij meerderheid tegenstemmende klasse op moeten kunnen leggen op basis van een beperkt aantal in de wet vervatte en nauw omschreven gronden. Indien de rechter het akkoord aan een tegenstemmende klasse oplegt, vloeit de binding van die tegenstemmende klasse voort uit het vonnis.

Voor zover de schuldenaar zelf degene is die het akkoord aanbiedt, of de schuldenaar instemt met een akkoord dat een ander voorstelt, is de verhouding onder het akkoord tussen de instemmende (klassen van) crediteuren enerzijds en de schuldenaar anderzijds als een overeenkomst aan te merken. Voor zover het een crediteur is die het akkoord voorstelt en de schuldenaar niet met het akkoord instemt, is het akkoord als een overeenkomst aan te merken in de verhouding tussen de instemmende (klassen van) crediteuren.²⁶⁷ De crediteuren maken dan in essentie onderling afspraken over de wijze waarop zij hun verhaalsrechten uitoefenen. Waar het akkoord een schuldenaar die niet met het akkoord instemt en/of tegenstemmende (klassen van) crediteuren bindt, vloeit de binding aan het akkoord niet uit wilsovereenstemming maar uit het (homologatie)vonnis voort.

Het dwangakkoord in de hier beschouwde conceptuele vorm heeft derhalve een gemengd karakter met zowel contractuele als gerechtelijke elementen. Waar alle klassen bij meerderheid vóór stemmen, overheerst het consensuele element. Waar de rechter het akkoord aan tegenstemmende klassen oplegt, is het gerechtelijke element dominant aanwezig.

²⁶⁶ Zie in dit verband ook F.M.J. Verstijnen, Het insolventieakkoord, in: J.A. van de Hel, M.C.A. van den Nieuwenhuijzen, & J.H. Verdonschot (eds.), Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd, Ars Aequi, 2008, p. 130.

²⁶⁷ Zie ook Y. Ren, A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 42: “*The reorganization plan, which is about how to deal with the investors’ investment or property, is essentially a new investment agreement among these investors.*”

5. Enkele opmerkingen over waardering en waarderingsterminologie

5.1 Herstructureren is waarderen

Zoals hiervoor in paragraaf 3.4.2 reeds is uiteengezet, is herstructureren onlosmakelijk verbonden met waarderen.²⁶⁸ Is in het kader van insolventie de aanwezige waarde onvoldoende om alle schulden te voldoen, dan moet men vaststellen wie nog een aanspraak heeft en wie niet. Er is geen waardering nodig om dit vast te kunnen stellen, indien (na een behoorlijk marktverkenning- en biedproces) een verkoop aan een derde plaatsvindt tegen volledige betaling in contanten (liquidatie). Bij liquidatie wordt de waardering door de markt verricht. Omdat de uitkering in contanten plaatsvindt, is het evenmin nodig om de uitkering te waarderen om vast te stellen of de betrokken crediteuren de hoeveelheid waarde ontvangen waar zij recht op hebben. Een euro is een euro waard.²⁶⁹

Bij een herstructurering daarentegen wordt de onderneming in beginsel niet aan de markt aangeboden. De waarde van de onderneming wordt dan in de vorm van verschillende vermogenstitels rechtstreeks aan de crediteuren zelf overgedragen (in de regel zonder de onderneming eerst aan de markt aan te bieden). Er vindt in dat geval geen waardering door de markt plaats. Tenzij alle relevante klassen bij meerderheidsbesluit met de voorgestelde uitkeringen instemmen, is een waarderingsexercitie nodig.²⁷⁰

Vanwege het belang van waardering in het kader van een herstructurering is het nuttig om kort bij het onderwerp van waardering stil te staan voordat de overige onderwerpen aan bod komen. Over waardering in het kader van insolventie valt een afzonderlijk boek te schrijven. Het gaat mij er op deze plaats alleen om enkele belangrijke waarderingconcepten en –begrippen toe te lichten voor zover dat voor een goed begrip van de rest van dit boek nodig is.²⁷¹ Voor zover de juridische

²⁶⁸ Zie ook T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986, p. 211 e.v.

²⁶⁹ Zie in dit verband ook paragraaf 2.6.6.2 hiervoor.

²⁷⁰ Zie in dit verband ook O. Couwenberg, *Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf?*, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 127 e.v. en paragraaf 3.4.2 hiervoor.

²⁷¹ Voor meer hierover zie o.a. G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012; S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008; I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013; J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007; W. Holterman, *De waardering van niet genoteerde aandelen*, diss.

context van waardering in dit hoofdstuk onvoldoende duidelijk is, wordt de lezer aangeraden dit hoofdstuk in eerste instantie over te slaan, eerst hoofdstuk 8 te lezen en daarna naar dit hoofdstuk terug te keren.

De waardering van een onderneming of van een belang in een onderneming kent onder meer de volgende stappen:²⁷²

- i) het vaststellen van het doel van de waardering;
- ii) het vaststellen van het onderwerp van de waardering;
- iii) het vaststellen van de waarderingspremissie;
- iv) het vaststellen van de toe te passen waarderingsstandaard;
- v) het vaststellen van de waarderingsdatum;
- vi) het toepassen van de aangewezen waarderingsmethoden; en
- vii) het toepassen van afslagen voor incurantheid en gebrek aan controle.

Ik zal hieronder enkele aspecten van deze stappen bespreken die relevant zijn in het kader van een herstructurering. In afwijking van bovenstaande volgorde behandel ik de waarderingsdatum als laatste, omdat het voor een beter begrip van dat onderdeel nuttig is eerst enkele aspecten van de overige stappen te bespreken.

5.2 Het doel van de waardering

In het kader van een akkoordregeling in de vorm die ik in dit boek schets, kan een waardering op zijn minst vijf doelen hebben. Een eerste doel kan zijn om vast te stellen wat er in totaal aan te verdelen waarde bestaat en derhalve wie nog aanspraak kan maken op enige waarde en wie niet.

Een tweede doel kan zijn om de verschillende uitkeringen in natura te waarderen en vast te kunnen stellen of de waarde van de toegekende uitkering in natura overeenkomt met de aanspraak van de betreffende crediteur.²⁷³

Groningen, 1993; en R.A. Brealey, S.C. Myers and F. Allen, Principles of Corporate Finance, McGraw Hill, 2014.

²⁷² Zie in dit verband o.a. G.R. Trugman, Business Valuation, AICPA, 2012; S.P. Pratt and A.V. Niculita, Valuing a Business, McGraw-Hill 2008 en I. Shaked and R.F. Reilly, A Practical Guide to Bankruptcy Valuation, American Bankruptcy Institute, 2013.

²⁷³ Met een uitkering in “natura” doel ik steeds op de uitgifte van een financieel instrument (niet bestaande uit contanten). Zie hierover nader paragraaf 2.5.

Een derde doel kan zijn om vast te stellen wat de omvang is van het bedrag dat onder het akkoord in de vorm van contanten zou moeten worden uitgekeerd, indien de crediteuren die bij liquidatie een aanspraak op contanten hebben niet bij meerderheid met een andersoortige uitkering onder het akkoord instemmen.²⁷⁴ Men moet dan onder meer vaststellen wat naar redelijke verwachting de opbrengst in contanten zou zijn in geval van liquidatie. Deze liquidatie-analyse is ook nodig als men als algemeen homologatiecriterium hanteert dat tegenstemmende crediteuren in geen geval (ook niet indien alle klassen bij meerderheid vóór stemmen) onder het akkoord minder aan waarde mogen ontvangen dan zij in geval van liquidatie naar verwachting zouden ontvangen.²⁷⁵ Een liquidatie-analyse is in elk geval ook om praktische redenen meestal nodig om aan crediteuren inzichtelijk te maken dat zij onder het akkoord naar verwachting beter af zijn dan zonder het akkoord en om aldus hun steun voor het akkoord te verwerven.

Een vierde doel van waardering kan zijn om de omvang vast te stellen van de bevoorrechte aanspraak van crediteuren met een zekerheidsrecht of een bijzonder voorrecht waar de omvang van deze bevoorrechte aanspraak gekoppeld is aan de waarde van het onderliggende goed.

Een vijfde doel van een waardering kan zijn om voor de klassenindeling van geseceerde crediteuren vast te stellen welk deel van hun vordering als gedekt moet worden aangemerkt en daarmee zou moeten worden ingedeeld in de klasse van geseceerde crediteuren en welk deel van de vordering als ongedekt heeft te gelden en daarmee zou moeten worden ingedeeld in de klasse van ongesecureerde crediteuren. Zie in dit verband ook paragraaf 4.3.5 hiervoor.

5.3 Het onderwerp van de waardering

Het onderwerp van de waardering vloeit voor een belangrijk deel reeds uit het doel van de waardering voort. Voor het vaststellen wat er in totaal (in natura) aan te verdelen waarde bestaat, is het onderwerp van de waardering in het kader van een herstructurering niet, althans niet uitsluitend, de onderneming als geheel. De waarde van de onderneming wordt uitgekeerd in de vorm van verschillende financiële instrumenten. Het zijn deze afzonderlijke financiële instrumenten die moeten worden gewaardeerd om vast te stellen of de crediteuren aan waarde ontvangen waar zij

²⁷⁴ Zie hierover paragrafen 3.4.4 – 3.4.7.1 en 8.9.6 – 8.9.7.

²⁷⁵ Zie hierover nader paragraaf 8.9.3.3.

recht op hebben. Uiteraard is de waarde van de uitgegeven financiële instrumenten een functie van de waarde van de onderneming zelf.²⁷⁶ De totaal te verdelen waarde is gelijk aan de optelsom van de waarde van alle uit te keren afzonderlijke vermogenstitels. Zoals ook al hiervoor in paragraaf 3.4.5.3 is opgemerkt, is de optelsom van de waarde van alle uit te geven vermogenstitels niet noodzakelijkerwijs gelijk aan de waarde (*enterprise value*) van de onderneming als geheel. Als gevolg van verhoogde incurantheid van de afzonderlijke titels en het feit dat de toegekende afzonderlijke minderheidsbelangen ieder op zichzelf geen controle verschaffen, zal de optelsom van de waarde van alle afzonderlijke financiële instrumenten meestal geringer zijn dan de waarde van de onderneming als geheel.²⁷⁷

Een waardering van afzonderlijke financiële instrumenten is ook nodig om vast te stellen of de waarde van de toegekende uitkering overeenkomt met de waarde waarop de betreffende crediteur aanspraak heeft. Deze kan per financieel instrument verschillen. De ene crediteur verkrijgt wellicht een vordering uit een gecureerde lening met een relatief lage rente, de andere crediteur verkrijgt mogelijk rechten uit een ongecureerde (al dan niet converteerbare) lening met een hogere rente, de volgende crediteur verkrijgt preferente aandelen met een zekere coupon terwijl weer een andere crediteur gewone aandelen ontvangt. Al deze verschillende financiële instrumenten moeten afzonderlijk worden gewaardeerd.

De waarderingen die in de meeste voorbeelden in dit boek worden genoemd, zijn omwille van eenvoud gebaseerd op een waardering van de hypothetische onderneming als geheel. Het feit dat het nodig is de toegekende uitkeringen afzonderlijk te waarderen, komt daarin niet tot uiting.

Voor zover de relevante klassen bij meerderheid een uitkering anders dan in contanten afwijzen en om die reden bepaald moet worden wat naar redelijke verwachting de opbrengst in contanten in geval van liquidatie zou zijn, is het onderwerp van de waardering afhankelijk van de waarderingpremisse (waarover

²⁷⁶ Zie ook T.H. Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy*, Harvard University Press, p. 219: “(...) *in any case where the creditors are getting paid not in cash but in new pieces of paper against the reorganized enterprise, the bankruptcy judge must also value those pieces of paper to see whether they are adequate (...). But one cannot determine the value of this paper in the abstract or by focusing on its nominal (or face) value. Instead, the value of these pieces of paper depends on the value of the firm itself.*” Zie ook C.J. Fortgang and T.M. Moers, *Valuation in Bankruptcy*, *UCLA L.Rev.* 1985, Vol. 32, 1062 en 1105.

²⁷⁷ Zie ook paragraaf 3.4.5.3 hiervoor en paragraaf 5.7 hierna.

meer in de volgende paragraaf). Is de waarderingspremissie dat in geval van liquidatie een verkoop van de onderneming als *going concern* zal plaatsvinden, dan is het onderwerp van de waardering de onderneming als *going concern* geheel (inclusief een te bedingen *controle premium*). Is de waarderingspremissie dat in geval van liquidatie een *piecemeal* verkoop van alle losse activa zal plaatsvinden op basis van de analyse dat de onderneming méér in losse onderdelen dan als *going concern* geheel zal opleveren, dan zijn alle losse activa onderwerp van de waardering.

Voor zover de omvang moet worden vastgesteld van aanspraken die een hogere rang hebben op grond van een zekerheids- of een bijzonder voorrecht, zijn de goederen waarop de betreffende zekerheids- of voorrechten rusten het onderwerp van waardering. Hetzelfde geldt *mutatis mutandis* voor de klassenindeling van gecureerde crediteuren.

5.4 De waarderingspremissie

De waarderingspremissie (*premise of value*) handelt om de vraag op basis van welk gebruik het vermogensobject²⁷⁸ moet worden gewaardeerd.²⁷⁹ De eerste algemene premissie betreft de vraag of de waarde moet worden bepaald van het nut dat het object voor de houder heeft die het vermogensobject voor eigen nut houdt (*value to the holder* of *value in use*) dan wel of de waarde van het vermogensobject moet worden bepaald in de aanwending als middel om te verzilveren door middel van een ruiltransactie (*value in exchange*).²⁸⁰

Ik roep in dit verband het eerder genoemde onderscheid tussen prijs en waarde in herinnering (zie paragraaf 3.4.2.1 hiervoor): waarde is de abstracte notie van het nut dat het object of het belang voor de houder ervan oplevert (*value to the holder* of *value in use*) of de prijs die mogelijk onder bepaalde randvoorwaarden zou kunnen worden gerealiseerd bij een verkooptransactie in een hypothetische context (*value in exchange*).²⁸¹ Prijs is het bedrag in contanten dat daadwerkelijk kan worden

²⁷⁸ Waaronder ik tevens versta een recht tot toekomstige kasstromen.

²⁷⁹ Zie o.a. S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 47 e.v.

²⁸⁰ J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 20 – 21.

²⁸¹ Zie over het onderscheid tussen *price* en *value* in de context van waardering en het onderscheid tussen *value to the holder* (ook wel aangeduid als *value in use*) en *value in exchange* o.a. J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 18 – 21 en G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, p. 106.

gerealiseerd als vraag en aanbod in de echte wereld bij elkaar komen in een concrete transactie.

De verdere waarderingspremissen betreffen een nadere precisering van het operationele gebruik van het vermogensobject aan de hand waarvan de waarde wordt bepaald.²⁸²

Een stuk grond zou bijvoorbeeld kunnen worden gebruikt voor agrarische doeleinden, voor het aanleggen van een bedrijventerrein of voor het bouwen van woningen. Op basis van welk gebruik moet de waardering dan plaatsvinden? Indien bij de waardering geen specifiek gebruik is bepaald, wordt het gebruik voor de waardering bepaald aan de hand van het concept *highest and best use (HABU)*. Binnen de gebruiksmogelijkheden die fysiek mogelijk en juridisch toegelaten zijn, wordt voor de waardering dan het gebruik gekozen dat de hoogste contante waarde oplevert (*highest present value*).

In het kader van de waardering van een (belang in een) onderneming gaat het bij de waarderingspremissen voornamelijk om de vraag of de onderneming een hogere waarde genereert als een *going concern* dan wel bij een *piecemeal* verkoop van afzonderlijke activa of onderdelen.

Ook voor het vaststellen van de omvang van de verwachte contante opbrengst bij liquidatie van de onderneming zal de vraag moeten worden beantwoord naar de beste wijze van aanwending van de middelen die tezamen de onderneming vormen (*going concern* of *piecemeal* verkoop).

Bij het waarderen van onder het akkoord uitgegeven financiële instrumenten zal de *going concern* voortzetting van de onderneming in de regel het uitgangspunt zijn. De vraag is dan op basis van welke wijze van aanwending de toegekende financiële instrumenten moeten worden gewaardeerd. Moet men bij de waardering ervan uitgaan dat de crediteuren de toegekende financiële instrumenten zullen houden voor eigen nut (*value to the holder*) dan wel dat zij de waarde ervan zullen verzilveren door middel van een ruiltransactie (*value in exchange*). Het is aannemelijk dat de crediteuren, die de uitgegeven financiële instrumenten min of meer opgedrongen hebben gekregen, deze in beginsel door middel van een

²⁸² J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, Standards of Value; Theory and Applications, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 28.

ruiltransactie zullen willen verzilveren. De in het kader van een herstructurering uitgegeven financiële instrumenten worden in beginsel gewaardeerd tegen marktwaarde (*fair market value*).²⁸³ De *fair market value* geeft de prijs weer van een hypothetische verkooptransactie en is gebaseerd op de *value in exchange* premisse.²⁸⁴

Voor het vaststellen van de omvang van het gedekte deel van bevoorrechte vorderingen, is de waarderingspremissie bij de waardering van de belaste goederen weer afhankelijk van de vraag of op de vordering een uitkering in natura dan wel een uitkering in contanten op basis van executiewaarde plaatsvindt. Bij een uitkering in natura dient waardering plaats te vinden zonder de aanname dat een (gedwongen) verkoop moet plaatsvinden. De schuldenaar zal het onderpand dan veelal behouden en blijven gebruiken. Het lijkt mij verdedigbaar om in die situatie *value in use* als waarderingspremissie te hanteren.²⁸⁵ Bij een uitkering in contanten op basis van executiewaarde daarentegen vindt waardering juist wel plaats op basis van de aanname van een (gedwongen) verkoop (*value in exchange as part of an involuntary liquidation*).

Drie veel voorkomende waarderingspremissen zijn:²⁸⁶

1. *Value in continued use as part of a going concern enterprise*. Het goed wordt beoordeeld als onderdeel van een *going concern* onderneming waarbij een verkoop zou plaatsvinden in samenhang met een toekomstige verkoop van de onderneming als *going concern* geheel.
2. *Value in exchange as part of an orderly disposition*. Het goed wordt niet verkocht als onderdeel van een *going concern* onderneming maar op *stand alone* basis

²⁸³ Zie o.a. G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, p 103 e.v., I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 39 e.v. en paragraaf 3.4.7.3 hiervoor.

²⁸⁴ J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 21.

²⁸⁵ Gebruik van de waarderingspremissie "*value in exchange as part of an orderly disposition*" (zie hieronder) komt mij in deze situatie echter ook verdedigbaar voor. De keuze welke van de twee waarderingspremissen te hanteren, lijkt mij vooral een rechtspolitieke vraag naar de omvang en sterkte die men aan het zekerheidsrecht wenst te geven. Ik zou voorstander zijn van een systeem dat partijen zoveel mogelijk vrijheid laat de omvang van het zekerheidsrecht zelf te bepalen; vgl. N.W.A. Tollenaar, *Over het faillissement als instrument van de financier en het evenwicht tussen gecureerde en ongecureerde crediteuren*, TvI 2016/9. Zie in dezelfde zin W. Snijders, *Concursus creditorum en de verdelende rechtvaardigheid in het privaatrecht*, in: M.W. Hesselink, C.E. du Perron en A.F. Salomons, *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, Boom Juridische Uitgevers, 2003, p.281.

²⁸⁶ I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 244 – 245.

zonder dat andere goederen worden mee verkocht. Het goed wordt voor een normale periode aan de relevante markt blootgesteld. De verkoper hoeft niet vóór een bepaalde datum te verkopen en heeft de vrijheid om een bod af te wijzen.

3. *Value in exchange as part of a (voluntary or involuntary) liquidation.* Het goed wordt niet verkocht als onderdeel van een *going concern* onderneming maar op *stand alone* basis zonder dat andere goederen worden mee verkocht. Het goed wordt aan de relevante markt blootgesteld voor een periode die korter is dan normaal. De verkoper moet (of zal) vóór een bepaalde datum verkopen. Hij kan (of zal) het hoogste bod dat hij tot die datum heeft ontvangen niet weigeren ook al zou hij mogelijk een hoger bod kunnen ontvangen door langer te wachten.

5.5 De waarderingsstandaard

De vraag naar de toe te passen waarderingsstandaard betreft de vraag voor wie het object waarde heeft. Drie veel toegepaste waarderingsstandaarden zijn *fair market value* (marktwaarde), *investment value* en *intrinsic value*.²⁸⁷ De toepasselijke waarderingsstandaard is mede afhankelijk van de gehanteerde waarderingspremissie.

De marktwaarde (*fair market value*) wordt, zoals hiervoor in paragraaf 3.4.2.1 is aangegeven, gedefinieerd als de (hoogste) prijs in contanten die een hypothetische bereidwillige koper en een hypothetische bereidwillige verkoper met voldoende en vergelijkbare informatie overeen zouden komen in een vrije en onbelemmerde markt (waarin alle potentiële kopers worden bereikt) zonder verplichting of druk om te kopen of te verkopen.²⁸⁸ De marktwaarde (*fair market value*) beantwoordt derhalve de vraag wat het object waard is voor een *hypothetische* bereidwillige koper.

²⁸⁷ Zie S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 41 e.v. en G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, p. 108 – 109.

²⁸⁸ *Fair Market Value* wordt in het Engels veelal in de volgende bewoordingen omschreven of in bewoordingen van gelijke strekking: “*the (highest) price, expressed in terms of cash or cash equivalents, at which property would exchange hands between a hypothetical willing and able buyer and a hypothetical willing and able seller, acting at arms length in an open and unrestricted market, when neither is under compulsion to buy or sell and when both have reasonable knowledge of the relevant facts.*” Zie bijvoorbeeld G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, Appendix 4.

Bij de *fair market value* gaat het om de waarde van het vermogensobject in het kader van een ruiltransactie. Deze waarderingsstandaard valt derhalve onder de waarderingspremissie *value in exchange*.²⁸⁹

De *investment value* standaard beantwoordt de vraag wat het object waard is voor een concrete specifieke koper. Een concrete koper zou specifieke redenen kunnen hebben waarom het object voor hem meer waard is dan voor een ander, zoals bepaalde synergievoordelen, strategische overwegingen of emotionele redenen. Dergelijke specifieke drijfveren van concrete kopers laat de *fair market value* standaard buiten beschouwing. Bij de waarderingsstandaard *investment value* gaat het om de waarde dat het nut van het vermogensobject heeft voor een specifiek koper. Deze waarderingsstandaard valt derhalve onder de waarderingspremissie *value to the holder*.²⁹⁰

De *intrinsic value* maatstaf beantwoordt de vraag wat het object op basis van een abstracte financiële analyse waard is naar het oordeel van de financieel analist zonder dat deze waarde noodzakelijkerwijs tot uitdrukking komt in de markt. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat de markt het object, in de ogen van de financieel analist, consequent onderwaardeert.

Bij het bepalen van de waarde van een uitkering anders dan in contanten in het kader van een herstructurering wordt in beginsel de marktwaarde (*fair market value*) als waarderingsstandaard gehanteerd.²⁹¹ In paragraaf 3.4.7.3 hiervoor is toegelicht waarom de marktwaarde voor dit doel de aangewezen standaard is, op voorwaarde dat het recht van crediteuren op een uitkering in contanten in geval van liquidatie voldoende is gewaarborgd.

Voor zover moet worden bepaald wat naar redelijke verwachting de opbrengst in contanten zou zijn in geval van liquidatie, moet de waarde worden bepaald uitgaande van een gedwongen executieverkoop onder omstandigheden die per definitie afwijken van de hypothetische omstandigheden die worden verondersteld bij het bepalen van de *fair market value*. De veronderstelde executieverkoop vindt

²⁸⁹ J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, Standards of Value; Theory and Applications, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 21, 37 en 42.

²⁹⁰ J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, Standards of Value; Theory and Applications, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 21 en 24.

²⁹¹ Zie ook I. Shaked and R.F. Reilly, A Practical Guide to Bankruptcy Valuation, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 39; zie ook hiervoor paragraaf 3.4.7.3.

plaats onder dwang, de blootstelling aan de markt is in de tijd begrensd, mogelijk worden niet alle potentiële kopers bereikt en er is veelal sprake van onvoldoende en/of ongelijke informatie. Zie ook paragrafen 3.4.2.3 en 3.4.3.3 hiervoor. Bij het inschatten van de opbrengst van een gedwongen verkoop is *fair market value* niet aan de orde²⁹² en is de executiewaarde de te hanteren waarderingmaatstaf. De executiewaarde geeft het naar verwachting hoogste bedrag aan waartegen de onderneming als *going concern* (of in onderdelen indien dat méér oplevert) door middel van een wettelijke liquidatieprocedure in contanten is om te zetten. Tot een wettelijke liquidatieprocedure reken ik in dit verband ook een akkoord dat voorziet in verkoop van de onderneming aan een derde tegen betaling in contanten en daarmee een uitkering volledig in contanten.²⁹³

Voor het vaststellen van de omvang van het gedekte deel van een bevoorrechte vordering zal de waarderingstandaard die wordt toegepast bij de waardering van de belaste goederen afhangen van de vraag of de geseceureerde of bevoorrechte crediteur een uitkering in contanten ontvangt op basis van zijn aandeel in de executiewaarde dan wel een uitkering ontvangt in natura op basis van zijn aandeel in de reorganisatiewaarde. Verlangende relevante crediteuren bij meerderheid een contante uitkering op basis van wat zij naar redelijke verwachting in geval van liquidatie zouden ontvangen, dan ligt het niet voor de hand bij de waardering van de belaste goederen de *fair market value* te hanteren omdat de aanspraak op contanten is gebaseerd op het scenario van een gedwongen executieverkoop. Het ligt dan voor de hand de omvang van het gedekte deel van een bevoorrechte vordering te bepalen aan de hand van de executiewaarde van de belaste goederen.²⁹⁴ Ontvangt een geseceureerde of bevoorrechte crediteur op zijn bevoorrechte aanspraak daarentegen een uitkering in natura, dan is bij de waardering van de belaste goederen voor het vaststellen van het gedekte deel van een bevoorrechte vordering *fair market value* als waarderingstandaard wel aangewezen. Een uitkering in natura vindt immers juist plaats om de waardedrukkende omstandigheden van een gedwongen verkoop te voorkomen.²⁹⁵

²⁹² J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007, p. 37: "... *fair market value should not be determined by virtue of a forced sale (...)*". Zie ook p. 56 - 57.

²⁹³ Zie hierover ook paragraaf 3.4.3.2.

²⁹⁴ Zie ook D.G. Baird and T.H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy*, *University of Chicago Law Review*, 1984/51, p. 116, voetnoot 62 en p. 119, voetnoot 70.

²⁹⁵ Zie ook paragraaf 3.4.7.2. Paragrafen 3.4.2, 3.4.3.3 en 3.4.5.2 raken ook aan dit onderwerp.

5.6 De waarderingmethode

Er zijn vele verschillende manieren om de marktwaarde (*fair market value*) van een (belang in een) onderneming te waarderen. Meestal worden meerdere methoden naast elkaar gebruikt en de uitkomsten met elkaar vergeleken om een waardering met een zekere bandbreedte op te leveren.

De drie voornaamste benaderingen om tot een waardering te komen, zijn de marktbenadering (*market approach*), de activabenadering (*asset based approach*) en de inkomstenbenadering (*income approach*).²⁹⁶

In de marktbenadering probeert men de marktwaarde van de onderneming af te leiden uit de aandelenkoers van vergelijkbare publieke ondernemingen (*guideline public company method*) en/of de betaalde koopprijs bij overnames van vergelijkbare (private) ondernemingen (*transaction method*).²⁹⁷

Bij de activabenadering wordt de waarde van de onderneming bepaald door de marktwaarde van alle afzonderlijk activa te waarderen en de schulden daarop in mindering te brengen.²⁹⁸ Deze methode leent zich vooral voor gevallen waarin de onderneming niet *going concern* maar in losse onderdelen wordt verkocht.

In de inkomstenbenadering worden de toekomstige vrije kasstromen geprognoseerd (al dan niet met behulp van Monte Carlo simulaties) en aan de hand van een zekere disconteringsvoet contant gemaakt naar de waarderingsdatum (*discounted cash flow "DCF" method*). De disconteringsvoet komt overeen met de rendementseis op het geïnvesteerde kapitaal. De rendementseis bestaat in essentie uit een vergoeding voor de tijdswaarde van geld en een risicopremie voor de betreffende onderneming. Er bestaan verschillende methodes om de toepasselijke disconteringsvoet te bepalen, waaronder de zogenaamde *build-up method*, het *modified capital asset pricing model*, de *price to earnings reciprocal method* en de *weighted average cost of capital method*.²⁹⁹

Simkovic wijst er in een recent *working paper* op dat de waarderingmethoden die rechters hanteren in de Amerikaanse insolventiepraktijk in de loop van de tijd zijn

²⁹⁶ S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 62 e.v.

²⁹⁷ Zie verder o.a. S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 261 e.v.

²⁹⁸ Zie verder o.a. S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 349 e.v.

²⁹⁹ Zie verder o.a. S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 173 e.v.

verschoven van *earnings multiples* naar DCF en recentelijk doorbewegen naar nieuwe marktgebaseerde benaderingen die de gevestigde methoden aanvullen en soms vervangen.³⁰⁰ Hij constateert dat rechters met aanzienlijke vertraging van soms enkele decennia hiermee de ontwikkelingen volgen in de financiële sector en de wetenschap. Hij verklaart een verschuiving naar markt georiënteerde waarderingstechnieken door de inherente subjectiviteit van een DCF analyse en de behoefte aan methoden die een grotere mate van nauwkeurigheid en objectiviteit bieden en minder kostbaar zijn.³⁰¹ Ook de verschuiving in de Amerikaanse praktijk van traditionele reorganisatie-akkoorden naar zogenaamd 363-activatransacties verklaart Simkovic mede door de voorkeur voor een marktwaardering boven een zuiver gerechtelijke waardering in het kader van een herstructurering.³⁰²

5.7 Afslagen en premies wegens incurantheid en controle

Bij het waarderen van financiële belangen in een onderneming worden afslagen toegepast voor eventuele incurantheid en gebrek aan controle of wordt, omgekeerd, juist een premie toegepast indien het om een controlerend belang gaat. Er worden in dit verband in hoofdzaak vier zogenaamde *levels of value* onderscheiden, te weten *controlling/ marketable*, *controlling/non-marketable*, *non-controlling/marketable* en *non-controlling/non-marketable*.³⁰³

³⁰⁰ M. Simkovic, The Evolution of Valuation in Bankruptcy (July 16, 2016), working paper to be presented at 2016 National Conference of Bankruptcy Judges; Am. Bankr. L.J. (Forthcoming). Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=2810622>, p. 1: “Over the course of the 20th century, methods of financial analysis in bankruptcy have shifted from earnings multiples to discounted cash flow (DCF) and recently to market-based approaches such as auctions, market pricing of equity and unsecured debt, and credit spreads.”

³⁰¹ M. Simkovic, The Evolution of Valuation in Bankruptcy (July 16, 2016), working paper to be presented at 2016 National Conference of Bankruptcy Judges; Am. Bankr. L.J. (Forthcoming). Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=2810622>, p. 4-5: “Established methods of financial analysis such as DCF, though quantitative and grounded in assumptions of efficient markets, largely depend on subjective judgments. (...) New market-based methods can be more objective, less susceptible to hindsight bias, harder to manipulate, and less expensive to implement.” Als voorbeeld van de soms excessieve kosten van de traditionele financiële analysemethoden wijst Simkovic naar de zaak *re Caesars Entertainment Operating Company, Case No. 15-01145 (ABG)*, (*Bankr. ND. II. Jan 15, 2015*) waarin de kosten die ten laste van de boedel kwamen voor de te verrichten financiële analyse circa EUR 17 miljoen beliepen. Hij merkt op (p.7): “a more thorough market-based analysis to inform adjudication would likely continue to be faster, more predictable and much more cost-effective than the traditional approach.”

³⁰² M. Simkovic, The Evolution of Valuation in Bankruptcy (July 16, 2016), working paper to be presented at 2016 National Conference of Bankruptcy Judges; Am. Bankr. L.J. (Forthcoming). Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=2810622>, p. 5: “In the context of plan confirmation and alternatives to chapter 11 reorganization, the rise of 363 sales is driven in part by preferences for a market valuation through a judicially supervised auction process rather than purely judicial valuations” met verdere verwijzingen.

³⁰³ Zie voor de bepaling van de op- of afslagen o.a. G.R. Trugman, *Business Valuation*, AICPA, 2012, hoofdstukken 14 en 15. Zie ook S.P. Pratt and A.V. Niculita, *Valuing a Business*, McGraw-Hill 2008, p. 66 e.v. en p. 381 e.v.

Bij private ondernemingen is de markt voor de onderneming als geheel in de regel meer liquide dan de markt voor afzonderlijke financiële instrumenten in de onderneming. Verkoop van de onderneming als één geheel levert in de regel dan ook méér op dan de optelsom van de waarde van alle afzonderlijke financiële deelbelangen in de onderneming. Zie in dit verband ook paragraaf 3.4.5.2 hiervoor. In het kader van een herstructurering doen de crediteuren die bij wijze van uitkering in natura een schuldinstrument of (minderheids)aandelenbelang in de onderneming verkrijgen er dan ook doorgaans goed aan afspraken over een gecoördineerde toekomstige verkoop te maken. Denk bijvoorbeeld aan de afspraak dat crediteuren met aandelenbelangen hun aandelen slechts mogen verkopen indien de schuldinstrumenten van andere crediteuren worden meeverkocht (*stapling*) en/of dat aandeelhouders bij een verkoop mogen verlangen dat hun aandelen worden meeverkocht of de aandelen van andere aandeelhouders mogen meeverkopen (*tag along / drag along* afspraken).

5.8 De waarderingsdatum

Bij een waardering in het kader van een herstructurering zouden de relevante waarderingsdata in beginsel moeten worden vastgesteld per de datum van homologatie. In de Amerikaanse praktijk wordt dit aangeduid als “*the day of reckoning*”.³⁰⁴

Het is denkbaar dat men op de waarderingsdatum verwacht dat de kasstromen van de onderneming in de toekomst zullen groeien. Waardering per een zekere peildatum betekent niet dat men een verwachte groei van de kasstromen die na de peildatum optreedt buiten beschouwing laat. Verwachte stijgende kasstromen worden in de waardering betrokken en contant gemaakt. Voorspelt men bij de waardering toekomstige groei, dan is deze groeivoorspelling verdisconteerd in de waardering op de peildatum.

Indien men de waarde per de peildatum bepaalt door geprognostiseerde toekomstige (al dan niet stijgende) kasstromen tegen een zekere disconteringsvoet contant te maken, moet men een eventueel geprognostiseerde toekomstige stijging van de

³⁰⁴ Zie o.a. D.G. Baird & D.S. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 Yale L.J. (2006), p. 1937: “*The reorganization of an insolvent enterprise is the equivalent of a going-concern sale of the business to its creditors in exchange for their claims. (...) At the time [the reorganization takes place], the business must be valued for purposes of allocating interests in it among its new owners (the creditors). This valuation necessarily collapses all future possibilities to a present value.*”

kasstromen voor de bepaling van de waarde op de peildatum onderscheiden van een stijging van de waarde die zich mogelijk na de peildatum zou kunnen voordoen. Een waardestijging na de peildatum zou zich dan bijvoorbeeld kunnen voordoen doordat de groei van de kasstromen hoger uitpakt dan aanvankelijk begroot of omdat de kosten van kapitaal na de peildatum (bijvoorbeeld als gevolg van een rentedaling) afnemen.

De vraag rijst vervolgens of men bij het vaststellen van de totale waarde die in het kader van een herstructurering voor uitdeling (in natura) beschikbaar is ook de waarde moet meenemen van de kans op een toekomstige waardestijging die zich na de peildatum zou kunnen voordoen. Ik duid dit aan als de “optiewaarde”; zie ook paragraaf 5.9.9 hierna.

In de Amerikaanse juridische gemeenschap gaan stemmen op om aan junior vermogensverschaffers de optiewaarde van een mogelijke toekomstige waardestijging toe te kennen.³⁰⁵

De vermogensverschaffers van de onderneming genieten in beginsel de kans dat de waarde van de onderneming in de toekomst stijgt. Op het moment dat de onderneming niet meer in staat is aan haar opeisbare verplichtingen te voldoen en tot liquidatie kan worden overgegaan, verliezen de vermogensverschaffers de mogelijkheid deze kans te realiseren door verwezenlijking ervan af te wachten (*value in use*). Dit verlies is een inherent uitvloeisel van de verhaalsrechten van de crediteuren. Er bestaat in beginsel geen reden om hieraan te tornen. De vermogensverschaffers kunnen de waarde van de kans op een toekomstige waardestijging dan nog slechts realiseren door deze (als onderdeel van de gehele onderneming) te verkopen (*value in exchange*).³⁰⁶ Bij een herstructurering nemen de aanspraakgerechtigde crediteuren de onderneming met alle daaraan verbonden toekomstkansen zelf over en verkrijgen zij (weer) de mogelijkheid om de toekomstkansen te realiseren door verwezenlijking daarvan af te wachten.

³⁰⁵ Vgl. onder het Amerikaanse recht in re *Heritage Highgate, Inc.*, 499 B.R. 451, 456 (D.N.J. 2011); D.G. Baird & D. Bernstein, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, 115 *Yale L.J.* 1930 – 1970, (2006). In de Amerikaanse juridische gemeenschap gaan stemmen op om aan junior crediteuren de optiewaarde van toekomstige waardeaan groei toe te kennen; zie o.a. A.J. Casey, *The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11*, *Unv. Ch. L.R.* 78, 3, (2011) en ABI, *Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations*, 2014, p. 207 e.v.

³⁰⁶ Bij verkoop van de volledige rechten tot een goed verkrijgt de verkrijger iedere denkbare optiewaarde van dat goed. Indien de prijs in de open markt tot stand komt, kan een vergoeding voor die optiewaarde in de prijs geacht te zijn inbegrepen.

De rechtvaardiging voor het betrekken van de optiewaarde bij de bepaling van de totaal voor verdeling beschikbare waarde, is dat een koper de onderneming inclusief optiewaarde (de kans op een toekomstige waardestijging) verkrijgt en een vergoeding voor de optiewaarde, althans in theorie, in de prijs kan worden geacht te zijn inbegrepen. De crediteuren kunnen, in volgorde van rang, aanspraak maken op de gehele prijs inclusief de daarin begrepen vergoeding voor de optiewaarde.

Bij een herstructurering verkrijgen de aanspraakgerechtigde crediteuren zelf de onderneming, inclusief alle daarin vervatte optiewaarde. Of men, theoretisch beschouwd, de optiewaarde apart zou moeten vaststellen en alloceren, hangt mijns inziens af van de waarderingsmethode die men bij de bepaling van de te verdelen waarde hanteert. Bepaalt men de waarde aan de hand van vergelijkbare markttransacties (*market approach*) dan kan een vergoeding voor de optiewaarde in beginsel geacht worden te zijn inbegrepen in de prijs van de vergeleken transacties en daarmee in de aan de hand daarvan vastgestelde marktwaarde van de onderwerpelijke onderneming. Bepaalt men de waarde daarentegen aan de hand van geprognostiseerde kasstromen tegen een zekere disconteringsvoet (*income approach*) zonder daarbij rekening te houden met de kans dat de kasstromen in de toekomst mogelijk hoger, of de toe te passen disconteringsvoet (bijvoorbeeld wegens een rentedaling) mogelijk lager zou kunnen liggen dan geprognostiseerd, dan is de optiewaarde nog niet in de berekende marktwaarde inbegrepen en zou deze, in theorie, nog apart moeten worden vastgesteld en gealloceerd.

Ik aarzel of het in het kader van een herstructurering wenselijk is optiewaarde apart te berekenen en toe te kennen (voor zover deze niet in een marktgebaseerde waardering is inbegrepen). Bij een herstructurering zal de optiewaarde dan moeten worden bepaald met behulp met ingewikkelde optiewaarderingsmodellen die in beginsel zijn toegesneden op de waardering van opties op beursgenoteerde effecten. De bepaling van de optiewaarde van een niet-beursgenoteerde onderneming is niet goed mogelijk. De mogelijke theoretische elegantie van, en de rechtvaardiging voor het toekennen van optiewaarde staan mijns inziens niet in verhouding tot de extra complexiteit en ruimte voor geschil die dit introduceert.³⁰⁷

5.9 Overige gehanteerde begrippen

³⁰⁷ De ABI stelt vermoedelijk mede om deze reden voor de invoering van een optiewaardeconcept alleen te overwegen bij grote ondernemingen; ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 207 e.v.

In deze paragraaf wordt nog een korte uitleg gegeven van enkele andere waardebegrippen die in dit boek worden gehanteerd.

5.9.1 *Activawaarde*

De activawaarde is de optelsom van de waarde van alle afzonderlijke voor overdracht vatbare activa. Men zou de nieuwprijs bij vervanging in beginsel als de theoretische bovengrens van de activawaarde kunnen beschouwen.³⁰⁸ Het concept van activawaarde is met name dienstig om de aanspraak van geseceerde crediteuren te beoordelen. Geseceerde crediteuren met zekerheidsrechten op alle activa hebben geen bevoorrechte aanspraak op meer dan de activawaarde. Naar Nederlands recht is het immers niet mogelijk om een zekerheidsrecht te vestigen op *goodwill*. Zie ook paragraaf 8.9.8 hierna.

5.9.2 *Kasstroomwaarde*

De kasstroomwaarde is de waarde van de toekomstige vrije kasstromen die de onderneming verwacht te zullen genereren. De kasstroomwaarde wordt bepaald door de verwachte toekomstige vrije kasstromen te prognosticeren en deze vervolgens contant te maken tegen een bepaalde disconteringsvoet die gebaseerd is op de rendementseis die samenhangt met het gepercipieerde risico.³⁰⁹

5.9.3 *Going concern waarde*

De *going concern* waarde is de ondernemingswaarde (*enterprise value*) op basis van het uitgangspunt dat de onderneming als geheel wordt voortgezet, in tegenstelling tot het alternatief waarbij de activiteiten worden gestaakt en de activa afzonderlijk verkocht. De *going concern* waarde veronderstelt dat de onderneming als *going concern* méér waard is dan de optelsom van de waarde van de afzonderlijke activa (activawaarde) en dat derhalve een zekere mate van *goodwill* aanwezig is. De *going concern* waarde kan op basis van *fair market value* of op basis van executiewaarde worden bepaald.

³⁰⁸ Aannemende dat de waarde van een actief in de loop van de tijd alleen maar daalt. In bijzondere gevallen is denkbaar dat de waarde van een goed uitstijgt boven de aanschafwaarde.

³⁰⁹ Zie ook hiervoor paragrafen 2.6.6.2 en 5.6.

5.9.4 Goodwill

De *goodwill* is het positieve verschil tussen de kasstroomwaarde of de prijs die een derde bereid is voor de onderneming te betalen en de activawaarde (aannemende dat de activawaarde lager is, anders wordt er gesproken van “*badwill*”).

5.9.5 Ondernemingswaarde of Enterprise Value

In dit boek spreek ik veelvuldig over de waarde van de onderneming. Ik doel hier op de *enterprise value* van de onderneming, dus de waarde van de onderneming (alle activa en activiteiten) zonder rentedragende schulden.³¹⁰ Modigliani en Miller toonden aan dat in een efficiënte markt en fiscale effecten buiten beschouwing gelaten de *enterprise value* onafhankelijk is van de kapitaalstructuur.³¹¹ De *enterprise value* wordt meestal bepaald op *going concern* basis aan de hand van de waarde van de toekomstige vrije kasstromen (kasstroomwaarde). De ondernemingswaarde is ook uit te drukken als de activawaarde + *goodwill*. Heeft de onderneming echter geen noemenswaardige positieve vrije kasstromen of ligt de kasstroomwaarde lager dan de activawaarde, dan is de *enterprise value* gelijk aan de (hogere) activawaarde. Een *going concern* scenario ligt dan niet voor de hand.

5.9.6 Reorganisatiewaarde

De reorganisatiewaarde is de waarde die de bestaande vermogensverschaffers realiseren (of zouden realiseren) bij de totstandkoming van een voorgesteld akkoord. Wordt de onderneming door middel van het akkoord verkocht aan een derde tegen volledige betaling in contanten waarbij geen van de bestaande vermogensverschaffers een belang in de onderneming behoudt, dan geeft de verkoopprijs niet alleen de liquidatiewaarde weer maar ook de reorganisatiewaarde. Immers, de vermogensverschaffers verkrijgen onder het akkoord niets anders dan de contante opbrengst van de verkoop aan de derde.³¹²

³¹⁰ Met “*debt*” wordt bedoeld de rentedragende schulden. De Enterprise Value wordt doorgaans op “*debt and cash free*” basis uitgedrukt en dan gedefinieerd als $Enterprise\ Value = Equity\ Value + Debt - Excess\ Cash\ and\ Cash\ Equivalents$. Omdat in het kader van insolventie en het bepalen van ieders aanspraak “*excess cash*” niet buiten beschouwing kan worden gelaten, wordt Enterprise Value hier gedefinieerd als $Enterprise\ Value = Equity\ Value + Debt$. Met andere woorden, Enterprise Value wordt hier niet op “*cash free*” basis uitgedrukt.

³¹¹ F. Modigliani and M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48 Am Econ Rev 261 (1958).

³¹² Zie in dit verband ook de definitie van “*reorganization value*” in geval van een verkoop zoals voorgesteld door de American Bankruptcy Institute, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 207: “*reorganization value means: (i) if the debtor is reorganizing under the*

Indien de onderneming in het kader van het akkoord niet wordt verkocht aan een derde maar in de vorm van verschillende financiële instrumenten wordt toebedeeld aan de bestaande vermogensverschaffers, kan de reorganisatiewaarde niet worden bepaald aan de hand van een daadwerkelijk tot stand gekomen prijs maar alleen aan de hand van een papieren waarderingsexercitie.³¹³ Op de louter op basis van financiële parameters op papier vastgestelde waarde van de onderneming in gereorganiseerde toestand moet men voor de bepaling van de reorganisatiewaarde in mindering brengen die uitkeringen en belangen die men moet toekennen om de onderneming ongehinderd te kunnen blijven voortzetten en de reorganisatiewaarde daadwerkelijk te kunnen realiseren.³¹⁴ Daarbij kan men denken aan de volledige voldoening van schulden aan handelscrediteuren (althans dwangcrediteuren) en het toekennen van een belang aan de ondernemer om van diens voortgezette betrokkenheid verzekerd te zijn.³¹⁵

Een akkoord zal vaak voorzien in een voortzetting van de onderneming maar niet altijd. Een akkoord kan ook voorzien in een gecontroleerde beëindiging van de activiteiten en verkoop van alle afzonderlijke activa (*controlled wind down*). In dat geval is de reorganisatiewaarde gelijk aan de opbrengst van de gecontroleerde afwikkeling.

5.9.7 Liquidatie- of executiewaarde

Liquidatiewaarde en executiewaarde worden als synoniemen gebruikt. De liquidatiewaarde is de hoogste prijs die in contanten te realiseren is bij een verkoop door middel van een wettelijke liquidatieprocedure (waarmee ik bedoel individuele

plan, the enterprise value attributable to the reorganized business entity, plus the net realizable value of its assets that are not included in determining the enterprise value and are subject to subsequent disposition as provided in the confirmed plan; or (ii) if the debtor is selling all or substantially all of its assets under section 363x or a Chapter 11 plan, the net sale price for the enterprise plus the realizable value of its assets that are not included in such sale and are subject to subsequent disposition as provided in the confirmed plan or as contemplated at the time of the section 363x sale”.

³¹³ Vgl T.H. Jackson, Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors’ Bargain, Yale Law Journal, 91/5, 1982, p. 893: “A reorganization, at least is as a start, may be viewed as a form of liquidation. The business entity, however, is sold to the creditors themselves rather than to third parties. (...) What differs in the situation in which the enterprise is sold to its own claimants, is that the valuation of the proceeds out of which the claims against the debtor are to be paid is more difficult.”

³¹⁴ Zie ook J.B. Cleveland, Valuation in bankruptcy and a financial restructuring context, Journal of Business Valuation 7/15/2003, p. 206.

³¹⁵ Vgl. D.G. Baird, The Uneasy Case for Corporate Reorganizations, 15 J. Legal. Stud. 127 (1986), p. 133: “Because the creditors have no claim to the managers’ expertise, they are only entitled to the value of the firm without it.” Zie ook paragraaf 8.9.6.2.

beslagexecutie, uitwinning van zekerheden, of een faillissementsprocedure) of door middel van een dwangakkoord. Zie uitgebreider hierover paragraaf 3.4.2.3 hiervoor.

Bij de executie van een onderneming hoeft het niet per definitie te gaan om een *piecemeal* verkoop. In het kader van een formele executie is ook een *going concern* verkoop mogelijk.³¹⁶ Denk bijvoorbeeld aan een doorstart uit faillissement al dan niet met behulp van een *pre-pack* of een gedwongen verkoop van de onderneming *going concern* geïmplementeerd door middel van een akkoord.³¹⁷

Het is goed om erop bedacht te zijn dat de betekenis die ik aan de term liquidatiewaarde toeken, afwijkt van de betekenis die sommige accountants aan de term "*liquidation value*" toekennen. Met "*liquidation value*" wordt soms bedoeld de opbrengst bij een gedwongen of ordelijke *piecemeal* verkoop.³¹⁸ Ik zou dit eerder aanduiden als "*break-up value*" of in beter Nederlands: de waarde bij ontmanteling of de ontmantelingswaarde. In de zin waarop ik de term liquidatiewaarde hanteer kan deze nadrukkelijk ook zien op de opbrengst van een verkoop van de onderneming *going concern*.³¹⁹

5.9.8 Marktwaaarde (*fair market value*)

De (hoogste) prijs in contanten die een hypothetische bereidwillige koper en een hypothetische bereidwillige verkoper met voldoende en vergelijkbare informatie

³¹⁶ Zie o.a. ook F.M.J. Verstijlen, Het Insolventieakkoord, in: N.E.D. Faber (red.), De Bewindvoerder een Octopus, Serie Onderneming en Rechts, deel 44, Kluwer, 2008, p. 141; dit is ook het geval onder het Amerikaanse recht; vgl. D.G. Baird, The Uneasy Case for Corporate Reorganizations, 15 J. Legal. Stud. 127 (1986), p. 133: "*a liquidation is consistent with keeping a firm intact as a going concern.*"

³¹⁷ Zie ook hierboven paragraaf 3.4.3.1 en 3.4.3.2.

³¹⁸ De International Glossary of Business Valuation Terms definieert Liquidation Value als "*the net amount that would be realised if the business is terminated and the assets are sold piecemeal. Liquidation can be either orderly or 'forced'*". Zie G.R. Trugman, Business Valuation, AICPA, 2012, Appendix 4.

³¹⁹ Couwenberg hanteert de term liquidatie in beginsel uitsluitend om een verkoop van de onderneming aan een derde "*going concern*" aan te geven. Een "*piecemeal*" verkoop duidt Couwenberg in het Nederlands aan als "*ontmanteling*"; zie O. Couwenberg, Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf?, Ondernemingsrecht 1999, p. 176. In lijn hiermee hanteert Couwenberg in het Engels de term "*liquidation*" om een verkoop aan te duiden van "*sets of related assets in their entirety to a third party, a going concern asset sale, which continues the operations of the firm*". Voor een verkoop van de activa "*piecemeal to different bidders*" hanteert Couwenberg in het Engels de term "*dissolution*". Zie O. Couwenberg, Resolving Financial Distress in the Netherlands, diss. Groningen, 1997, p. 22 en p. 33 waar hij schrijft: "*A last important point to raise here, concerns the differences between the financial restructuring via an asset sale, the liquidation of the firm and the dissolution of the firm. All three entail a sale of assets: with the financial restructuring via an asset sale, the firm is 'resold' to the owners of the distressed firm; with a liquidation the assets are sold to a third party who has no prior relationship with the firm; with a dissolution the sale of the assets destroys any synergistic value of combining these assets in that particular way. It is the change in ownership structure that differentiates the financial restructuring via an asset sale from the liquidation. It is the change in use of the assets that differentiates the financial restructuring and the liquidation from the dissolution of the firm.*"

overeen zouden komen in een vrije en onbelemmerde markt (waarin alle potentiële kopers worden bereikt) zonder verplichting of druk om te kopen of te verkopen.³²⁰ Zie uitgebreider hierover paragraaf 3.4.2.2 hiervoor.

5.9.9 *Optiewaarde*

De waarde van de kans dat de waarde van de onderneming binnen een zekere periode na de peildatum uitstijgt boven de waarde per de peildatum, waarbij de waarde per de peildatum wordt bepaald zonder rekening te houden met de kans op een waardeinstijging in de toekomst.

5.9.10 *In en out of the money*

Een vermogensverschaffer is in de in dit boek gehanteerde terminologie *in* of *out of the money* indien hij op basis van zijn rang wel of geen aanspraak heeft op de totaal voor uitkering beschikbare waarde (bij een voorgesteld akkoord is dat de reorganisatiewaarde) gewaardeerd tegen marktwaarde (*fair market value*), tenzij uitdrukkelijk een andere waarde of waarderingsmaatstaf is aangegeven.

5.9.11 *Senior en junior versus geseceerd en ongesecerd*

In dit boek hanteer ik veelvuldig de term “senior” en “junior” crediteuren. Deze termen hanteer ik niet als synoniemen voor “geseceerde” en “ongeseceerde” crediteuren. Een geseceerde crediteur heeft slechts voorrang op de opbrengst van de specifieke goederen die als onderpand zijn verstrekt. Een senior crediteur heeft voorrang op de gehele waarde van de onderneming tot het beloop van zijn vordering. Junior crediteuren ontvangen pas een uitkering nadat senior crediteuren geheel uit de volledige waarde zijn voldaan. Een dergelijk vorm van voorrang is bijvoorbeeld contractueel te bewerkstelligen met een afspraak tussen senior en junior crediteuren of vloeit voort uit de vennootschappelijke (groeps)structuur. Opmerkingen over de verhouding tussen junior en senior crediteuren zijn veelal *mutatis mutandis* van toepassing op de verhouding tussen aandeelhouders enerzijds en junior crediteuren (en senior crediteuren) anderzijds.

³²⁰*Fair Market Value* wordt in het Engels veelal in de volgende bewoordingen omschreven of in bewoordingen van gelijke strekking: “the (highest) price, expressed in terms of cash or cash equivalents, at which property would exchange hands between a hypothetical willing and able buyer and a hypothetical willing and able seller, acting at arms length in an open and unrestricted market, when neither is under compulsion to buy or sell and when both have reasonable knowledge of the relevant facts.” Zie bijvoorbeeld G.R. Trugman, Business Valuation, AICPA, 2012, Appendix 4.

Uitdrukkelijk of uit de context zal blijken dat ik op sommige plaatsen in dit boek de term senior of junior crediteuren gebruik om de crediteuren aan te duiden die in geval van liquidatie wel respectievelijk geen aanspraak zouden hebben op een uitkering in contanten, terwijl ik op andere plaatsen de term senior of junior crediteuren gebruik om de crediteuren aan te geven die *in* respectievelijk *out of the money* zijn op basis van reorganisatiewaarde (die gelijk kan zijn maar vaak niet gelijk is aan de liquidatiewaarde).

6. Hoofdpijnen van de Amerikaanse *Chapter 11* akkoordprocedure

6.1 Karakter van de Amerikaanse *Chapter 11* procedure

De Amerikaanse akkoordprocedure heeft een sterk judicieel karakter. De rechter heeft in het algemeen een intensieve bemoeienis met het gehele traject. Crediteuren kunnen in de loop van de procedure over een groot aantal onderwerpen van de rechter een beslissing vragen. In het kader van de homologatie (*confirmation*) toetst de rechter niet alleen procedurele aspecten, maar ook een groot aantal financieel-inhoudelijke onderwerpen. Indien het akkoord naar het oordeel van de rechter niet aan bepaalde financiële minimumcriteria voldoet, weigert de rechter de homologatie ook al hebben alle klassen vóór gestemd. Omgekeerd, kan de rechter het akkoord aan alle vermogensverschaffers opleggen indien slechts één klasse vóór heeft gestemd (die in theorie kan bestaan uit slechts één crediteur). Op verzoek van de schuldenaar kan de rechter crediteuren, waaronder gecureerde crediteuren, dwingen door te financieren (tegen een door de rechter vastgestelde rente), ook al is een meerderheid tegen. Het democratisch besluit van de crediteuren is in de Amerikaanse procedure niet altijd doorslaggevend. De rechter heeft vaak de doorslaggevende stem. Dit geeft de debiteur een verhoudingsgewijs sterke positie.³²¹

6.2 Hervorming van de *Chapter 11* procedure: het ABI rapport

Onder Amerikaanse herstructureringspecialisten bestaat consensus dat *Chapter 11* aan een herziening toe is. De American Bankruptcy Institute (ABI) heeft een

³²¹ Zie voor een compacte beschrijving van het Amerikaanse systeem ook R.D. Vriesendorp en R. van den Stigtenhorst, *Herstructurerings in de moderne financieringspraktijk: Nederland vs. de V.S.*, Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht 2013-2.

commissie in het leven geroepen om de knelpunten in kaart te brengen en voorstellen tot verbetering te doen. De commissie is samengesteld uit juridische en financiële adviseurs, vertegenwoordigers uit de rechterlijke macht en academici. De commissie heeft op 10 december 2014 een uitgebreid rapport uitgebracht met haar aanbevelingen.³²²

De belangrijkste onderwerpen die de ABI commissie in haar rapport aan de orde stelt, zijn hieronder puntsgewijs weergegeven louter om een indicatie te geven van de onderwerpen. Deze betreffen onder meer:³²³

- beperking van kosten;³²⁴
- de introductie van een “*estate neutral*”;³²⁵
- uitbreiding van informatieverstrekking aan crediteuren;³²⁶
- de inschakeling en honorering van adviseurs;³²⁷
- regels over de toekenning van “*adequate protection*” (waaronder over de daarbij te hanteren waarderingmaatstaf – “*foreclosure value*” onverminderd de aanspraak op “*reorganization value*”);³²⁸
- regels voor het aantrekken van “*postpetition financing*”;³²⁹
- de timing van zogenaamde “*363-sales*” (invoering van een moratorium van 60 dagen voordat een verkoop mag plaatsvinden);³³⁰
- de verkoop “*free and clear of interests*” en “*credit bidding*”;³³¹
- regels omtrent financiële derivaten en de “*safe harbor provisions*”;³³²
- de definitie van en de regels over “*executory contracts*”, andere lopende overeenkomsten³³³ en “*labor and benefits*”;³³⁴
- de regels omtrent “*avoidance powers*”;³³⁵

³²² ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014; het rapport is te vinden op <http://commission.abi.org/> en beslaat circa 400 bladzijden.

³²³ Zie voor een bespreking van de kernaanbevelingen vanuit een Nederlands perspectief B. Wessels en R. de Weijts, Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code, *Ondernemingsrecht* 2015/37.

³²⁴ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 55 e.v.

³²⁵ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 32 e.v.

³²⁶ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 45, 240.

³²⁷ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 48 e.v.

³²⁸ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 67.

³²⁹ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 73 e.v.

³³⁰ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 83 – 87 en p. 201 e.v.

³³¹ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 141 e.v.

³³² ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 94 e.v.

³³³ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 112 e.v.

³³⁴ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 156 e.v.

³³⁵ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 146 e.v.

- de vaststelling van “*administrative claims*”;³³⁶
- de rechterlijke vaststelling van waarderingskwesties (geen aanpassing van het huidig recht noodzakelijk geacht – op basis van bewijs van partijen met gebruik van een door de rechtbank benoemde deskundige);³³⁷
- governance in het kader van de akkoordprocedure (handhaving van het *debtor in possession* model en verduidelijking en bevestiging dat het bestuur voor een “363-sale” en de totstandbrenging van een akkoord geen toestemming van de aandeelhoudersvergadering nodig heeft);³³⁸
- de verdeling van de beschikbare waarde (de “*absolute priority rule*”, “*reorganization value*”, “*redemption option value*” en “*gifting*”, “*new value corollary*”);³³⁹
- de bepaling van de “*cram down interest rate*”;³⁴⁰
- de toelaatbaarheid van “*third party releases*”;³⁴¹
- de criteria voor het aannemen van een akkoord (vervanging van meerderheidseis van het aantal vorderingen door het “*one creditor, one vote*” concept);
- de toelaatbaarheid van de overdracht van stemrechten (contractuele overdracht buitenwerkingstellen);³⁴²
- het uitsluiten van stemmen van partijen met belangenconflicten of belangen in meerdere klassen (“*designation of votes*”);³⁴³ en
- afwijkingen voor kleine en middelgrote bedrijven, “SME’s” (definitie van *SME* - niet beursgenoteerd en minder dan \$ 10 miljoen aan activa of passiva, versoepeling “*disclosure*” vereisten, benoeming en rol van een “*estate neutral*”, geen standaard benoeming van een crediteurencommissie voor ongesecureerde crediteuren, procedure tot het vaststellen van een tijdlijn voor het aanbieden van een akkoord, de mogelijkheid voor de directeur-groootaandeelhouder om een belang te behouden in afwijking van de “*absolute priority rule*” en de “*new value corollary*” doctrine).³⁴⁴

³³⁶ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 166.

³³⁷ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 180 e.v.

³³⁸ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 21- 25 en 194 e.v.

³³⁹ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 207 – 226 en p. 237- 240.

³⁴⁰ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 234 e.v.

³⁴¹ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 250 – 256.

³⁴² ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 261.

³⁴³ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 264 – 265.

³⁴⁴ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 276 e.v.

Het restant van dit hoofdstuk geeft een beschrijving van de *Chapter 11* akkoordprocedure naar huidig Amerikaans recht. De belangrijkste aanbevelingen van de ABI commissie die zien op de akkoordprocedure, zullen bij de relevante onderdelen kort de revue passeren. Een bespreking van de overige aanbevelingen, die niet direct betrekking hebben op de akkoordprocedure, valt buiten het bestek van dit boek.

6.3 Geen insolventietoets voor de schuldenaar, wel voor een derde

Zowel de schuldenaar zelf als crediteuren hebben onder omstandigheden de bevoegdheid een *Chapter 11* procedure te laten openen. Voor de bevoegdheid van de schuldenaar om de procedure te openen, is vaststelling van de staat van insolventie geen vereiste.³⁴⁵ Dit is een bewuste keuze van de Amerikaanse wetgever geweest. De Amerikaanse wetgever wilde het vroegtijdige treffen van maatregelen bevorderen en ging ervan uit dat een schuldenaar geen *Chapter 11* zou aanvragen indien daartoe geen financiële aanleiding zou bestaan.³⁴⁶

De bevoegdheid van crediteuren om een *Chapter 11* aan te vragen is aan meer vereisten onderworpen, waaronder de vaststelling dat de schuldenaar financieel insolvent is ("*the debtor is generally not paying such debtor's debts as such debts become due unless such debts are subject of a bona fide dispute as to the liability or amount*").³⁴⁷

6.4 Automatic stay

Bij het indienen van een verzoek tot opening van een *Chapter 11* procedure treedt van rechtswege een algemeen moratorium in (*automatic stay*).³⁴⁸ Het moratorium heeft brede werking tegen een ieder die rechten tegen de schuldenaar kan doen gelden. Het moratorium zet iedere actie tot uitoefening van rechten tegen de schuldenaar stop. Het schorst lopende procedures en verbiedt het aanbrengen van nieuwe. Vonnissen tegen de schuldenaar mogen niet ten uitvoer worden gelegd. Gesecureerde crediteuren mogen hun zekerheden in beginsel niet uitwinnen.

³⁴⁵ Section 301 US Bankruptcy Code.

³⁴⁶ E. Warren, Chapter 11: Reorganizing American Businesses, Wolters Kluwer, 2008, p. 24.

³⁴⁷ Section 303(h)(1) US Bankruptcy Code.

³⁴⁸ Section 362 US Bankruptcy Code.

De *automatic stay* heeft tevens tot gevolg dat contractspartijen lopende overeenkomsten in beginsel niet mogen opzeggen.³⁴⁹ Zij mogen hun verplichtingen onder de overeenkomst niet opschorten op grond van pre-faillissementsverzuim van de schuldenaar. Contractspartijen zijn in beginsel verplicht na faillissement te blijven presteren (zolang de schuldenaar de overeenkomst niet heeft verworpen). Hun tegenoverstaande vorderingen hebben boedelstatus (*administrative expense*). De schuldenaar is in beginsel niet gehouden voor nakoming zekerheid te stellen. Contractspartijen hebben het risico dat hun boedelvordering uiteindelijk onvoldaan blijft in beginsel te aanvaarden.³⁵⁰

Gesecureerde crediteuren kunnen om gedeeltelijke opheffing van de *automatic stay* verzoeken. De rechter wijst het verzoek toe indien de gesecureerde crediteur i) geen “*adequate protection*” heeft of ii) het onderpand geen overwaarde heeft en niet nodig is voor een reorganisatie.³⁵¹

Van *adequate protection* is sprake indien de gesecureerde crediteur voor een waardedaling van het onderpand gedurende het moratorium een vergoeding of additionele zekerheid ontvangt of de gesecureerde crediteur “*the indubitable equivalent*” van zijn zekerheidsrecht verkrijgt.³⁵²

In de rechtspraak wordt algemeen aangenomen dat een gesecureerde crediteur *adequate protection* heeft indien het onderpand overwaarde heeft.³⁵³ Voor zover er overwaarde bestaat, heeft de gesecureerde crediteur aanspraak op rente.³⁵⁴ Is er geen overwaarde, dan heeft de gesecureerde crediteuren geen aanspraak op rente of een vergoeding voor de tijds waarde van het geld dat als gevolg van de *automatic stay* in het onderpand vastzit.³⁵⁵

³⁴⁹ Het beëindigen van een overeenkomst wordt aangemerkt als “*an act to obtain possession (...) of property from the estate*” in de zin van Section 362(a)(3) van de Bankruptcy Code. Zie D.G. Baird, Elements of Bankruptcy, 2014, p. 197.

³⁵⁰ De nakoming moet wel “*assured*” zijn, maar dat is minder dan zekergesteld. Zie verder paragraaf 6.9.

³⁵¹ Section 362(d) US Bankruptcy Code.

³⁵² Section 363 US Bankruptcy Code.

³⁵³ Zie bijv. Re A&A Transport, Inc., 10 B.R. 867 (Bankr. D. Mass. 1981).

³⁵⁴ Section 506(b) US Bankruptcy Code.

³⁵⁵ United Savings Association of Texas v. Timbers of Inwood Forst Associates, Ltd. (In re Timbers), 484 U.S. 365, 108 S.Ct. 626, 98 L.Ed.2d 740 (1988); zie ook E. Warren, Chapter 11: Reorganizing American Businesses, Wolters Kluwer, 2008, p. 35: “*Of course, for anyone familiar with the concept of the time value of money, it is clear that the secured creditor suffers from this delay. Repossessing and liquidating the collateral immediately is obviously worth more to the creditor than repossessing and liquidating months or even years hence in the Chapter 11 proceeding, even if precisely the same sale price is achieved at either date.*” en Douglas G. Baird, Elements of Bankruptcy, Foundation press 2014, p. 206: “*The effect of interpreting adequate protection in this fashion is to require the bank to make a forced, interest free loan for the duration of the bankruptcy.*” Zie over

De *automatic stay* blijft van kracht totdat de *Chapter 11* procedure of een opvolgende *Chapter 7* procedure eindigt.³⁵⁶ In een gewone *Chapter 11* procedure geldt geen tijdslimiet waarbinnen een akkoord moet worden ingediend of tot stand moet zijn gebracht. Een gewone *Chapter 11* procedure kan dan ook vaak jaren duren.³⁵⁷ In geval van kleine ondernemingen (*small business cases*) moet een akkoord worden ingediend binnen een termijn van 300 dagen na aanvang van de procedure (behoudens de mogelijkheid van uitstel).³⁵⁸

6.5 Wie kan een akkoord aanbieden?

Gedurende de eerste 120 dagen na de opening van een *Chapter 11* procedure is uitsluitend de schuldenaar bevoegd een akkoord aan te bieden (*exclusivity period*).³⁵⁹ De rechter kan de exclusiviteitsperiode verlengen tot maximaal 18 maanden.³⁶⁰ Een belanghebbende partij kan de rechter ook verzoeken de exclusiviteitsperiode te verkorten. Als de exclusiviteitsperiode is verlopen, mag “*any party in interest*” een akkoord aanbieden, waaronder een crediteur, de schuldenaar, een *trustee*, een crediteurencommissie, of een aandeelhouder.³⁶¹

Indien na afloop van de *exclusivity periode* meerdere akkoordvoorstellen tegelijk zijn ingediend, kan het voorkomen dat de crediteuren meerdere akkoorden hebben aangenomen. De rechter mag dan slechts één akkoord homologeren.³⁶² Is er méér dan één akkoord ingediend, dan worden de crediteuren gevraagd bij het uitbrengen

waarderingskwesties in verband met de “*adequate protection*” vraag o.a. C.J. Fortgang and T.M. Moers, Valuation in Bankruptcy, UCLA L.Rev. 1985, Vol. 32 en K. E. Thomas, Valuation of Assets in Bankruptcy Proceedings: Emerging Issues, Mon.L.Rev. (1990), vol 51.

³⁵⁶ Section 362(c) US Bankruptcy Code.

³⁵⁷ E. Warren, Chapter 11: Reorganizing American Businesses, Wolters Kluwer, 2008, p. 35; D.G. Baird, Elements of Bankruptcy, Foundation press 2014, p. 206.

³⁵⁸ Section 1121(e) US Bankruptcy Code.

³⁵⁹ Section 1121(b) US Bankruptcy Code; zie verder over de *exclusivity period* onder het Amerikaanse recht o.a. G.F. Munitz, The Chapter 11 Plan Proposal, Confirmation, and Effect of Confirmation, 890 PLI, 2006; N. Petrovski, The Bankruptcy Code, Section 1121: Exclusivity Reloaded, Am. Bankr. Inst.L.Rev. 2003, Vol 11; R. L. Weston, The Exclusivity Period in Section 1121: How Exclusive Is It?, Cardozo L. Rev. 1990, Vol. 11; K. Gross & P. Redmond, In Defense of Debtor Exclusivity: Assessing Four of the 1994 Amendments to the Bankruptcy Code, Am. Bankr.L.J. 1995, Vol. 69; J.D. Bacon & J.A. Love, When Good Things Happen to Bad People: Practical Aspects of Holding Directors and Managers of Insolvent Corporations Accountable, Bankr.L.& Prac. 2001, Vol. 10; R.M. Cieri, S.J. Davido and L. Heather, Applying an Ax When A Scalpel Will Do: The Role of Exclusivity in Chapter 11 Reform, J. Bank.L.&Prac. 1993, Vol. 2; L.M. LoPucki, The Trouble with Chapter 11, Wis. L.Rev. 1993, Vol. 1993; L.M. LoPucki, Chapter 11: An Agenda for Basic Reform, Am. Bankr.L.J. 1995 en K. Klee, A Brief Rejoinder to Professor LoPucki, Am.Bankr.L.J. 1995, vol. 69.

³⁶⁰ Section 1121(d)(2)(A) US Bankruptcy Code.

³⁶¹ Section 1121(c) US Bankruptcy Code.

³⁶² Section 1129(c) US Bankruptcy Code.

van een stem hun voorkeur aan te geven.³⁶³ Bij het kiezen van één uit meerdere aangenomen akkoorden, moet de rechter de uitgesproken voorkeur in overweging nemen (“*consider*”) maar hij hoeft deze niet noodzakelijkerwijs te volgen.³⁶⁴ Indien een duidelijke voorkeur niet is vast te stellen, moet de rechter zijn keuze bepalen door vast te stellen welk akkoord beter past bij de strekking en doelstellingen van de *Chapter 11* procedure.³⁶⁵

6.6 Wie kan het akkoord binden?

Een *Chapter 11* akkoord bindt alle crediteuren en aandeelhouders. Ook geseceerde en preferente crediteuren zijn gebonden.³⁶⁶ Omdat de “*Bankruptcy Code*” federale wetgeving is, terwijl het vennootschapsrecht “*State Law*” is, staat de *Bankruptcy Code* in hiërarchie boven vennootschapswetgeving.³⁶⁷ Dit betekent dat voor het wijzigen van de aandelenverhouding met een akkoord vennootschappelijke besluiten niet vereist zijn en vennootschapsrechtelijke voorschriften niet in acht hoeven te worden genomen (zoals over de intrekking of uitgifte van aandelen of een fusie of splitsing). Met het akkoord kan men de kapitaalstructuur opnieuw uittekenen en inrichten zonder zich over het vennootschapsrecht te bekommeren.

6.7 Stemmen in klassen

In de Amerikaanse *Chapter 11* procedure wordt er gestemd in klassen. Klassen die niet door het akkoord worden geraakt (*unimpaired classes*), worden geacht vóór het akkoord te hebben gestemd en nemen niet deel aan de stemming.³⁶⁸ Klassen die onder het akkoord niets ontvangen, worden geacht tegen te hebben gestemd.³⁶⁹ Zoals wij hierna zullen zien, geldt dat indien een klasse tegen stemt of geacht wordt tegen te hebben gestemd, de rechter de *cram down* bevoegdheid moet toepassen om het akkoord aan de tegenstemmende klasse op te leggen. Dit vereist in de regel een waardering van de onderneming. Deze waarderingsexercitie is ingewikkeld, tijdrovend en brengt onzekerheid met zich. Partijen gaan deze liever uit de weg. Om

³⁶³ Bankruptcy Rule 3018(c) en Advisory Committee Note to Official Form No. 14.

³⁶⁴ Section 1129(c) US Bankruptcy Code; Re River Villages Associates, 181 B.R. 795 (E.D. Pa. 1985); Re Grete Bay Hotel & Casino, Inc., 251 B.R. 213 (Bankr. D.N.Y. 2000).

³⁶⁵ Re Asarco LLC, 420 B.R. 314, 357 (S.D. Tex. 2009).

³⁶⁶ Section 1123 US Bankruptcy Code.

³⁶⁷ US Constitution Art. VI, clause 2. Section 1123(a) US Bankruptcy Code, dat voorschriften bevat over de toelaatbare inhoud van een akkoord inclusief de mogelijkheid om wijziging in de aandelenstructuur te brengen, brengt dit tot uiting met de woorden “*Notwithstanding any otherwise applicable nonbankruptcy law*”.

³⁶⁸ Section 1124 jo 1126(f) US Bankruptcy Code.

³⁶⁹ Section 1126(g) US Bankruptcy Code.

deze reden wordt aan *out of the money* klassen vaak enige waarde toegekend om te bewerkstelligen dat zij aan de stemming deelnemen en hun instemming betuigen. Dit aanbod wordt vaak aangeboden in de vorm van wat in de praktijk wordt aangeduid als een “*death trap*” waarbij het akkoord aan de *out of the money* klasse bepaalde waarde toekent indien de klasse vóór stemt en niets toekent indien de klasse tegenstemt. Stemt de klasse vóór, dan kan de *cram down* bevoegdheid met de daarbij behorende waarderingsexercitie achterwege blijven.³⁷⁰

Een vordering of aandelenbelang³⁷¹ mag slechts in een klasse worden geplaatst indien deze vergelijkbaar (“*substantially similar*”) is met de andere vorderingen in de desbetreffende klasse.³⁷² Het akkoord moet alle vorderingen of rechten binnen dezelfde klasse op dezelfde wijze behandelen.³⁷³ Indien men vergelijkbare vorderingen verschillend wenst te behandelen, moet men deze derhalve in verschillende klassen onderbrengen. Een akkoord mag onder bepaalde voorwaarden klassen met gelijke rechten ongelijk behandelen.³⁷⁴ Zo is het onder meer toegelaten om kleine concurrente vorderingen volledig in contanten te voldoen terwijl andere concurrente crediteuren een verlies moeten nemen of betaling anders dan in geld ontvangen, om de administratieve last van een grote hoeveelheid kleine vorderingen te voorkomen (deze eerste groep crediteuren noemt men de zogenaamde *convenience class*).³⁷⁵ Deze kleine crediteuren worden door het akkoord dan niet getroffen (zijn niet *impaired*) en worden daarom niet in een klasse ingedeeld en stemmen dan ook niet.

Gesecureerde crediteuren met zekerheidsrechten op verschillende activa, of met zekerheidsrechten met verschillende rang op hetzelfde actief, worden in verschillende klassen geplaatst. Dit betekent dat iedere individuele gesecureerde

³⁷⁰ In de consultatiereactie van De Brauw Blackstone Westbroek van 15 december 2014, p. 6 wordt gesteld dat in *Chapter 11 out of the money* klassen niet aan de stemming deelnemen en eenvoudigweg worden geacht te hebben tegengestemd. Dit is onjuist. De regel geldt alleen voor de klassen die niets onder het akkoord ontvangen. In de praktijk streven partijen juist meestal naar een “*consensual plan*” waarbij *out of the money* crediteuren enige waarde toegekend krijgen en voor het akkoord stemmen waardoor *cram down* niet nodig is.

³⁷¹ Waar ik in het navolgende spreek van “vorderingen” doel ik omwille van de leesbaarheid ook op aandelenbelangen, tenzij uitdrukkelijk of uit de context anders blijkt.

³⁷² Section 1122(a) US Bankruptcy Code; zie over de klassenindeling voorts o.a. Scott. F. Norberg, *Classification of Claims under Chapter 11 of the Bankruptcy Code: the Fallacy of Interest Based Classification*, *Am.Bankr.L.J.* 1995, Vol. 69; B.A. Markell, *Clueless on Classification: Toward Removing Artificial Limits on Chapter 11 Claim Classification*, *Bankr.Dev.J.* 1995, Vol. 11. Zie ook H. Rep. No. 595, 95th Cong. 1st Sess. 416 (1977), p. 406.

³⁷³ § 1123(a)(4) US Bankruptcy Code. Het voorschrift van gelijke behandeling binnen dezelfde klasse “*applies to claims, not creditors*”; zie H. Rep. No. 595, 95th Cong. 1st Sess. 407 (1977).

³⁷⁴ R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 9-9. Zie ook hierna paragraaf 6.14.1.

³⁷⁵ § 1122(b) US Bankruptcy Code.

crediteur met een eigen zekerheidsrecht in een eigen aparte klasse wordt geplaatst.³⁷⁶ Gesecureerde crediteuren worden slechts in dezelfde klasse geplaatst indien deze dezelfde zekerheidsrechten delen, zoals bij gesyndiceerde leningen of gesecureerde obligaties.³⁷⁷

Gesecureerde vorderingen met onderdekking worden in het kader van de behandeling in de *Chapter 11* procedure gesplitst in een gesecureerd deel ter grootte van de waarde van het onderpand en een concurrent ongesecureerd deel ter grootte van het restant.³⁷⁸ Men noemt deze splitsing “*bifurcation*”. Gesecureerde crediteuren stemmen voor het ongedekte deel van hun vordering mee in de klasse van ongesecureerde crediteuren. De rechter moet per geval de waarde van het onderpand bepalen om vast te stellen welk deel van een gesecureerde vordering als gesecureerd heeft te gelden en welk deel als ongesecureerd is aan te merken.³⁷⁹ Bij de bepaling van de waarde van het onderpand rijst de vraag welke waardering de rechter moet hanteren: de liquidatiewaarde, de onderhandse verkoopwaarde bij gelijkblijvende bestemming en gebruik of een andere waarde? *Section 506(a)(1)* van de *US Bankruptcy Code* bepaalt dat de waarde moet worden vastgesteld “*in light of the purpose of the valuation and of the proposed disposition or use of such property*”. De *Supreme Court* heeft geoordeeld dat op grond van § 506(a)(1) van de *US Bankruptcy Code* het voorgestelde gebruik onder het akkoord voor de waardering bepalend is. Voorziet het akkoord in liquidatie, dan is de liquidatiewaarde aangewezen. Voorziet het akkoord erin dat de schuldenaar het onderpand behoudt en voor de voortgezette bedrijfsuitoefening mag blijven gebruiken, dan is de liquidatiewaarde ongeschikt en dient volgens de *Supreme*

³⁷⁶ R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 9-8.2. Zie ook B.A. Markell, *Clueless on Classification: Toward Removing Artificial Limits on Chapter 11 Claim Classification*, *Bankr.Dev.J.* 1995, Vol. 11, p. 40; First Circuit in *re Sullivan*, 26 B.R. 677 (Bankr. W.D.N.Y. 1982).

³⁷⁷ Eleventh Circuit: in *re Martins Point LP*, 12 B.R. 721 (Bankr. N.D. Ga. 1981).

³⁷⁸ § 506(a)(1) *US Bankruptcy Code*: “*An allowed claim of a creditor secured by a lien on property in which the estate has an interest, or that is subject to setoff under section 553 of this title, is a secured claim to the extent of the value of such creditor’s interest in the estate’s interest in such property, or to the extent of the amount subject to setoff, as the case may be, and is an unsecured claim to the extent that the value of such creditor’s interest or the amount so subject to setoff is less than the amount of such allowed claim. Such value shall be determined in light of the purpose of the valuation and of the proposed disposition or use of such property, and in conjunction with any hearing on such disposition or use or on a plan affecting such creditor’s interest.*” Zie in dit verband ook B.A. Markell, *Clueless on Classification: Toward Removing Artificial Limits on Chapter 11 Claim Classification*, *Bankr.Dev.J.* 1995, Vol. 11, p. 41.

³⁷⁹ R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 5-38; S. Rep. No. 989, 95th Cong., 2d Sess. 68 (re section 506).

Court de vervangingswaarde te worden gehanteerd.³⁸⁰ De waarde dient te worden bepaald op datum van homologatie (“*confirmation*”).³⁸¹

Tot slot worden ook aandeelhouders in een afzonderlijke klasse ondergebracht. Indien er verschillende soorten aandeelhouders zijn (bijvoorbeeld, preferent, gewoon, etc.) worden deze in verschillende klassen geplaatst.

Bij verhandelbare schuldinstrumenten rijst de vraag wie tot stemmen bevoegd is indien de juridische en economische gerechtigdheid tot het schuldinstrument in verschillende handen liggen. Een groot aantal effecten wordt gehouden via zogenoemde *nominees*. In *re Southland Corp.*³⁸² heeft de Amerikaanse rechter geoordeeld dat als de geregistreerde houder van een vordering niet de werkelijke eigenaar van de vordering is (“*a true creditor*”), de *nominee* zelf niet mag stemmen en dat er pogingen moeten worden ondernomen om de *true or beneficial owner* in staat te stellen om een stem uit te brengen. De rechter heeft de bevoegdheid om speciale procedures vast te stellen voor het verstrekken van informatie aan de *beneficial holders* en alle andere maatregelen te treffen die hij in dit verband nodig acht.³⁸³ De *beneficial holders* zijn in de meeste gevallen onbekend. Het verstrekken van informatie en ophalen van stemmen moet dan via de *nominee* verlopen.³⁸⁴

Waar het verhandelbare effecten betreft, is degene bevoegd te stemmen die de betreffende effecten hield op de dag dat de rechter de *disclosure statement* goedkeurde of op een andere dag die de rechter na “*notice and a hearing*” bepaalt (*voting record date*).³⁸⁵

De rechter heeft de mogelijkheid om stemmen van crediteuren die niet te goeder trouw hebben gehandeld buiten beschouwing te laten.³⁸⁶ Rechters hebben stemmen bijvoorbeeld buiten beschouwing gelaten in situaties waarin een crediteur beoogde met zijn stemgedrag een persoonlijk voordeel te behalen dat niet beschikbaar was voor andere crediteuren, de crediteur een andere agenda had (*ulterior motive*) - zoals een strategische partij die tegenstemt met als doel om een concurrent uit de

³⁸⁰ *Re Associates Commercial Corp. v. Rash*, 520 U.S. 953, 117, S.Ct. 1879, 138 L.Ed.2d 148 (1997): “*the value of property retained because the debtor has exercised Chapter 13’s “cram down” option is the cost the debtor would incur to obtain a like asset for the same proposed use.*”

³⁸¹ *In re Heritage Highgate, Inc.*, 449 B.R. 451, 456 (D.N.J. 2011).

³⁸² *In re Southland Corp.*, 124 B.R. 211 (Bankr. N.D. Texas 1991).

³⁸³ Federal Bankruptcy Rule 3017 (e).

³⁸⁴ Committee Note bij Federal Bankruptcy Rule 3017 (e).

³⁸⁵ Federal Bankruptcy Rule 3017 (d) en 3018 (a).

³⁸⁶ § 1126(e) US Bankruptcy Code.

markt te verwijderen - of het stemgedrag door rancune is ingegeven en onverenigbaar is met het eigen belang van de betrokken crediteur.³⁸⁷ Ook bij een crediteur die belangen houdt in méér dan één klasse kan onder omstandigheden een zodanig belangenconflict ontstaan dat diens stem buiten beschouwing dient te blijven. De ABI commissie stelt in dit verband voor om de mogelijkheid tot diskwalificatie uit te breiden, zodat de rechter niet alleen bevoegd is stemmen uit te sluiten indien een crediteur niet te goeder trouw is, maar ook indien het stemgedrag kennelijk in strijd is met het economische belang van de andere crediteuren in de klasse (“*manifestly adverse to the economic interests of the other creditors in the class*”).³⁸⁸

In *Chapter 11* vinden geen stemvergaderingen plaats. Stemuitbrenging vindt schriftelijk plaats door middel van zogenoemde “*voting ballots*”.³⁸⁹

6.8 Mogelijke inhoud van het akkoord

De *Bankruptcy Code* bevat betrekkelijk gedetailleerde voorschriften over de vereiste en toegelaten inhoud van het akkoord. De toegelaten mogelijkheden zijn echter ruim en bieden een grote mate van vrijheid. Het akkoord mag onder meer inhouden: overdracht van activa, een fusie met een andere rechtspersoon, wijziging van zekerheidsrechten, het elimineren of aanpassen van vorderingsrechten, het herstellen van een verzuim onder een overeenkomst (“*default cure*”), wijziging van de statuten van de rechtspersoon en uitgifte van effecten al dan niet in ruil voor de schuldvordering (*debt-for-equity swap*).³⁹⁰ Uitkeringen onder het akkoord hoeven niet in contanten plaats te vinden, maar kunnen in principe in iedere willekeurige vorm plaatsvinden, bijvoorbeeld in de vorm van uitgestelde betaling, de toekenning van nieuwe schuldinstrumenten, of de toekenning van aandelen. De verschillende middelen waarin betaling in een *Chapter 11* procedure plaats kan vinden worden ook wel aangeduid als “*property*”, “*bankruptcy currency*” of “*bankruptcy proceeds*”. Vereist de totstandkoming van een akkoord een *cram down* van een klasse van tegenstemmende geseceerde crediteuren, dan worden bepaalde restricties

³⁸⁷ In re Dune Deck Owners Corp., 175 B.R. 839 (Bankr. S.D.N.Y 1995); In re Kovalchick, 175 B.R. 863, 875 (Bankr. E.D. Pa. 1994); In re Adelpia Communications Corp., 359 B.R. 54, 61 (Bankr. S.D.N.Y 2006).

³⁸⁸ ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 264 – 265.

³⁸⁹ Rule 3018 of the Federal Rules of Bankruptcy Procedure.

³⁹⁰ § 1123(a)(5) US Bankruptcy Code.

gesteld aan de vorm waarin een uitkering aan die klasse mag plaatsvinden. Ik kom hierop later uitgebreider terug.³⁹¹

Zoals hieronder nader zal worden toegelicht, mag het akkoord in afwijking van de zogenaamde *absolute priority rule* aan *out of the money* klassen waarde toekennen, mits de hoger gerangschikte klassen ten koste van wie deze “gift” gaat, met het akkoord instemmen.³⁹² Zoals al kort opgemerkt in paragraaf 6.7 hiervoor, mag het akkoord onder omstandigheden ook voorzien in een ongelijke behandeling van klassen met vergelijkbare rechten. In beginsel moet de klasse die de minder gunstige behandeling ontvangt daarmee instemmen.³⁹³ Indien de klasse met de ongunstigere behandeling niet met het akkoord instemt, kan de rechter deze tegenstemmende klasse alsnog aan het akkoord binden op grond van de *cram down* bepalingen, mits geen sprake is van *unfair discrimination*.³⁹⁴

In de rechtspraak is aanvaard dat een akkoord ook kan bepalen dat crediteuren kwijting verlenen aan bepaalde derden.³⁹⁵ In de *Master Mortgage* zaak heeft de rechter vijf cumulatieve criteria geformuleerd voor de beantwoording van de vraag of een akkoord toelaatbaar is dat voorziet in kwijtschelding van (potentiële) vorderingen op één of meer derden. Deze criteria zijn: i) of er samenlopende belangen bestaan tussen de schuldenaar en de derde, bijvoorbeeld doordat als gevolg van subrogatie- of regresvorderingen een vordering tegen de derde neerkomt op een vordering tegen de schuldenaar, ii) of de derde in ruil voor de kwijting een substantiële financiële bijdrage aan het akkoord heeft geleverd, iii) of de kwijting essentieel is voor het slagen van de herstructurering, iv) of de getroffen klassen in ruime meerderheid vóór het akkoord hebben gestemd; en v) of het akkoord voorziet in een mechanisme voor de voldoening van alle of vrijwel alle vorderingen in de getroffen klasse.³⁹⁶

In het kader van de herziening van *Chapter 11* heeft de ABI commissie de in *Master Mortgage* ontwikkelde toets als adequaat beoordeeld. Verder stelt de commissie voor om bepalingen in een akkoord toe te laten die voorzien in het verlenen van kwijting aan partijen die bij het tot stand komen van het akkoord betrokken waren,

³⁹¹ Zie paragraaf 6.14.2.

³⁹² R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 13-1 e.v. en p 13-15 (zie ook paragrafen 6.14.1 en 6.14.3.3 hierna).

³⁹³ R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 9-9.

³⁹⁴ Zie verder hierover paragraaf 6.14.1 hierna.

³⁹⁵ Zie onder meer *Stoll v Gottlieb*, 305 U.S. 165, 59 S.Ct. 134, 83 L.Ed. 104 (1938).

³⁹⁶ *In re Master Mortg. Inv. Fund. Inc.*, 168 B.R. 930 (Bankr. W.D. Mo. 1994).

zoals bestuurders, de *trustee*, leden van crediteurencommissies en adviseurs, zonder dat noodzakelijkerwijs aan de voornoemde criteria is voldaan.³⁹⁷

6.9 Lopende overeenkomsten

Veel overeenkomsten bevatten een bepaling die erop neerkomt dat de overeenkomst eindigt of kan worden opgezegd indien een van de contractspartijen onderwerp wordt van een insolventie- of insolventieachtige procedure (*ipso facto* bepalingen). Het zal duidelijk zijn dat indien *ipso facto* bepalingen in het kader van een herstructurering in werking zouden treden, de herstructurering op voorhand gedoemd kan zijn te mislukken. Het Amerikaanse recht lost dit probleem in het kader van een *Chapter 11* procedure effectief op. Allereerst verhindert de *automatic stay* dat wederpartijen overeenkomsten eenzijdig kunnen beëindigen nadat de *Chapter 11* procedure is aangevangen.³⁹⁸ Daarnaast stelt de *Chapter 11* regeling *ipso facto* bepalingen simpelweg buiten werking.³⁹⁹

De *trustee* mag een lopende overeenkomst (“*executory contract*”) gestand doen (“*assume*”), verwerpen (“*reject*”) of overdragen (“*assign*”) na verkregen goedkeuring van de rechter (“*subject to the court’s approval*”).⁴⁰⁰ De *trustee* heeft tot aan de homologatie van het plan de tijd om te besluiten een lopende overeenkomst gestand te doen of te verwerpen. De wederpartij kan de rechter echter verzoeken een kortere termijn te bepalen waarbinnen de *trustee* zich moet uitlaten.⁴⁰¹ Gedurende de termijn dat de *trustee* zich over gestanddoening of verwerping nog niet heeft uitgelaten, kan de wederpartij de overeenkomst niet eenzijdig beëindigen⁴⁰² en kan de rechter de wederpartij bevelen om prestaties te blijven leveren die voor de voortzetting van de bedrijfsuitoefening noodzakelijk zijn, mits betaling van de nog te leveren prestaties voldoende is verzekerd (“*assured*”).⁴⁰³ Indien de *trustee* met

³⁹⁷ ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 250 – 256.

³⁹⁸ § 362(a) US Bankruptcy Code; 48th Street Steakhouse, Inc. v. Rockefeller Group, Inc., 835 F.2d 427; Computer Communications, Inc. v. Codex Corp., 824 F.2d 725 (9th Cir. 1987).

³⁹⁹ § 365(e) US Bankruptcy Code. “*Executory contracts*” in de zin van de US Bankruptcy Code zijn te vergelijken met wederkerige overeenkomsten in de zin van artikel 37 Fw in het Nederlandse recht.

⁴⁰⁰ § 365(a) US Bankruptcy Code.

⁴⁰¹ § 365(d)(2) US Bankruptcy Code.

⁴⁰² § 362(a) US Bankruptcy Code; 48th Street Steakhouse, Inc. v. Rockefeller Group, Inc., 835 F.2d 427 (2nd Cir. 1987); Computer Communications, Inc. v. Codex Corp., 824 F.2d 725 (9th Cir. 1987).

⁴⁰³ McLean Industries, Inc. V. Medical Laboratory Automation, Inc., 96 B.R. 440 (Bankr. S.D.N.Y 1989); In re Continental Energy Associates, LP, 178 B.R. 405 (Bankr. M.D. Pa. 1995); In re Pittsburgh-Canfield Corp., 238 B.R. 231 (Bankr. N.D. Ohio 2002); In re Whitcomb & Keller Mortgage Co., 715 F.2d 365 (7th Cir. 1983); In re Ike Kempner & Brothers, inc., 4 B.R. 31 (Bankr. E.D. Ark. 1980); In re Feyline Presents, Inc., 81 B.R. 623 (Bankr. D. Col. 1988).

goedkeuring van de rechter de overeenkomst gestand doet, is de boedel (*estate*) gehouden de overeenkomst na te komen. De uit de overeenkomst voortvloeiende nakomings- en schadevergoedingsverplichtingen leveren een boedelschuld op (“*administrative expense*”).⁴⁰⁴ Indien de *trustee* de overeenkomst met goedkeuring van de rechter verwerpt, is de *debtor in possession* niet langer gehouden de overeenkomst na te leven. De wederpartij verkrijgt als gevolg van de verwerping een vordering tot schadevergoeding die wordt behandeld als een concurrente pre-faillissementsvordering (“*pre-petition claim*”).⁴⁰⁵ Deze schadevergoedingsvordering kan vervolgens worden meegenomen (gewijzigd, omgezet of ontnomen worden naar gelang de financiële positie van de schuldenaar) in het akkoord.

In plaats van de overeenkomst gestand te doen of deze te verwerpen, kan de *trustee* de overeenkomst ook overdragen aan een derde. Voor overdracht is in beginsel geen instemming van de wederpartij nodig. Bepalingen in de overeenkomst die een overdracht verbieden of beperken, hebben geen werking.⁴⁰⁶ Bepalingen die de overeenkomst bij een overdracht van rechtswege doen eindigen, of de wederpartij het recht geven de overeenkomst te beëindigen, hebben evenmin werking.⁴⁰⁷ Voor een overdracht is nodig dat de *trustee* de overeenkomst gestand doet en aan de wederpartij “*adequate assurance*” geeft dat de verkrijgende partij de overeenkomst zal nakomen.⁴⁰⁸ “*Adequate assurance*” is niet hetzelfde als zekerheid stellen. Voor “*adequate assurance*” kan al voldoende zijn dat de *trustee* aan de hand van financiële informatie van de verkrijger aannemelijk maakt dat de verkrijger in staat zal zijn de overeenkomst na te komen.⁴⁰⁹

6.10 *Disclosure and solicitation – “pre-packaged plans”*

Na de opening van een *Chapter 11* procedure mogen stemmen van crediteuren (hetzij vóór hetzij tegen het akkoord) niet worden gewonnen voordat de rechter “*after notice and a hearing*” heeft bepaald dat de zogenaamde *disclosure statement* “*adequate information*” bevat.⁴¹⁰ Dit leidt tot uitvoerige inhoudelijke disputen onder meer over de betrouwbaarheid en volledigheid van de verstrekte (financiële)

⁴⁰⁴ In re Dehon, Inc., 352 B.R. 546, 561 (Bankr. D. Mass 2006); NLRB v. Bildisco and Bildisco, 465 U.S. 513, 104 S. Ct. 1188, 79 L.Ed.2d 489 (1984); In re Klein Sleep Products, Inc. 78 F.3d 18 (2nd Cir. 1996); Memphis-Shelby Airport Authority v. Braniff Airways, Inc., 783 F.2d 1283 (5th Cir. 1986).

⁴⁰⁵ § 365(g)(1) US Bankruptcy Code en § 502 (g) US Bankruptcy Code.

⁴⁰⁶ § 365(f)(1) US Bankruptcy Code.

⁴⁰⁷ § 365(f)(3) US Bankruptcy Code.

⁴⁰⁸ § 365(f)(2)(B) US Bankruptcy Code.

⁴⁰⁹ E. Warren, Chapter 11: Reorganizing American Businesses, Wolters Kluwer, 2008, p. 80.

⁴¹⁰ § 1125(b) US Bankruptcy Code.

informatie en de vraag welke informatiematerialen de schuldenaar wel en niet aan de *disclosure statement* mag en/of moet toevoegen.⁴¹¹ Het verkrijgen van rechterlijke goedkeuring voor het *disclosure statement* wordt beschreven als “*daunting and expensive*”.⁴¹²

Het effectenrecht is op het *disclosure statement* niet van toepassing.⁴¹³ Indien aan het vereiste van een *disclosure statement* is voldaan, leidt een schending van informatieverplichtingen uit het effectenrecht (prospectusplicht) niet tot aansprakelijkheid.⁴¹⁴ Dit stelt de informatieverplichtingen uit het effectenrecht feitelijk buiten toepassing. Er bestaat uiteenlopende rechtspraak over de vraag of crediteuren die andere crediteuren wensen te overtuigen het akkoord te verwerpen, eerst de rechter om goedkeuring van een nieuwe *disclosure statement* moeten vragen voordat zij aan andere crediteuren additioneel materiaal mogen toezenden dat niet in het *disclosure statement* van de schuldenaar is opgenomen (zoals bijvoorbeeld een concept concurrerend plan).⁴¹⁵ De beslissing tot goedkeuring van het *disclosure statement* is niet vatbaar voor hoger beroep.⁴¹⁶

De duur en last van een *Chapter 11* procedure kan worden beperkt door middel van een zogenaamd “*pre-packaged plan*”. Een *pre-packaged plan* is geen activatransactie zoals een pre-pack in Engeland of Nederland, maar een akkoord waarbij de schuldenaar aan de crediteuren informatie verstrekt en hun stemmen vergaart voordat hij een aanvraag voor *Chapter 11* indient. De hoofdregel is dat stemmen niet mogen worden vergaard voordat de rechter de aan de crediteuren te verstrekken informatie (*disclosure statement*) heeft goedgekeurd. Deze geldt echter alleen na opening van de *Chapter 11* procedure.⁴¹⁷ Indien de stemmen vóór de opening van de procedure zijn vergaard, kunnen deze na de opening van de procedure meetellen bij de vaststelling of de vereiste meerderheid is behaald ook al heeft de rechter nog geen *disclosure statement* goedgekeurd. De informatie die in

⁴¹¹ Zie bijvoorbeeld re *Adelphia Communications Corp.*, 352 B.R. 592, 601-602 (Bankr. S.D.N.Y. 2006).

⁴¹² R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 13-1 e.v. en p. 13A-12.

⁴¹³ § 1125(d) US Bankruptcy Code.

⁴¹⁴ § 1125(e) US Bankruptcy Code.

⁴¹⁵ Bijvoorbeeld re *Century Glove, Inc.*, 74 B.R. 952 (Bankr. D. Del. 1987); *First American Bank of New York v. Century Glove, Inc.*, 81 B.R. 274 (D. Del. 1988); *Century Glove, Inc., v. First American Bank of New York*, 860 F.2d 94, 100 (3d Cir. 1988); re *Kellogg Square Partnership*, 160 B.R. 336, 341 (Bankr. D. Minn. 1993); re *Guelph Woods Corp.*, 83 B.R. 339 (Bankr. E.D. Pa. 1988); re *Mirant Corp.*, 334 B.R. 787, 795 (Bankr. N.D. Tex. 2005); re *Apex Oil Co.*, 111 B.R. 245 (Bankr. E.D. Mo. 1990); re *Trans Max Technologies, Inc.*, 349 B.R. 80 (Bankr. D. Nev. 2006).

⁴¹⁶ Re *Texas Extrusion Corp. V. Lockheed Corp.*, 844 F.2d 1142 (5th Cir.).

⁴¹⁷ § 1125(b) US Bankruptcy Code (“*after commencement of the case*”).

de voorfase is verstrekt, moet danwel voldoen aan het toepasselijke effectenrecht of aan de vereisten van een *disclosure statement*.⁴¹⁸ Nadat de schuldenaar de vereiste stemmen heeft verzameld, vraagt hij opening van de *Chapter 11* procedure aan en dient hij tegelijkertijd zijn *disclosure statement* in. De rechter oordeelt dan in een gecombineerde zitting zowel over de goedkeuring van de *disclosure statement* als over de homologatie (*confirmation*) van het akkoord.⁴¹⁹ Aldus kan een afzonderlijke behandeling van de *disclosure statement* worden voorkomen en de duur van de formele akkoordprocedure aanzienlijk worden verkort, althans teruggebracht tot een periode van 2 à 3 maanden.⁴²⁰

6.11 Acceptance - wanneer is het akkoord aangenomen?

In de terminologie van *Chapter 11* ziet “*acceptance*” slechts op de vraag of een bepaalde klasse met het akkoord heeft ingestemd. De *Bankruptcy Code* bepaalt niet wanneer het akkoord in zijn geheel wordt geacht te zijn aangenomen.

Een klasse van crediteuren heeft het akkoord geaccepteerd indien de crediteuren die vóór hebben gestemd tenminste 2/3 van het bedrag en meer dan de helft van het aantal vorderingen vertegenwoordigen van de crediteuren die op het akkoord hebben gestemd.⁴²¹ Deze meerderheidseis verlangt geen vóór stem van een meerderheid van het aantal crediteuren, maar een vóór stem op de helft van het aantal vorderingen (“*allowed claims*”). Anders dan naar Nederlands recht, mag een crediteur die meerdere vorderingen heeft, voor iedere vordering een afzonderlijke stem uitbrengen, mits de vorderingen als voldoende separaat (“*sufficiently separate*”) zijn te beschouwen.⁴²² Voor het stemmen op verhandelbare obligaties is dit relevant, omdat de identiteit en het aantal obligatiehouders onbekend is: men hoeft niet het aantal obligatiehouders te tellen, maar slechts het aantal obligaties

⁴¹⁸ § 1126(b) US Bankruptcy Code en § 1125(g) US Bankruptcy Code.

⁴¹⁹ Re Zenith Elecs. Corp., 241 B.R. 92 (Bankr. D. Del. 1999), PTL Holdings LLC, 2011 WL 5509031 (Bankr. D. Del. Nov. 10, 2011); zie in dit verband voorts: Debra A. Dandeneau, Developing and soliciting votes on a confirmable plan of reorganization in Chapter 11 cases, 2012, p. 75.

⁴²⁰ R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 11-38.

⁴²¹ § 1126(c) US Bankruptcy Code: “A class of claims has accepted a plan if such plan has been accepted by creditors, other than any entity designated under subsection (e) of this section, that hold at least two-thirds in amount and more than one-half in number of the allowed claims of such class held by creditors, other than any entity designated under subsection (e) of this section, that have accepted or rejected such plan.”

⁴²² Re Concord Square Apartments of Wood County, Ltd., 174 B.R. 71 (Bankr. S.D. Ohio 1994); Re Gilbert, 104 B.R., 206; In re Figter Ltd., 118 F.3d 635 (9th Cir. 1997); In re Gilbert, 104 B.R. 206 (Bankr. W.D. Mo. 1989); Debra A. Dandeneau, Developing and soliciting votes on a confirmable plan of reorganization in Chapter 11 cases, 2012, p. 72.

waarop een vóór- of tegenstem is uitgebracht. Hoewel het aantal obligatiehouders in de regel niet bekend is, is het aantal obligaties wel bekend.

Een klasse van aandeelhouders heeft het akkoord aangenomen indien de aandeelhouders die vóór hebben gestemd ten minste 2/3 van het nominale bedrag vertegenwoordigen van de aandelen waarop een stem is uitgebracht.⁴²³

Klassen die het akkoord niet raakt (“*unimpaired classes*”), worden geacht vóór het akkoord te hebben gestemd (zie ook paragraaf 6.7).⁴²⁴ Klassen die onder het akkoord niets ontvangen, worden vermoed tegen het akkoord te hebben gestemd.⁴²⁵ Indien niet alle klassen vóór het akkoord stemmen, gelden verzwaarde homologatiecriteria (en is waardering van de onderneming noodzakelijk). Dit geeft een prikkel om ook aan *out of the money* klassen enige waarde toe te kennen en zodoende de instemming van alle klassen te verkrijgen.⁴²⁶

In het kader van de herziening van *Chapter 11* stelt de ABI commissie voor om het vereiste van een meerderheid van het aantal vorderingen te vervangen door een meerderheidseis van het aantal crediteuren (“*one creditor, one vote*”). Onder het huidige recht kan een crediteur met meerdere vorderingen voor iedere vordering een separate stem uitbrengen, mits de vorderingen voldoende verschillend zijn. Dit zou volgens de commissie tot onduidelijkheid en geschillen leiden over de vraag of vorderingen wel of niet voldoende verschillend zijn. De problemen die zich voordoen bij een meerderheidseis van het aantal crediteuren (*head count*) bespreekt het rapport niet.⁴²⁷ Verder stelt de commissie voor de eis af te schaffen dat ten minste één klasse vóór heeft gestemd om voor *cram down* in aanmerking te komen. Volgens de commissie dient deze eis geen redelijk doel terwijl deze aanleiding geeft tot manipulatie en misbruik.⁴²⁸

6.12 Consensual en non-consensual plans

⁴²³ § 1126(d) US Bankruptcy Code: “A class of interests has accepted a plan if such plan has been accepted by holders of such interests, other than any entity designated under subsection (e) of this section, that hold at least two-thirds in amount of the allowed interests of such class held by holders of such interests, other than any entity designated under subsection (e) of this section, that have accepted or rejected such plan.”

⁴²⁴ § 1126(f) US Bankruptcy Code.

⁴²⁵ § 1126(g) US Bankruptcy Code.

⁴²⁶ R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 11-34. Zie ook paragrafen 6.7 – 6.8 hierboven en 6.14.3 hierna.

⁴²⁷ Zie hierover nader paragraaf 8.8.1.

⁴²⁸ ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 257 – 258.

Indien alle klassen het akkoord hebben geaccepteerd, spreekt men van een “*consensual plan*”. Een *consensual plan* moet aan de minimale vereisten voor “*confirmation*” voldoen.⁴²⁹

Indien niet alle klassen het akkoord hebben geaccepteerd, spreekt men van een “*non-consensual plan*”. Een *non-consensual plan* moet aan alle vereisten voor het homologeren van een *consensual plan* voldoen, plus aan een aantal additionele vereisten.⁴³⁰ Het homologeren van een *non-consensual plan*, tegen de wil van één of méér tegenstemmende klassen, noemt men *cram down*.

Om een akkoord dat niet alle klassen hebben geaccepteerd (een *non-consensual plan*) te kunnen homologeren met toepassing van de *cram down* bevoegdheid is onder meer vereist dat ten minste één klasse het akkoord heeft geaccepteerd. Het gevolg hiervan is dat er een prikkel bestaat om één of meer klassen te verkleinen om daarmee te bewerkstelligen dat bij ten minste één klasse aan de voorwaarden voor acceptatie is voldaan. Het manipuleren van klassen om zo de stemuitslag te beïnvloeden wordt ook wel “*gerrymandering*” genoemd.⁴³¹

6.13 Confirmation criteria voor alle akkoorden: best interests en feasibility test

Alle akkoorden die voor homologatie vatbaar zijn, zowel *consensual* als *non-consensual*, moeten aan een aantal minimale homologatiecriteria voldoen.⁴³² De belangrijkste economische criteria zijn de zogenaamde “*best interests of creditors test*” en de “*feasibility test*”.

⁴²⁹ § 1129(a) US Bankruptcy Code.

⁴³⁰ § 1129(b) US Bankruptcy Code.

⁴³¹ Zie o.a. L.J. Rusch, *Gerrymandering the Classification Issue in Chapter Eleven Reorganization*, U. Colo.L.Rev. 1992, Vol. 63 en S.F. Norberg, *Debtor Incentives, Agency Costs and Voting Theory in Chapter 11*, U.Kan.L.Rev. 1998, Vol. 46; J.R. Trost, J.G. Samuel and K.T. Lantry, *Survey of the New Value Exception to the Absolute Priority Rule and the Preliminary Problem of Classification*, SD24 ALI-ABA, 1998; Peter E. Meltzer, *Disenfranchising the Dissenting Creditor through Artificial Classification or Artificial Impairment*, Am.Bankr.L.J. 1992, Vol 66. Zie in dit verband ook B.A. Markell, *Clueless on Classification: Toward Removing Artificial Limits on Chapter 11 Claim Classification*, Bankr.Dev.J. 1995, Vol. 11.

⁴³² Deze zijn opgenomen in § 1129(a) van de US Bankruptcy Code. Het gaat om in totaal 13 criteria. Naast de “*best interests of creditors*” en “*feasibility test*” toetst de rechter onder meer of is voldaan aan de vereisten voor de inhoud van het akkoord, de klassenformatie, “*disclosure and solicitation*”, of het plan te goeder trouw is voorgesteld (“*proposed in good faith*”), de rechter de kosten van adviseurs als “*reasonable*” heeft aangemerkt, de toekomstige managementleden bekend zijn gemaakt en hun (voortgezette) betrokkenheid niet in strijd met de openbare orde is bevonden.

De *best interests of creditors test* houdt in dat iedere crediteur die niet vóór het akkoord heeft gestemd, onder het akkoord in waarde minstens moet ontvangen wat hij aan waarde in geval van een liquidatie (op grond van Chapter 7 van de *Bankruptcy Code*) zou hebben ontvangen.⁴³³ Deze bepaling geldt voor alle crediteuren, zowel geseceureerd als ongesecureerd, en aandeelhouders.⁴³⁴ Het is niet per se noodzakelijk dat crediteuren minimaal aan waarde ontvangen wat zij in liquidatie zouden ontvangen, mits zij maar met minder instemmen. Instemming met minder, bindt de tegenstemmers binnen de klasse echter niet.⁴³⁵

De *best interests of creditors test* vereist voor de homologatie van ieder akkoord een inhoudelijke liquidatie-analyse en waardering van de rechten (bijvoorbeeld aandelen of schuldinstrumenten) die crediteuren onder het akkoord krijgen aangeboden.⁴³⁶ Dit is vaak een moeizame exercitie. Zie in dit verband ook paragraaf 8.9.3.3 hierna.

De *feasibility test* houdt in dat de onderneming na totstandkoming van het akkoord levensvatbaar moet zijn (behalve waar het een liquidatie-akkoord betreft).⁴³⁷ Onder de oude *Chapter 11*⁴³⁸ hield de *feasibility test* slechts in dat de schuldenaar aan de verplichtingen moest kunnen voldoen die rechtstreeks uit het akkoord voortvloeiden. Onder de huidige *Chapter 11* is aan de *feasibility test* een andere invulling gegeven. De *feasibility test* houdt thans een toets in van de algehele financiële levensvatbaarheid van de onderneming na totstandkoming van het akkoord.⁴³⁹

In het kader van de *feasibility test* beoordeelt de rechter onder meer de haalbaarheid van omzet- en liquiditeitsprognoses,⁴⁴⁰ de verdien capaciteit van de

⁴³³ § 1129(a)(7) US Bankruptcy Code. “... each holder of a claims or interest of such class (i) has accepted the plan; or (ii) will receive or retain under the plan on account of such claim or interest property of a value, as of the effective date of the plan, that is not less than the amount that such holder would so receive or retain if the debtor were liquidated under chapter 7 of this title on such date ...”. Zie in dit verband voorts o.a. Natalic Regoli, Confirmation of Chapter 11 Bankruptcy: A Practical Guide to the Best Interest of Creditors Test, Tex.J.Bus.L. 2005, Vol. 41.

⁴³⁴ R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 12-19.

⁴³⁵ H.R. Rep. No. 595, 95th Cong., 1st Sess. 412-413 (1977).

⁴³⁶ R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 12-21-22.

⁴³⁷ § 1129(a)(11) US Bankruptcy Code: “Confirmation of the plan is not likely to be followed by liquidation, or the need for further financial reorganization, of the debtor or any successor to the debtor under the plan, unless such liquidation or reorganization is proposed in the plan.”

⁴³⁸ 11 U.S.C. § 366(2) (1977) (ingetrokken).

⁴³⁹ Re Las Vegas Monorail Co., 462 B.R. 795, 798 (Bankr. D. Nev. 2011): “Unlike old Chapter XI, which only looked to the ability of the debtor to satisfy the obligations contained in the plan, Section 1129(a)(11) requires that the court find that it is not turning a financially impaired business loose in the world”.

⁴⁴⁰ Re Belco Vending, Inc., 67 B.R. 234 (bankr. D. Mass. 1986); re Landmark At Plaza Park, Ltd., 7 B.R. 653 (bankr. D. N.J. 1980); re Lakeside Global II, Ltd., 116 B.R. 499 (Bankr. S.D. Texas 1990); re Hoff, 54 B.R. 746 (Bankr. D. N.D. 1985); re Great Northern Protective Services, Inc., 19 B.R. 802 (Bankr. W.D. Wash. 1982); re

onderneming, de geschiktheid van de kapitaalstructuur, de toereikendheid van het werkkapitaal,⁴⁴¹ het vermogen noodzakelijke investeringsuitgaven te doen, de toekomstige beschikbaarheid van krediet, de marktvooruitzichten en de competentie van management.⁴⁴² Dit is bepaald geen sinecure.

De *best interests* en de *feasibility test* vragen veel van de rechter en leiden tot een complex financieel-inhoudelijk debat met een veelheid aan “*expert testimony*” van “*investment bankers*” en andere “*professionals*”.⁴⁴³ Omdat het grotendeels om toekomstvoorspellingen gaat, is ieder antwoord met grote onzekerheden omgeven. Dit levert een vruchtbare voedingsbodem voor dwarsliggers om discussie op te werpen en zand in de raderen te strooien. Hieraan valt niet te ontkomen: de criteria gelden voor de homologatie van ieder akkoord, ongeacht of het door alle klassen is aangenomen of niet.

6.14 Additionele criteria voor *cram down* van tegenstemmende klassen

De bovengenoemde minimale homologatiecriteria die gelden voor alle akkoorden, strekken ertoe tegenstemmende crediteuren binnen een vóór stemmende klasse te beschermen en hebben dan ook betrekking op de behandeling van individuele crediteuren of aandeelhouders. Een klasse als geheel behoeft bij een *consensual plan* geen bescherming. Bij een *consensual plan* heeft iedere klasse immers vóór gestemd.

Bij een *non-consensual plan* daarentegen hebben één of meer klassen tegen gestemd. De additionele vereisten die gelden voor het homologeren van een *non-consensual plan (cram down)* strekken ertoe tegenstemmende klassen als geheel te beschermen en hebben dan ook (uitsluitend) betrekking op de behandeling van tegenstemmende klassen als geheel.⁴⁴⁴

Stuart Motel, Inc., 8 B.R. 48 (Bankr. S.D. Fla. 1980); re Adamson Co., 42 B.R. 169 (Bankr. E.D. Va. 1984); Re Champion Oil Co., 13 B.R. 472 (Bankr. S.D. Ohio 1980); re Landau Boat Co., 13 B.R. 788 (Bankr. W.D. Mo. 1981).

⁴⁴¹ Re DBSD North America, Inc., 419 B.R. 179, 202 (Bankr. S.D.N.Y. 2009); re American Capital Equipment LLC, 688 F.3d 145, 156 (3d Cir. 2012).

⁴⁴² Re Adamson Co., 42 B.R. 169 (Bankr. E.D. Va. 1984); re US Truck Co., 800 F.2d 581 (6th Cir. 1986); re Fursman Rands, 38 B.R. 907 (Bankr. W.D. Mo. 1984); re Computer Optics, Inc. 126 B.R. 664 (Bankr. D. N.H. 1991); zie in dit verband voorts B.J. Houser, D.W. Carvell and H.D.F. Meister, Disclosure Statements: Confirmation and Cram Down of Chapter 11 Plans, SR047 ALI-ABA 449, 2010, part IV.

⁴⁴³ R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 12-21 en 12-33.

⁴⁴⁴ R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 12-20 en 13-1 en 13-13.

De twee belangrijkste additionele economische criteria voor het homologeren van een *non-consensual* plan zijn de “*no unfair discrimination*” en de “*fair and equitable*” test.⁴⁴⁵ Indien niet alle klassen met het akkoord hebben ingestemd, dient de rechter het akkoord alsnog te homologeren als ten opzichte van iedere klasse die tegen heeft gestemd geen sprake is van *unfair discrimination* en het akkoord ten opzichte van de tegenstemmende klasse als *fair and equitable* is aan te merken.⁴⁴⁶ Omdat de *no unfair discrimination* en *fair and equitable* criteria niet van toepassing zijn op individuele crediteuren binnen een klasse maar slechts van toepassing zijn op een tegenstemmende klasse als geheel, worden deze criteria aangeduid als “*class rights*”.⁴⁴⁷

De *no unfair discrimination* en *fair and equitable* criteria strekken ertoe zeker te stellen dat een tegenstemmende klasse overeenkomstig haar rang deelt in de reorganisatiewaarde.⁴⁴⁸ De *no unfair discrimination* toets waarborgt in de horizontale verhouding dat een tegenstemmende klasse niet minder ontvangt dan andere klassen met dezelfde rang (tenzij daarvoor een goede zakelijke reden bestaat). De *fair and equitable* toets waarborgt in de verticale verhouding dat een tegenstemmende klasse deelt in de reorganisatiewaarde overeenkomstig haar positie in de hiërarchie tussen klassen met verschillende rang.⁴⁴⁹

De *fair and equitable* toets bestaat uit twee elementen. Ten eerste vereist de *fair and equitable* toets dat een tegenstemmende klasse van gecureerde crediteuren, (te) kort gezegd, in een bepaalde vorm niet minder ontvangt dan de reorganisatiewaarde van het onderpand.⁴⁵⁰ Ten tweede vereist de *fair and equitable*

⁴⁴⁵ § 1129(b) US Bankruptcy Code. Zie voorts o.a. G.F. Munitz, *The Chapter 11 Plan: Proposal, Confirmation and the Effect of Confirmation*, 890, PLI, 2006.

⁴⁴⁶ § 1129(b) US Bankruptcy Code: “...if the plan does not discriminate unfairly and is fair and equitable, with respect to each class of claims or interests that is impaired under, and has not accepted, the plan.”

⁴⁴⁷ B.A. Markell, *A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11*, 72 Am. Bankr. L. J. 227 (1998); R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, § 13.03.

⁴⁴⁸ In dezelfde zin lees ik B.A. Markell, *A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11*, 72 Am. Bankr. L. J. 227 (1998), p. 247 - 248: “*Chapter 11 provide[s] a method for allocating reorganization value; (...) Vertical expectations [are] the province of the fair and equitable rule, with its focus on allocating value to classes in a manner consistent with prebankruptcy priorities. Horizontal expectations among creditors and holders of similar priority [are] left to the unfair discrimination requirement*”. Zie echter voor een mogelijk striktere uitleg paragraaf 6.14.4 hierna.

⁴⁴⁹ B.A. Markell, *A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11*, 72 Am. Bankr. L. J. 227 (1998), p. 247: “*It is key that the fair and equitable requirement covers questions of proper allocation of reorganization value among classes having different priorities. The absolute priority component of that rule sets forth fairly understandable terms for allocating reorganization value among secured creditors, unsecured creditors and equity holders.*”

⁴⁵⁰ Gewaardeerd overeenkomstig § 506(a)(1) van de US Bankruptcy Code op basis van het voorgestelde gebruik zoals bepaald in *Re Associates Commercial Corp. v. Rash*, 520 U.S. 953, 117, S.Ct. 1879, 138 L.Ed.2d 148

toets dat, zolang een tegenstemmende klasse van ongesecureerde schuldeisers of aandeelhouders niet volledig is voldaan, een lager gerangschikte klasse geen waarde mag ontvangen. Dit tweede element van de *fair and equitable* toets is de bekende *absolute priority rule*.⁴⁵¹

Een afwijking van de wettelijke verdeling van de reorganisatiewaarde is toegelaten, mits alle betrokken klassen daarmee instemmen. De bescherming die individuele tegenstemmers binnen een (voor stemmende) klasse dan genieten, is dat zij minimaal hun wettelijk aandeel moeten ontvangen van de liquidatiewaarde (*best interests test*).

6.14.1 *Geen unfair discrimination tussen klassen van dezelfde rang*

Zoals reeds kort opgemerkt in paragrafen 6.7 en 6.8 hiervoor, mag het akkoord crediteuren met gelijke rechten onder omstandigheden ongelijk behandelen. In beginsel stelt de wet geen uitdrukkelijke grens aan de mate van ongelijkheid, mits de klassen die de minder gunstige behandeling ontvangen met het akkoord instemmen.⁴⁵² Stemt een minder bedeelde klasse echter tegen, dan moet deze klasse - in beginsel - op dezelfde wijze worden behandeld als andere klassen met dezelfde rang.⁴⁵³ Een minder gunstige behandeling van een tegenstemmende klasse is niet in alle gevallen ongeoorloofd, maar de *Bankruptcy Code* stelt een grens aan de mate waarin een tegenstemmende klasse ongelijk mag worden behandeld: de ongelijke behandeling van een tegenstemmende klasse mag niet “*unfair*” zijn.⁴⁵⁴ Van *unfair discrimination* hoeft geen sprake te zijn, indien voor de ongelijke behandeling een zakelijke reden (“*business rationale*”) bestaat.⁴⁵⁵ Zo kan

(1997). Zie voor een nadere uiteenzetting van de inhoud van de *fair en equitable* toets ten aanzien van een klasse van tegenstemmende geseceureerde crediteuren paragraaf 6.14.2 hierna.

⁴⁵¹ Deze twee elementen van de *fair and equitable* toets zijn overigens niet limitatief; vgl. § 1129(b)(2) US. De US Bankruptcy Code brengt dit tot uitdrukking door gebruik van het woord “*includes*”. Zie nader over de *absolute priority rule* paragraaf 6.14.3 hierna.

⁴⁵² R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, § 9.02[2] en 13.03; B.A. Markell, A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11, 72 Am. Bankr. L. J. 227 (1998); zie ook Douglas G. Baird, Elements of Bankruptcy, Foundation press 2014, p. 261.

⁴⁵³ In re Orawsky, 387 B.R. 128. 141 (Bankr. E.D.Pa.2008); B.A. Markell, A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11, 72 Am. Bankr. L. J. 227 (1998).

⁴⁵⁴ Re Cypruswood Land Partners, I, 409 B.R. 396, 434-435 (Bankr. S.D. Tex. 2009).

⁴⁵⁵ Re Sentry Operating Co. of Texas, Inc., 264 B.R. 850 (Bankr. S.D. Tex. 2001); Re TCI 2 Holdings, LLC, 428 B.R. 117 (Bankr. D.N.J. 2010); In re Aztec Co., 107 Bankr. 585, 590 (Bankr. M.D. Tenn. 1989).. In Re Drexel Burnham Lambert Group, Inc., 140 B.R. 347 (S.D.N.Y. 1992) oordeelde de rechter dat een plan dat *warrants* toekende aan vóór stemmende klassen, en geen *warrants* toekende aan tegenstemmende klassen, niet noodzakelijkerwijs “*unfairly discriminatory*” was. Zie in dit verband voorts Markell, “A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11, 72 Am. Bankr. L.J. 227 (1998) en R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, § 13.03.

er een zakelijke reden bestaan om handelscrediteuren, die voor een ongestoorde bedrijfsvoortzetting nodig zijn, een betere behandeling toe te kennen dan concurrente financiële crediteuren, zoals obligatiehouders, die voor de bedrijfsvoortzetting in principe niet meer nodig zijn.⁴⁵⁶

Van een gelijke behandeling van klassen is geen sprake indien verschillende klassen een uitkering ontvangen van gelijke waarde, maar in verschillende vorm. Een verschil in behandeling kan ook gelegen zijn in de liquiditeit of het risico van de uitkering. Markell merkt op: *“Equality of recovery is merely a starting point. Plan proponents can tinker with debt and equity securities so that ultimate payouts are identical in terms of present value, but the hardships entailed in receiving those payouts are not.”*⁴⁵⁷

Het Amerikaanse systeem kent naar mijn mening onvoldoende gewicht toe aan de door schuldeisers ondervonden *“hardships”* bij het gedwongen moeten aannemen van een uitkering anders dan in contanten. Ik kom hier in het onderstaande uitgebreider op terug.⁴⁵⁸

6.14.2 *Fair and equitable treatment tegenstemmende geseceerde klassen*

Het eerste onderdeel van de *fair and equitable* toets ziet op de behandeling van de klasse van geseceerde crediteuren. Ten aanzien van een klasse van tegenstemmende geseceerde crediteuren dient het akkoord:

- (i) te bepalen dat de crediteuren hun zekerheidsrechten behouden en een stroom aan uitgestelde betalingen in contanten ontvangen met een totale som die tenminste gelijk is aan het nominale bedrag van de geseceerde vordering (in beginsel het gedekte deel van de vordering) en met een totale contante waarde die, op de dag dat het akkoord in werking treedt, tenminste gelijk is aan de waarde van het onderpand;⁴⁵⁹ of

⁴⁵⁶ R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 9-8.1.

⁴⁵⁷ B.A. Markell, A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11, 72 Am. Bankr. L. J. 227 (1998), p. 251.

⁴⁵⁸ Zie paragraaf 6.16.7.

⁴⁵⁹ § 1129(b)(2)(A)(i) US Bankruptcy Code: *“...(i) that the holders of such claims retain the liens securing such claims, whether the property to such liens is retained by the debtor or transferred to another entity, to the extent of the allowed amount of such claims; and (ii) that each holder of a claim of such class receive on account of such claim deferred cash payments totalling at least the allowed amount of such claim, of a value, as of the effective date of the plan, of at least the value of such holder’s interest in the estate’s interest in such property”*.

- (ii) te voorzien in de verkoop van het onderpand zonder lasten of beperkte rechten (“*free and clear of such liens*”), waarbij de geseceerde crediteur de mogelijkheid heeft om een bod uit te brengen en de koopprijs te verrekenen met zijn vordering (*credit bidding*),⁴⁶⁰ of de geseceerde crediteur de opbrengst of een zekerheidsrecht op de opbrengst van het onderpand verkrijgt;⁴⁶¹ of
- (iii) erin te voorzien dat de geseceerde crediteuren “*the indubitable equivalent*” van hun geseceerde vordering ontvangen.⁴⁶²

Samengevat houdt de *fair and equitable* toets voor de klasse van geseceerde crediteuren in dat geseceerde crediteuren van een tegenstemmende klasse minimaal de reorganisatiewaarde van hun onderpand moeten verkrijgen. Daarnaast stelt de toets beperkingen aan de vorm waarin de uitkering mag plaatsvinden.⁴⁶³ De toets vereist niet dat geseceerde crediteuren van een tegenstemmende klasse een uitkering dienen te ontvangen in contanten (die zij zouden hebben verkregen indien zij hadden mogen liquideren). De uitkering mag de vorm aannemen van een geseceerde vordering met uitgestelde betalingstermijnen. Een uitkering met een hoger risico, zoals in de vorm van een ongesecerde of achtergestelde vordering of aandelen, is of lijkt naar heersende opvatting niet toegelaten.⁴⁶⁴ Een tegenstemmende klasse van geseceerde crediteuren kan dan ook niet worden gedwongen mee te werken aan een *debt for equity swap*. Eisen aan de liquiditeit van de geseceerde vordering, bijvoorbeeld aan de lengte van de betalingstermijn of de verhandelbaarheid van de vordering, worden niet gesteld.

⁴⁶⁰ De mogelijkheid van geseceerde crediteuren om bij verkoop een bod op het onderpand uit te brengen en de koopprijs te verrekenen met zijn geseceerde vordering wordt “*credit bidding*” genoemd en is neergelegd in § 363(k) van de US Bankruptcy Code.

⁴⁶¹ § 1129(b)(2)(A)(ii) US Bankruptcy Code: “...*(ii) for the sale, subject tot section 363 (k) of this title, of any property that is subject to the liens securing such claims, free and clear of such liens, with such liens to attach to the proceeds of such sale, and the treatment of such liens on proceeds under clause (i) or (iii) of this subparagraph*”.

⁴⁶² § 1129(b)(2)(A)(iii) US Bankruptcy Code: “...*(iii) for the realization by such holders of the indubitable equivalent of such claims*”.

⁴⁶³ K. Klee, All You Ever Wanted to Know About Cram down Under the New Bankruptcy Code, 53 Am. Bankr. L.J. 133, 158 (1979), p. 143-145.

⁴⁶⁴ Zie 12 Cong. Rec. S 17,421: “*Unsecured notes as to the secured claim or equity securities of the debtor would not be the indubitable equivalent*”. Dit komt in identieke bewoordingen terug in 124 Cong. Rec. H 11,104. Zie ook R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 13-28 en K. Klee, All You Ever Wanted to Know About Cram down Under the New Bankruptcy Code, 53 Am. Bankr. L.J. 133, 158 (1979), p. 156. Zie echter J. Fridman, What Courts Do to Secured Creditors in Chapter 11 Cram Down, Cardozo L.Rev. 1993, Vol 14, p. 1539 – 1542 die de mogelijke discussie en onduidelijkheid bespreekt over de vraag of een tegenstemmende klasse van geseceerde crediteuren met *cram down* kan worden gedwongen een ongesecerd schuldinstrument of aandelen aan te nemen.

Het feit dat een uitkering niet in contanten hoeft plaats te vinden, betekent dat de rechter met de *cram down* bevoegdheid een tegenstemmende geseceureerde klasse kan dwingen (met vreemd vermogen) door te financieren.

De criteria voor de behandeling van een tegenstemmende klasse van geseceureerde crediteuren onder de *fair and equitable* toets worden hieronder meer in detail beschouwd.

(i) *Behoud van zekerheden met uitgestelde betaling en “cram down interest”*

De eerste mogelijkheid is dat het plan voorziet in een uitgestelde betaling van de geseceureerde met behoud van zekerheidsrechten (“*deferred cash payments*”). De totale som van de uitgestelde betalingen moet, ten eerste, ten minste gelijk zijn aan de geseceureerde vordering (in beginsel het gedekte deel van vordering). Ten tweede moet de contante waarde van de uitgestelde betalingen minimaal gelijk zijn aan de waarde van het onderpand.

Omdat de omvang van de geseceureerde vordering (behoudens een zogenoemde *1111(b) election*) als gevolg van “*bifurcation*” in beginsel gelijk is aan de waarde van het onderpand (zie hierboven paragraaf 6.7), is het tweede criterium, dat de contante waarde van de betalingen onder het akkoord minimaal gelijk is aan de waarde van onderpand, in beginsel bepalend. Het eerste criterium, dat de totale som van de betalingen minimaal gelijk is aan de omvang van de geseceureerde vordering, heeft dan geen zelfstandige betekenis.

Dit vereiste voor *cram down* van een tegenstemmende geseceureerde klasse, betekent in de eerste plaats dat de rechter de waarde van het onderpand zal moeten vaststellen. Zoals wij hierboven in paragraaf 6.7 zagen, heeft de Amerikaanse *Supreme Court* in dit verband uitgemaakt dat het beoogde gebruik van het onderpand onder het akkoord bij de waardering bepalend is en dat bij voortgezet gebruik de rechter de vervangingswaarde dient te hanteren.⁴⁶⁵

In de tweede plaats zal de rechter de contante waarde van de uitgestelde betalingen moeten vaststellen.⁴⁶⁶ Daarbij rijst de vraag wat een marktconforme rentevoet is die

⁴⁶⁵ *Re Associates Commercial Corp. v. Rash*, 520 U.S. 953, 117, S.Ct. 1879, 138 L.Ed.2d 148 (1997).

⁴⁶⁶ C.J. Fortgang and T.M. Moers, *Valuation in Bankruptcy*, UCLA L.Rev. 1985, Vol. 32, p. 1114: “(...) *section 1129(b)(2)(A) requires valuation of both collateral and the payments promised by the plan.*”

de rechter daarbij dient te hanteren.⁴⁶⁷ De rechter hanteert bij het bepalen van de toe te passen disconteringsvoet niet de door partijen contractueel overeengekomen rente, maar stelt zelf vast wat een gepaste rentevergoeding is. Dit wordt aangeduid als de “*cram down interest*”. De *Supreme Court* heeft in *re Till* voor de bepaling van de *cram down interest* de zogenaamde “*formula approach*” of “*prime plus approach*” geïntroduceerd.⁴⁶⁸ Daarbij neemt de rechter als vertrekpunt de “*national prime rate*” voor risico-vrije leningen. Omdat een insolvente debiteur een hoger risico op wanbetaling met zich brengt dan een solvante debiteur, moet de rechter de “*prime rate*” vervolgens opwaarts aanpassen aan het verhoogde risicoprofiel. De omvang van deze risico-aanpassing mag in de benadering in *re Till* variëren binnen een bandbreedte tussen 100 – 300 basispunten en hangt onder meer af van “*the circumstances of the estate, the nature of the security, and the duration and feasibility of the reorganization plan.*”⁴⁶⁹ In *re Till* werd de risicopremie vastgesteld op 1,5%.

Aldus kan de rechter gecureerde crediteuren dwingen door te financieren tegen een door hem zelf vastgestelde rente. De rechter kan een gecureerde crediteur die dacht een lening met een korte looptijd te verstrekken, dwingen de lening een permanent karakter te geven ook al stemt de betrokken gecureerde klasse bij meerderheid tegen.⁴⁷⁰ In *re Till* bedroeg de overeengekomen contractuele rente 21%. Het plan reduceerde die rente tot 9,5%. De kredietverstrekker maakte hiertegen bezwaar en voerde aan dat, als het hem zou zijn toegestaan om zijn zekerheden uit te winnen, hij de opbrengst op de markt weer zou kunnen uitzetten tegen het markttarief van 21%. De rechter verwierp deze bezwaren en legde het plan op met de voorgestelde rente van 9,5%.

De *re Till* zaak betrof een *Chapter 13* procedure, een insolventieprocedure ten aanzien van natuurlijke personen. In 2014 heeft de Amerikaanse rechter in *re MPM Silicones LLC* bevestigd dat de benadering in *re Till* ook toepassing vindt in *Chapter 11* ten aanzien van *corporate debtors*.⁴⁷¹ In die zaak stelde de schuldenaar in het

⁴⁶⁷ Zie hierover o.a. W.S. Scott, *Deferred Cash Payments to Secured Creditors in Cram Down of Chapter 11 Plans: A Matter of Interest*, Wash.L.Rev. 1988, Vol. 63 en J. Fridman, *What Courts Do to Secured Creditors in Chapter 11 Cram Down*, Cardozo L.Rev. 1993, Vol 14.

⁴⁶⁸ *Re Till vs SCS Credit Corp.*, 541 U.S. 465, 124 S.Ct. 1951, 158 L.Ed.2d 787 (2004).

⁴⁶⁹ *Re Till vs SCS Credit Corp.*, 541 U.S. 465, 124 S.Ct. 1951, 158 L.Ed.2d 787 (2004); zie hierover uitgebreid M. Elson, Note, *Say “Ahhh!”: A New Approach for Determining the Cram down Interest Rate After Till v. SCS Credit*, 27 CARDOZO L. REV. 1921, 1927 (2006).

⁴⁷⁰ *In re Mayslake Village-Plainfield Campus, Inc.*, 441 B.R. 309, 319 (Bankr. N.D. Ill. 2010).

⁴⁷¹ *In re: MPM Silicones LLC*, United States Bankruptcy Court, S.D. New York, 9 September 2014, 2014, WL 44336335.

akkoord voor de schulden aan obligatiehouders te voldoen door de uitgifte van nieuwe obligaties met een lagere rente. Op basis van de *re Till* beslissing bood de schuldenaar een rente aan die gelijk was aan de *prime rate* plus een risicopremie van 1,5% respectievelijk 2%. Dit kwam neer op een totale rente van 3,6% voor de hoogste gerangschikte *notes* en een rente van 4,1% voor de lager gerangschikte *notes*. De schuldenaar had eerder aangeboden de obligatiehouders tegen een afslag in contanten uit te nemen en had daartoe in de markt een herfinanciering uitonderhandeld. De uitonderhandelde rente op de twee herfinancieringsleningen bedroeg 5% respectievelijk 7%. Daarmee stond in de zaak vast dat de marktrente hoger lag dan de rente die de schuldenaar aanbood onder het akkoord. De vraag kwam op of geseceerde crediteuren in het kader van *cram down* kunnen worden gedwongen genoeg te nemen met een rente die lager ligt dan marktconform. De rechter oordeelde dat geseceerde crediteuren in het kader van *cram down* geen aanspraak kunnen maken op de marktrente en homologeerde het akkoord. Het feit dat geseceerde crediteuren kunnen worden gedwongen genoeg te nemen met een rente die lager ligt dan marktconform, betekent dat, zelfs als men er vanuit zou gaan dat de uitgegeven schuldtitle 100% liquide is, die schuldtitle niet in de markt te verkopen is tegen het bedrag waarop de schuldeisers aanspraak hebben. Advocaten merken dan ook terecht op dat de beslissing “*may shift the leverage in future cases in favour of debtors and unsecured creditors, potentially enabling them to satisfy secured creditors with long-term replacement notes at below-market rates, thus obviating the need for some debtors to secure takeout exit financing and potentially providing additional value for unsecured creditors at the expense of secured creditors.*”⁴⁷²

Onder bepaalde omstandigheden kan het voor een geseceerde klasse gunstig zijn om een zogenoemde *1111(b) election* te doen.⁴⁷³ Zoals uiteengezet in paragraaf 6.7 hierboven, wordt een geseceerde vordering met onderdekking in beginsel gesplitst in een geseceerd deel ter grootte van de waarde van het onderpand en een ongesecereerd deel ter grootte van het restant. In afwijking hiervan kan een geseceerde crediteur op grond van § 1111(b) van de US Bankruptcy Code ervoor kiezen deze splitsing achterwege te laten en de gehele vordering als geseceerd te

⁴⁷² Davis Polk & Wardwell LLP, *Insolvency and Restructuring Update, Momentive Ruling May Pave the Road for Below-Market “Takeback Paper” Cramdowns of Secured Creditors*, September 3, 2014, te vinden op www.davispolk.com (geraadpleegd in juni 2016).

⁴⁷³ Zie o.a. Douglas G. Baird, *Elements of Bankruptcy*, Foundation Press, 2014, p. 262; R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, § 13.02; Elizabeth Warren, *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*, Wolters Kluwer 2008, p. 157 e.v. Zie in dit verband ook C.J. Fortgang and T.M. Moers, *Valuation in Bankruptcy*, UCLA L.Rev. 1985, Vol. 32, p. 1115 – 1116.

laten aanmerken. De geseceerde crediteur heeft dan geen ongesecureerde vordering voor het ongedekte deel van zijn vordering. De geseceerde vordering is dan gelijk aan de nominale bedrag van de vordering. De geseceerde crediteur in een tegenstemmende klasse heeft dan nog steeds in ieder geval recht op uitgestelde betalingen waarvan de contante waarde gelijk is aan de waarde van het onderpand. Daarnaast geldt dat de totale som van de uitgestelde betalingen minimaal gelijk moet zijn aan de geseceerde vordering, wat bij een *1111(b) election*, gelijk is aan het volledige ongesplitste nominale bedrag van de vordering. Dit kan onder omstandigheden, afhankelijk van de mate van onderdekking, de termijn van uitbetaling en de gehanteerde disconteringsvoet, betalingen met een hogere contante waarde opleveren dan de reorganisatiewaarde van het onderpand. Neem het volgende voorbeeld. Het plan voorziet in betaling van een geseceerde crediteur over een termijn van een jaar. Het nominale bedrag van de vordering is 1000. De waarde van het onderpand is 600. De rechter stelt de te hanteren rentevoet vast op 10%. Vindt "*bifurcation*" plaats, dan heeft de geseceerde crediteuren een geseceerde vordering van 600 en een ongesecureerde vordering van 400. Op de geseceerde vordering dient de geseceerde crediteur na afloop van een jaar minimaal 660 te ontvangen. Doet de geseceerde crediteur echter een *section 1111(b) election*, dan heeft de geseceerde crediteur geen ongesecureerde vordering en een geseceerde vordering van 1000. De geseceerde crediteur heeft in ieder geval aanspraak op 660 omdat de contante waarde van de betaling nog steeds tenminste gelijk moet zijn aan de waarde van het onderpand.⁴⁷⁴ Daarnaast moet de totale som van de betalingen tenminste gelijk zijn aan de geseceerde vordering (1000). Dit betekent dat de geseceerde crediteur die een *section 1111(b) election* heeft gedaan, niet 660 maar 1000 moet ontvangen, wil de rechter deze aan een *cram down* kunnen onderwerpen.

Een *1111(b) election* biedt geseceerde crediteuren echter slechts in een beperkt aantal gevallen soelaas, met name bij een korte betalingstermijn en grote onderdekking. Bij een langere betalingstermijn en geringere onderdekking zal een *1111(b) election* veelal geen uitkomst bieden.

In het kader van de herziening van *Chapter 11* heeft de ABI commissie aanbevolen afstand te nemen van de benadering in *re Till* voor de bepaling van de *cram down interest*, omdat deze de maximale risicopremie beperkt tot 300 basispunten en

⁴⁷⁴ Re Hallum, 29 B.R. 343 (Bankr. E.D. Tenn. 1983); Klee, All You Ever Wanted to Know About Cram down Under the New Bankruptcy Code, 53 Am. Bankr. L.J. 133, 158 (1979).

geseceerde crediteuren daarmee in veel gevallen onvoldoende compenseert voor het werkelijk te lopen risico.⁴⁷⁵ De commissie stelt voor dat de rechter een disconteringsvoet vaststelt die de economische werkelijkheid beter weerspiegelt aan de hand van de markttrente voor vergelijkbare ondernemingen. Indien een representatieve markttrente voor de specifieke debiteur niet is vast te stellen, stelt de commissie voor dat de rechter de risicopremie vaststelt aan de hand van alle relevante omstandigheden van het geval zoals, “*the debtor’s industry, projections, leverage, revised capital structure, and obligations under the plan*”. Dit zal het voor de rechter bepaald niet makkelijker maken. Belangrijker nog is het bezwaar dat de rechter nog steeds - tegen de wens van de meerderheid van de klasse - een rente op kan leggen die afwijkt van wat de financiers (die dit het best kunnen beoordelen) zelf als een adequate risicovergoeding beschouwen. Het blijft mogelijk financiers – tegen hun meerderheidswens – te dwingen door te financieren en hen daarmee het recht te ontnemen hun positie liquide te maken en hun risicoblootstelling te beëindigen. Dwang is te billijken indien deze slechts wordt opgelegd aan een minderheid die tegen is in het belang van een meerderheid die vóór is. Het bezwaar is dat de rechter de voornoemde dwang hier toepast tegen de wil van de meerderheid. Onder het Amerikaanse systeem weegt de wens van de schuldenaar (lees: aandeelhouders) in dit opzicht zwaarder dan de wens van de meerderheid van de crediteuren.

(ii) *Verkoop met recht op credit bidding of de opbrengst*

De tweede manier waarop een tegenstemmende geseceerde klasse aan een *cram down* kan worden onderworpen is doordat het akkoord voorziet in de verkoop van het onderpand zonder lasten of beperkte rechten (“*free and clear of such liens*”), waarbij de geseceerde crediteur de mogelijkheid heeft tot *credit bidding* (een bod uitbrengen en de koopprijs verrekenen met zijn vordering).⁴⁷⁶ Het recht op *credit bidding* dient ertoe de geseceerde crediteur te beschermen tegen verkoop onder de reële waarde.⁴⁷⁷ Bij verkoop aan een derde dient de geseceerde crediteur ofwel de opbrengst te verkrijgen danwel een zekerheidsrecht op de opbrengst. Ontvangt de geseceerde crediteur niet de opbrengst, maar slechts een

⁴⁷⁵ ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 236; M. Elson, Note, Say “Ahhh!”: A New Approach for Determining the Cram down Interest Rate After Till v. SCS Credit, 27 CARDOZO L. REV. 1921, 1927 (2006), p. 1927.

⁴⁷⁶ § 363(k) van de US Bankruptcy Code. Zie over credit bidding in de Nederlandse context G.A.C. Òrban en R.J. de Weijts, Loan-to-Own meets Credit Bid: Credit Bidding naar Amerikaans en Nederlands recht, TvI 2016/15 en S.W. van den Berg, Herstructureringsmiddel voor distressed investors: credit bidding, Ondernemingsrecht 2016/61.

⁴⁷⁷ Re RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank, 132 S.Ct. 2065, 2070 n.2, 182 L. Ed. 2d 967 (2012).

zekerheidsrecht op de opbrengst, dan dient het akkoord te voorzien in een uitgestelde betaling in contanten die aan de hierboven besproken voorwaarden voor *cram down* voldoet.⁴⁷⁸

(iii) *Indubitable equivalent?*

De derde mogelijkheid om een tegenstemmende geseceerde klasse aan een *cram down* te onderwerpen is doordat het akkoord aan de geseceerde crediteur de “*indubitable equivalent*” van diens geseceerde vordering toekent. “*Indubitable*” betekent “*too evident to be doubted*”.⁴⁷⁹ Niettemin blijft enigszins onduidelijk wat onder “*indubitable equivalent*” moet worden verstaan. Een voorbeeld van “*indubitable equivalence*” is de overdracht van het onderpand aan de geseceerde crediteur bij wijze van voldoening van de geseceerde vordering.⁴⁸⁰ Een ander voorbeeld is het verstrekken van vervangende zekerheid.⁴⁸¹ Een verder voorbeeld van de “*indubitable equivalent*” is de voldoening van de geseceerde vordering door betaling van een contant bedrag ineens ter grootte van de waarde van het onderpand zoals vastgesteld door de rechter.⁴⁸² Dit geeft een recht op lossing tegen betaling van de waarde van het onderpand. Een effectief lossingsrecht ontbreekt in het Nederlandse recht.⁴⁸³ Een ongesecerd schuldinstrument of aandelen in de vennootschap vormen in beginsel geen “*indubitable equivalent*” van de crediteur zijn zekerheidsrecht.⁴⁸⁴

6.14.3 *Absolute priority rule voor de overige tegenstemmende klassen*

⁴⁷⁸ § 1129(b)(2)(A)(i)(II) van de US Bankruptcy Code.

⁴⁷⁹ R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 13-28 en *re Arnold & Baker Farms v. United States*, 85 F.3d 1415 (9th Cir. 1996).

⁴⁸⁰ 124 Cong. Rec. H11104 (daily ed. Sept. 28, 1978); *re Re RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank*, 132 S.Ct. 2065, 2070 n.2, 182 L. Ed. 2d 967 (2012).

⁴⁸¹ *Re Mulberry Phosphates Inc.*, 149 B.R. 702 (Bankr. M.D. Fla. 1993); *re TMA Associates, Ltd.*, 160 B.R. 173 (D. Col. 1993).

⁴⁸² *Re Bank of New York Trust Co., N.A. v. Official Unsecured Creditors' Committee*, 584 F.3d 229, 246-247 (2009).

⁴⁸³ Sommigen bepleiten dat een bezwaard goed naar Nederlands recht is te lossen tegen betaling van een bedrag ter grootte van de waarde van het onderpand en niet slechts tegen voldoening van het volledige nominale bedrag van de vordering tot zekerheid waarvan het zekerheidsrecht strekt. Vgl. S.E. Bartels en V. Tweehuysen, *Het lossingsrecht*, WPNR 2010 (6864). Deze bepleite lossingsmogelijkheid is in de praktijk van voornamelijk theoretische betekenis omdat een snel en effectief mechanisme ontbreekt om een eventueel geschil over de waarde van het onderpand te beslechten. Geen koper zal tegen een reële koop prijs belangstelling tonen zolang onzekerheid bestaat over de vraag of het lossingsbedrag voldoende is om het goed van het zekerheidsrecht te bevrijden.

⁴⁸⁴ Klee, *All You Ever Wanted to Know About Cram down Under the New Bankruptcy Code*, 53 *Am. Bankr. L.J.* 133, 158 (1979), p. 156; maar meer genuanceerd: J. Fridman, *What Courts Do to Secured Creditors in Chapter 11 Cram Down*, *Cardozo L.Rev.* 1993, Vol 14, p. 1539 – 1542 die de mogelijke discussie en onduidelijkheid bespreekt over de vraag of een tegenstemmende klasse van geseceerde crediteuren met *cram down* kan worden gedwongen een ongesecerd schuldinstrument of aandelen aan te nemen.

6.14.3.1 Inhoud van de absolute priority rule

Het tweede element van de *fair and equitable* toets is de zogenaamde *absolute priority rule*. Deze heeft betrekking op ongesecureerde crediteuren en aandeelhouders. De *absolute priority rule* houdt in dat aan het *fair and equitable* vereiste is voldaan ten aanzien van een tegenstemmende klasse van ongesecureerde crediteuren, indien (i) de crediteuren van die klasse volledig worden voldaan of (ii) indien de crediteuren van die klasse niet volledig worden voldaan, er geen lager gerangschikte klasse bestaat die enige waarde ontvangt.⁴⁸⁵

Op vergelijkbare wijze houdt de *absolute priority rule* in dat een akkoord *fair and equitable* is ten aanzien van een klasse van tegenstemmende aandeelhouders, indien er geen lager gerangschikte klasse bestaat die enige waarde ontvangt.⁴⁸⁶

Anders dan voor een tegenstemmende klasse van geseecureerde crediteuren, stelt de *fair and equitable* toets voor tegenstemmende klassen van ongesecureerde schuldeisers of aandeelhouders geen beperkingen aan de vorm waarin de uitkering kan plaatsvinden.⁴⁸⁷ Klassen van tegenstemmende crediteuren of aandeelhouders kunnen in iedere vorm worden voldaan. Bij beoogde volledige voldoening van de crediteuren moet de waarde van de "*bankruptcy currency*" gelijk zijn aan het nominale bedrag van de vordering op de dag dat het akkoord in werking treedt. De wetgever heeft daarbij onder ogen gezien dat om vast te stellen of volledige voldoening heeft plaatsgevonden bij betaling in andere vorm dan in contanten, bijvoorbeeld in aandelen of uitgestelde schuldinstrumenten, de rechter ingewikkelde waarderingsexercities zal moet verrichten.⁴⁸⁸

Als een logisch voortvloeisel en onderdeel van de *absolute priority rule* wordt gezien de "omgekeerde regel" dat crediteuren in een senior klasse niet meer dan 100% van

⁴⁸⁵ § 1129(b)(2)(B) van de US Bankruptcy Code: Het akkoord is *fair and equitable* ten aanzien van een tegenstemmende klasse van concurrente crediteuren als "...*(i) the plan provides that each holder of a claim of such class receive or retain on account of such claim property of a value, as of the effective date of the plan, equal to the allowed amount of such claim; or (ii) the holder of any claim or interest that is junior to the claims of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior claim or interest any property*".

⁴⁸⁶ § 1129(b)(2)(C) van de US Bankruptcy Code: Het akkoord is *fair and equitable* ten aanzien van een tegenstemmende klasse van aandeelhouders als "...*(i) each holder of an interest of such class receive on account of such interest property of a value, as of the effective date of the plan, equal to the greatest of the allowed amount of any fixed liquidation preference to which such holder is entitled, or the value of such interest; or (ii) the holder of any interest that is junior to the interests of such class will not receive or retain under the plan on account of such junior interest any property, ...*".

⁴⁸⁷ Zie ook C.J. Fortgang and T.M. Moers, Valuation in Bankruptcy, UCLA L.Rev. 1985, Vol. 32, p. 1123.

⁴⁸⁸ 124 Cong. Rec. S. 17,421 (daily ed. Oct. 6, 1978); 124 Cong. Rec. H 11,104-11,105 (daily ed. Sept. 28, 1978).

hun vordering mogen ontvangen ten nadele van een tegenstemmende junior klasse. Deze omgekeerde regel blijkt niet uit de wet zelf maar wordt in de doctrine als een vanzelfsprekend onderdeel van de *absolute priority rule* beschouwd en is in de rechtspraak veelvuldig bevestigd.⁴⁸⁹

6.14.3.2 Aanspraak op reorganisatiewaarde

De *absolute priority rule* (in samenhang met de *no unfair discrimination* toets) strekt ertoe zeker te stellen dat een tegenstemmende klasse overeenkomstig haar rang deelt in de met het akkoord gerealiseerde waarde (reorganisatiewaarde).⁴⁹⁰ Om dit vast te stellen, zal de rechter de onderneming of de activa van de onderneming moeten waarderen in de toestand zoals deze zou bestaan direct na de totstandkoming van het voorgestelde akkoord ("*the enterprise value of the reorganized debtor*").^{491 492}

⁴⁸⁹ Re Genesis Health Ventures, Inc., 266 B.R. 591, 612 (Bankr. D. Del. 2001): "A corollary of the absolute priority rule is that a senior class cannot receive more than full compensation of its claims."; R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 13-15 en 13-41 met verwijzing naar de wetsgeschiedenis: 124 Cong. Rec. S 17,421 (daily ed. Oct. 6, 1978), 124 Cong. Rec. H 11,105 (daily ed. Sept. 28, 1978); Re Granite Broadcasting Corp., 369 B.R. 120, 140 (Bankr. S.D.N.Y. 2007): "There is no dispute that a class of creditors cannot receive more than full compensation for its claim, and that excess value must be allocated to junior classes of debt or equity, as the case may be." Zie voorts o.a. K. Klee, All You Ever Wanted to Know About Cram Down Under the New Bankruptcy Code, 53 Am. Bankr. L.J. 133, 158 (1979), p. 142-146; K. Klee, Cram Down II, Am.Bankr.L.J. 1990, Vol 64, p. 231-232 en L. LoPucki and W.C. Whitford, Patterns in the Bankruptcy Reorganization of Large Publicly Held Companies, Cornell L. Rev. 1993, Vol. 78, p. 682.

⁴⁹⁰ Zie o.m. R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 12-19; D.G. Baird & D. Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 Yale L.J. 1930 – 1970, (2006); Nick Segal, Schemes of arrangement and junior creditors – does the US approach to valuations provide the answer?, Insolvency Intelligence 2007, 49-52; zie ook O. Tene, Revisiting the Creditors' Bargain: The Entitlement to the Going-Concern Surplus in Corporate Bankruptcy Reorganizations, Bankr.Dev.J. 2003, Vol. 19.

⁴⁹¹ Re US Bank N.A.V. Wilmington Trust Co., 426 B.R. 114, 129-130 (Bankr. D. Del. 2010); re P.J. Keating Co., 168 B.R. 464, 468 (Bankr. D. Mass. 1994); R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 13-2: "This discussion has alluded to the going concern value of a reorganizing debtor. The sine qua non of the absolute priority was the court's determination of the value of the reorganizing debtor on a going concern, not a liquidation, basis. Once that value had been determined, the court would analyse the plan to see how the value had been distributed and whether the plan proponent had adhered to the absolute priority rule. (...) In determining whether senior creditors had been paid in full, the court had to value the business of the reorganized debtor on a going concern basis and allocate this value to senior creditors; only when their claims had been fully paid could anything be passed down the line to junior creditors and to equity."; P.F. Coogan, Confirmation of a Plan Under the Bankruptcy Code, 32 Case W. Res. L. Rev. 301 n.62 (1982); I.M. Pachulski, The Cram down and Valuation Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, 58 N.C.L. Rev. 925, 939-940 (1980); B.A. Markell, A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11, 72 Am. Bankr. L. J. 227 (1998); zie ook J.B. Cleveland, Valuation in bankruptcy and a financial restructuring context, Journal of Business Valuation 7/15/2003 en C.J. Fortgang and T.M. Moers, Valuation in Bankruptcy, UCLA L.Rev. 1985, Vol. 32.

⁴⁹² Zie in dit verband ook het rapport van de ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 207 dat de "reorganisation value" omschrijft als: "(i) if the debtor is reorganizing under the plan, the enterprise value attributable to the reorganized business entity, plus the net realizable value of its assets that are not included in determining the enterprise value and are subject to

De aanspraak van een tegenstemmende junior klasse op haar aandeel in de reorganisatiewaarde wordt niet gewaarborgd door de *absolute priority rule* “sec”, dat wil zeggen zoals deze uit de wet blijkt⁴⁹³ (inhoudende dat zolang een tegenstemmende klasse niet volledig is voldaan geen lager gerangschikte klasse enige waarde mag ontvangen). Neem als voorbeeld de volgende situatie. De senior schuld is 50. De junior schuld is ook 50. De liquidatiewaarde is eveneens 50. De reorganisatiewaarde is 100. Het akkoord kent alle waarde toe aan de senior crediteuren: de senior schuld wordt omgezet in 100% van de aandelen. De junior schuld wordt volledig geëlimineerd. De bestaande aandeelhouders ontvangen ook niets. De senior klasse stemt voor. De junior klasse stemt tegen. De aandeelhoudersklasse stemt ook tegen. Volgens alleen de *absolute priority rule* “sec” moet de rechter een verzoek om *cram down* toewijzen: er is geen klasse die lager gerangschikt is dan de junior klasse respectievelijk de klasse van aandeelhouders die enige waarde ontvangt.

Het is de “omgekeerde” *absolute priority* regel die niet uitdrukkelijk uit de wet blijkt (inhoudende dat schuldeisers niet ten koste van een tegenstemmende klasse meer dan 100% van hun vordering mogen ontvangen) die de aanspraak van een tegenstemmende junior klasse op haar aandeel in de reorganisatiewaarde waarborgt. Neem hetzelfde voorbeeld als hiervoor. Volgens de “omgekeerde” *absolute priority rule* kan de rechter de tegenstemmende junior klasse nu *niet* aan een *cram down* onderwerpen. Immers: de senior klasse verkrijgt 100% van de aandelen. Deze moeten in het kader van de *cram down* worden gewaardeerd. Zij blijken een waarde van 100 te hebben (reorganisatiewaarde). De senior crediteuren verkrijgen daarmee méér dan het nominale bedrag van hun vordering (50) ten koste van de junior crediteuren die niets ontvangen. Als de junior klasse tegenstemt, vereist de “omgekeerde” *absolute priority rule* dat de senior klasse niet meer dan 50 aan waarde op haar vordering van nominaal 50 ontvangt. De resterende waarde dient aan de tegenstemmende lager gerangschikte klassen te worden toebedeeld in volgorde van rang. In dit voorbeeld zou dit betekenen dat een akkoord voor *cram down* in aanmerking zou komen indien onder het akkoord, bijvoorbeeld, de senior crediteuren vorderingen uit een aangepaste of een nieuwe lening ontvangen met

subsequent disposition as provided in the confirmed plan; or (ii) if the debtor is selling all or substantially all of its assets under section 363x or a Chapter 11 plan, the net sale price for the enterprise plus the realizable value of its assets that are not included in such sale and are subject to subsequent disposition as provided in the confirmed plan or as contemplated at the time of the section 363x sale”.

⁴⁹³ § 1129(b)(2) van US Bankruptcy Code.

een waarde van 50 en de vordering van de junior klasse wordt omgezet in 100% van de aandelen. Deze aandelen zouden dan een waarde hebben van 50 (100 -/ 50 aan schuld onder de lening die aan de senior crediteuren is uitgegeven) waarmee de junior klasse precies zou zijn voldaan. De bestaande aandeelhouders zouden niets (hoeven te) ontvangen. Een andere mogelijkheid zou zijn dat alle schuld wordt omgezet in aandelen, zowel de senior als de junior schuld, de junior en senior schuldeisers ieder 50% van de aandelen verkrijgen en de bestaande aandeelhouders weer niets. Een tegenstemmende aandeelhoudersklasse (die onder dit akkoord nog steeds niets ontvangt) komt onder de “omgekeerde” *absolute priority rule* wel voor *cram down* in aanmerking. Immers, de senior klasse en de junior klasse ontvangen precies waar zij recht op hebben (ieder 50) en niet méér dan dat. Additionele waarde om aan de bestaande aandeelhouders uit te keren, is er niet. Aandeelhouders ontvangen dus terecht niets.

Zoals de bovenstaande voorbeelden illustreren, beschermt de *absolute priority sec* senior klassen: junior klassen mogen niets ontvangen totdat de senior klassen volledig zijn voldaan. De “omgekeerde” *absolute priority rule* beschermt junior klassen: senior klassen mogen niet meer dan 100% van hun vordering ten koste van junior klassen ontvangen.

6.14.3.3 Geleidelijke afzwakking

De waardering die de rechter bij de toepassing van de *absolute priority rule* moet verrichten, is een ingewikkelde exercitie die tijdrovend en kostbaar is en grote onzekerheid met zich brengt. Onder de voormalige *Chapter X* procedure was de *absolute priority rule* een strikt vereiste voor de homologatie van ieder akkoord, ook van een akkoord waarmee alle klassen hadden ingestemd.⁴⁹⁴ De Amerikaanse wetgever vond een rigide toepassing van de *absolute priority rule* naderhand onwenselijk, omdat het betekende dat de rechter de onderneming altijd moest waarderen en dit aanleiding gaf tot onnodige juridische geschillen.⁴⁹⁵

⁴⁹⁴ Re Case v. Los Angeles Lumber Products Co., 308 U.S. 106, 60 S.Ct. 1, 84 L.Ed. 110 (1939); Northern Pacific R.R. v Boyd, 228 U.S. 482, 33 S.Ct. 554, 57 L.Ed. 931 (1913).

⁴⁹⁵ Report of the Commission on the Bankruptcy Laws of the United States, H.R. Doc. No. 137, Part I, 93rd Cong., 1st Sess. 254-255 (1973): “*valuation of the business, a necessary concomitant of the [absolute priority] rule, is at best a guess and is often pegged simply to rationalize a predetermined result. (...) The rule leads to a large amount of useless litigation and should be replaced by a more flexible standard.*”

Om deze reden heeft de Amerikaanse wetgever in de huidige *Chapter 11* afwijking van de *absolute priority rule* toegelaten indien alle klassen met het akkoord instemmen. De regel vindt thans alleen toepassing indien één of meer klassen tegenstemmen en de rechter geroepen wordt om de *cram down* bevoegdheid toe te passen.⁴⁹⁶ Zoals meermaals aangegeven, indien alle klassen met het akkoord instemmen, mag de beschikbare reorganisatiewaarde in afwijking van de *absolute priority rule* worden verdeeld, mits alle individuele crediteuren minimaal hun wettelijk aandeel van de liquidatiewaarde ontvangen.⁴⁹⁷ Met instemming van alle klassen kan het waarden van het onderpand bij voortgezet gebruik, het bepalen van een adequate rentevoet, en het waarden van de onderneming in gereorganiseerde toestand achterwege blijven en zijn de daaraan verbonden nadelen en risico's te voorkomen.⁴⁹⁸

In het kader van de herziening van *Chapter 11* heeft de ABI voorgesteld om aan de eerste klasse ("*immediately junior class*") die voor betaling in aanmerking komt na de klasse waarin de waarde breekt ("*fulcrum senior class*") optiewaarde toe te kennen. De gedachte is dat de onderneming in de toekomst weer in waarde zou kunnen stijgen en dat het redelijk zou zijn om de waarde van de kans dat binnen afzienbare termijn een waardeinstijging optreedt, die deze junior klasse *in the money* zou brengen, aan deze junior klasse toe te kennen. Deze waarde wordt aangeduid als de "*Redemption Option Value*".⁴⁹⁹ De *Redemption Option Value* zou gelijk zijn aan de waarde van een optie om de onderneming te kopen binnen een uitoefenperiode van drie jaar na de aanvraag ("*redemption period*") tegen een uitoefenprijs die gelijk is aan de schulden die hoger gerangschikt zijn dan de betreffende junior klasse ("*redemption price*"). De rechter zou, op grond van het door partijen aangeleverde bewijs, deze optiewaarde kunnen bepalen aan de hand van het Black-Scholes optiewaarderingsmodel of, waar het Black-Scholes model niet geschikt is, het Binomial, Monte Carlo of een ander door de markt gehanteerd optiewaarderingsmodel.⁵⁰⁰ Een akkoord zou dan uitsluitend aan een

⁴⁹⁶ R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 13-1 en 13-4.

⁴⁹⁷ § 1129(a)(7)(A)(ii) van de US Bankruptcy Code.

⁴⁹⁸ R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, New York 2014, p. 13-42.: "... *the risks of valuation of collateral, the determination of an interest or discount rate, and the risks involved in valuing a reorganized debtor all are usually avoided by the parties involved negotiating a plan.*"

⁴⁹⁹ Zie over het voorstel voor toekenning van de *Redemption Option Value* en kritiek daarop uitbreider S.W. van den Berg, (Rechtsvergelijkende) beschouwing over waardeallocatie bij herstructureren, *TvI* 2015, 42.

⁵⁰⁰ ABI, *Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations*, 2012 – 2014, p. 210 en 221.

tegenstemmende *immediately junior class* kunnen worden opgelegd, indien deze klasse minimaal de *Redemption Option Value* ontvangt.⁵⁰¹

De commissie stelt voorts voor om te bepalen dat, indien de *immediately junior class* besluit de gehanteerde reorganisatiewaarde of een voorgestelde 363-sale aan te vechten, zij haar recht op de *Redemption Option Value* verliest. De gedachte is kennelijk om aan de *immediately junior class* een prikkel te geven om toch in te stemmen met een reorganisatie die de klasse buiten de prijzen doet vallen en daarmee geschillen over de omvang van de reorganisatiewaarde te voorkomen. Het risico bestaat echter dat men hiermee weer geschillen introduceert over de berekening van de *Redemption Option Value* en vele nieuwe vragen oproept, waarvan de commissie reeds enkele heeft geïdentificeerd maar nog niet kan beantwoorden.⁵⁰²

6.14.4 Gifting

Het komt met regelmaat voor dat een senior klasse waarde afstaat aan een junior klasse om de instemming van die junior klasse te verkrijgen. Dit wordt aangeduid als *gifting* en strekt ertoe toepassing van de *absolute priority rule* en de daarmee samenhangende waardering te voorkomen. De rechtspraak is verdeeld over de vraag of *gifting* aan een junior klasse schending oplevert van de *absolute priority rule*, indien er een tussenliggende senior klasse bestaat die niet volledig wordt voldaan en tegenstemt. Soms oordeelt de rechter dat het crediteuren vrijstaat om te doen wat zij willen met de aan hen toegekende waarde en dat het hen daarom ook vrijstaat deze te delen met een junior klasse.⁵⁰³ Andere rechters menen dat, indien er een senior klasse bestaat die niet volledig wordt voldaan en tegenstemt, *gifting* aan een junior klasse schending van de *absolute priority rule* oplevert en derhalve niet is toegelaten.⁵⁰⁴ Om toepassing van de *absolute priority rule* met zekerheid te voorkomen, is daarom nodig dat alle klassen met het akkoord instemmen.

De formulering van de *absolute priority rule* brengt niet zuiver tot uitdrukking waar het in essentie om gaat. Het gaat er in essentie om dat, wil men een akkoord aan

⁵⁰¹ Zie in dit verband ook B. Wessels en R. de Weijs, Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code, Ondernemingsrecht 2015/37.

⁵⁰² ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 211.

⁵⁰³ Re SPM Manufacturing Corp., 984 F.2d 1305 (1st Cir. 1993).

⁵⁰⁴ Re Armstrong World Industries, Inc., 432 F.3d 507 (3d Cir. 2005); Re DBSD North America Inc., 634 F.3d 79 (2d Cir. 2011).

een klasse opleggen die heeft tegengestemd, het akkoord aan die tegenstemmende klasse ten minste het deel van de reorganisatiewaarde toekent waar die klasse op grond van haar rang aanspraak op heeft.⁵⁰⁵ De *absolute priority rule* brengt dit indirect, verhuld en gebrekkig tot uitdrukking door te bepalen dat indien de betrokken tegenstemmende klasse niet volledig wordt voldaan, geen lager gerangschikte klasse enige waarde mag ontvangen.⁵⁰⁶ De gebrekkigheid van deze formulering wordt onder meer zichtbaar in het kader van het leerstuk *gifting*.

Beschouw het volgende voorbeeld. De senior schuld is 50. De junior schuld is ook 50. De reorganisatiewaarde is 75. De waarde breekt derhalve in de junior klasse. De aandeelhouders zijn *out of the money*. De senior klasse ontvangt onder het akkoord 40. De junior klasse ontvangt onder het akkoord, geheel overeenkomstig haar rang, 25. De aandeelhoudersklasse ontvangt 10. De senior klasse heeft waarde van 10 aan de aandeelhoudersklasse “geschonken” om daarmee de medewerking van de aandeelhoudersklasse te verkrijgen teneinde een *cram down* procedure met de daarbij behorende waarderingsdiscussie te voorkomen. De senior klasse en de aandeelhoudersklasse stemmen vóór. De junior klasse stemt tegen.

Volgens een strikte toepassing van de *absolute priority rule* komt dit akkoord niet voor *confirmation* in aanmerking. Immers, de laagst gerangschikte aandeelhoudersklasse ontvangt enige waarde, terwijl de hoger gerangschikte junior klasse nog niet volledig is voldaan. Daar gaat het echter niet om. Het gaat erom dat de junior klasse het deel van de reorganisatiewaarde heeft verkregen waarop zij op grond van haar positie aanspraak heeft (25). Op grond van dit principe behoort het akkoord voor homologatie in aanmerking te komen. Het feit dat de senior klasse vrijwillig enige waarde aan de aandeelhoudersklasse heeft afgestaan, doet er niet toe (in de zin dat het de tegenstemmende junior klasse geen onrecht aandoet) en doet er niet aan af dat de junior klasse heeft gekregen waar zij recht op heeft.

Mijns inziens deugt het principe dat aan de *absolute priority rule* ten grondslag ligt, althans lijkt te liggen, namelijk dat een tegenstemmende klasse ten minste het deel van de reorganisatiewaarde moet krijgen waar zij op grond van haar rang recht op

⁵⁰⁵ Zie onder meer R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 12-19 die de *absolute priority rule* kort samenvat als de regel “*that any distribution of consideration in a reorganization plan be paid to creditors in the order of their priority*” en B.A. Markell, *A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11*, 72 Am. Bankr. L. J. 227 (1998), p. 246 - 247.

⁵⁰⁶ Zie ook G. O’Dea, *Craving a cram-down: why English insolvency law needs reforming*, *Journal of International Banking and Financial Law* (2009) 10 JIBFL 583, p. 10: “*the text of the section [section 1129 of the United States Bankruptcy Code] is convoluted and could be improved upon.*”

heeft. Bij het ontwerpen van een nieuwe regeling zou dit principe echter beter tot uitdrukking moeten worden gebracht dan dat de Amerikaanse *absolute priority rule* deze gedachte tot uitdrukking brengt.

Mijn lezing van de *absolute priority rule* is een welwillende. Het komt mij voor dat de “watervalregel” van de *absolute priority rule* inhoudende dat een lager gerangschikte klasse pas aan de beurt is om enige waarde te ontvangen nadat alle hoger gerangschikte klassen volledig zijn voldaan, slechts tot uitdrukking beoogt te brengen dat de rang van iedere tegenstemmende klasse in acht moet worden genomen zodat alle tegenstemmende klassen minimaal ontvangen waar zij krachtens hun rang recht op hebben. Ik sluit echter niet uit aan dat de *absolute priority rule* een striktere uitleg toekomt. Volgens een strikte uitleg zou de *absolute priority* de homologatie van een akkoord verbieden indien een senior klasse tegenstemt omdat zij niet volledig wordt voldaan terwijl een junior klasse enige waarde ontvangt (bijvoorbeeld omdat de meest senior klasse enige waarde aan de junior klasse afstaat), ook al ontvangt de tegenstemmende klasse waar zij krachtens haar rang recht op heeft. De wetsgeschiedenis biedt steun voor een strikte opvatting.⁵⁰⁷ Ook de hiervoor genoemde rechtspraak die *gifting* in strijd acht met de *absolute priority rule* in de situatie waarin een tussenliggende slechts ten dele voldane klasse tegenstemt, biedt voor een strikte uitleg steun.

Voor zover een strikte uitleg de juiste is, bestaat er voor kritiek op de regel des te meer reden. De regel geeft dan niet slechts gebrekkig weer wat op zich een deugdelijk principe is (namelijk dat een tegenstemmende klasse moet ontvangen waar zij recht op heeft), maar heeft dan zelf een gebrekkige inhoud. Ik zie geen goede rechtvaardiging voor een absolute regel die een junior klasse verbiedt enige waarde te ontvangen (bijvoorbeeld omdat zij van een senior instemmende klasse iets ontvangt) in situaties waarin alle tegenstemmende klassen ontvangen waar zij krachtens hun rang recht op hebben.

6.14.5 *New value exception*

Er bestaat een uitzondering op de *absolute priority rule* dat aandeelhouders geen belang mogen behouden indien hoger gerangschikte klassen geheel of gedeeltelijk onvoldaan blijven. Aandeelhouders mogen wel een belang behouden indien zij in ruil voor behoud van een belang nieuw geld of nieuwe waarde inbrengen die minimaal gelijk is aan waarde van het behouden belang. In wezen moeten de

⁵⁰⁷ 124 Cong. Rec. 3 17,420: “*senior accepting classes are permitted to give up value to junior classes as long as no dissenting intervening class receives less than the amount of its claims in full.*”

zittende aandeelhouders het behouden belang tegen marktconforme voorwaarden kopen. De *new value exception* wordt restrictief toegepast. Uit de rechtspraak kan worden afgeleid dat een zittende aandeelhouder een belang tegen inbreng van nieuw geld slechts mag behouden indien de waarde van het belang is vastgesteld op basis van marktverkenning (*market test*) door middel van een biedproces (*competitive bidding*) of door een concurrerend plan (*competing plan*) aan te bieden.⁵⁰⁸ Een *desk top* waardering ter onderbouwing van de stelling dat de zittende aandeelhouder een marktconforme prijs voor behoud van zijn belang betaalt, wordt onvoldoende geacht. In het kader van de herziening van *Chapter 11* stelt de commissie van de ABI voor om de "*new value corollary*" te codificeren.⁵⁰⁹

Voor MKB-bedrijven stelt de ABI commissie voor toe te laten dat de zittende aandeelhouder een zeker belang behoudt, ook al wordt niet aan de *absolute priority rule* en de voorwaarden voor de *new value exception* voldaan.⁵¹⁰ De reden hiervoor is dat bij veel MKB bedrijven de onderneming in grote mate afhankelijk is van de betrokken ondernemer en de reorganisatie alleen kan slagen indien de ondernemer bij de onderneming betrokken blijft. Indien niet aan de voorwaarden van de *new value exception* kan worden voldaan, onvoldoende waarde beschikbaar is om alle crediteuren te voldoen en één of meer crediteurenklassen tegenstemmen, heeft de *absolute priority rule* tot effect dat de zittende aandeelhouder geen belang in de reorganiseerde onderneming mag behouden. Vanwege de noodzaak van voortgezette betrokkenheid van de ondernemer kan dit aan een succesvolle reorganisatie in de weg staan. De commissie stelt daarom voor om in afwijking van de *absolute priority rule* en de *new value exception* bij *SME's* toe te laten dat een zittende aandeelhouder een zeker belang in de gereorganiseerde onderneming behoudt zonder nieuw geld te hoeven inbrengen, onder de voorwaarde dat de aandeelhouder zich verbindt om bij de onderneming betrokken te blijven ("*SME Equity Retention Plan*"). Het behouden belang zou bestaan uit gewone aandelen die

⁵⁰⁸ *Re Bank of America National Trust and Savings Association v. 203 North LaSalle Street Partnership*, 526 U.S. 434, 119 S.Ct. 1411, 143 L.Ed.2d 687 (1999); *Re Smithville Crossing, LLC*, 2012 Bankr. LEXIS 365 (Bankr. E.D.N.C. Jan 27, 2012).

⁵⁰⁹ ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 226: "*the Commission recommended a statutory new value corollary that required (i) new money or money's worth; (ii) in an amount proportionate to the equity received or retained by prepetition equity security holders; and (iii) that would be subject to a "reasonable" market test. The Commission declined to define an appropriate market test; rather, it believed that courts should make this determination based on the facts, the evidence presented, and what would be reasonable in the particular case before the court.*" Zie in dit verband ook B. Wessels en R. de Weijs, Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code, *Ondernemingsrecht* 2015/37.

⁵¹⁰ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 296 e.v.

een economisch belang van 15% vertegenwoordigen en in beginsel 100% van de gewone zeggenschap geven, behalve over een aantal bijzondere besluiten (“*extraordinary transactions*”). De ongesecureerde crediteuren zouden een preferent aandelenbelang verkrijgen dat een economisch belang van 85% vertegenwoordigt en zeggenschap geeft over de *extraordinary transactions*. Het preferent aandelenbelang van de ongesecureerde crediteuren (“*creditors’ preferred interests*”) zou een totaal nominaal bedrag vertegenwoordigen ter grootte van de onvoldane ongesecureerde schuld. De zittende aandeelhouder zou de mogelijkheid hebben om het preferente aandelenbelang binnen een termijn van 4 jaar tegen nominaal bedrag te kopen of af te lossen. Doet hij dat niet, dan zou het preferente aandelenbelang na verloop van 4 jaar van rechtswege converteren in een gewoon aandelenbelang en de zittende aandeelhouder verwateren. Aldus zou de zittende aandeelhouder een “*incentive*” hebben om betrokken te blijven en de mogelijkheid om de ongesecureerde crediteuren binnen een termijn van 4 jaar alsnog volledig te voldoen en daarmee het gehele belang in de onderneming terug te krijgen.⁵¹¹

In een nieuw te ontwerpen systeem is een rigide toepassing van de *absolute priority rule*, die dit soort ingewikkelde uitzonderingen nodig maakt, niet wenselijk. Dit soort problemen zouden zich eenvoudig moeten oplossen in de vaststelling van de omvang van de reorganisatiewaarde.⁵¹² Op de bloot vastgestelde waarde van de onderneming in gereorganiseerde toestand moet men in mindering brengen die uitkeringen en belangen die men moet toekennen om de onderneming ongehinderd te kunnen blijven voortzetten en de reorganisatiewaarde daadwerkelijk te kunnen realiseren.⁵¹³ Daarbij kan men onder meer denken aan de volledige voldoening van schulden aan handelscrediteuren (althans dwangcrediteuren) en het toekennen van een belang aan de ondernemer om van diens voortgezette betrokkenheid verzekerd te zijn.⁵¹⁴ Dit moet men van geval tot geval beoordelen. Soms is de toekenning van extra’s aan aandeelhouders of handelscrediteuren bij kleine bedrijven onder de door de commissie voorgestelde *SME* activa/passiva grens van \$ 10 miljoen niet nodig, en soms is dit wel nodig bij bedrijven boven de enigszins arbitrair voorgestelde grens van \$ 10 miljoen aan activa of passiva. Ook kan het wenselijk zijn om het

⁵¹¹ Zie in dit verband ook B. Wessels en R. de Weijs, Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code, Ondernemingsrecht 2015/37.

⁵¹² Zie ook paragraaf 5.9.6 hiervoor.

⁵¹³ Zie ook J.B. Cleveland, Valuation in bankruptcy and a financial restructuring context, *Journal of Business Valuation* 7/15/2003, p. 206.

⁵¹⁴ In vergelijkbare zin T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986 p. 222.

belang dat de ondernemer behoudt per geval anders te structureren dan de rigide vorm die de ABI commissie voor alle MKB gevallen voorstelt.

6.15 Hoger beroep tegen *confirmation order*: *mootness doctrine*

Tegen een homologatiebeslissing (*confirmation order*) staat formeel hoger beroep open. Het hoger beroep heeft geen schorsende werking. Aan het akkoord kan uitvoering worden gegeven hangende het hoger beroep. Een partij kan in een versnelde procedure om schorsing (“*stay*”) van de uitvoering van het akkoord hangende het hoger beroep verzoeken. Schorsing wordt echter zelden toegewezen.⁵¹⁵ Een schorsingsverzoek wordt in de praktijk meestal alleen toegewezen indien de verzoeker zekerheid stelt voor de mogelijke schade die als gevolg van de schorsing kan ontstaan. De potentiële schade en de verlangende zekerheid ter dekking daarvan, kan aanzienlijk zijn. In de re *Aldelphia* zaak wees de rechter een schorsingsverzoek toe onder de voorwaarde dat de verzoeker voor enkele miljarden dollars zekerheid stelde.⁵¹⁶

Het kan een lange tijd duren voordat op het hoger beroep is beslist. Zo lang kan de uitvoering van het akkoord meestal niet op zich laten wachten. Op grond van de zogenoemde *mootness doctrine* heeft zich de praktijk ontwikkeld dat partijen ervoor kiezen uitvoering aan het akkoord te geven hangende het hoger beroep tegen de homologatiebeslissing. De Amerikaanse rechter heeft onder ogen gezien dat de uitvoering van het akkoord op de beslissing op het hoger beroep niet kan wachten en dat een eenmaal uitgevoerd akkoord bezwaarlijk ongedaan kan worden gemaakt. De *mootness doctrine* houdt in essentie in dat de rechter het hoger beroep inhoudelijk niet in behandeling neemt indien de appellant geen schorsing heeft gevraagd en gekregen en het akkoord vervolgens is uitgevoerd en de gevolgen daarvan niet of bezwaarlijk ongedaan kunnen worden gemaakt (“*unscrambling the egg*”).⁵¹⁷ Volgens de rechtspraak is de *mootness doctrine* gebaseerd op het belangrijke uitgangspunt dat aan een eenmaal goedgekeurd akkoord uitvoering moet kunnen worden gegeven en dat derden, in het bijzonder investeerders, op de

⁵¹⁵ R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 14-2.

⁵¹⁶ Vgl. In re *Aldelphia Communications Corp.*, 361 B.R. 337 (2007); In re *Adelphia Communications Corp.*, 367 B.R. 84 (2007).

⁵¹⁷ Re *Information Dialogues, Inc.*, 662 F.2d 475, 467-477 (8th Cir. 1981); re *Continental Airlines*, 91 F.3d 553, 563 (3d Cir. 1996); re *First Union Real Estate Equity & Mortgage Investments v. Club Associates*, 956 F.2d 1065 (11th Cir. 1992); re *Frito Lay, Inc. v. LTV Steel Co. (Chateaugay Corp.)*, 10 F.3d 944 (2d Cir. 1993); re *UNR Industries, Inc.*, 20 F.3d 766, 769 (7th Cir.); re *RGT2LT Investments, LDC v. Charter Communications, Inc.*, 691 F.3d 476 (2d Cir. 2012).

finaliteit van het akkoord moeten kunnen vertrouwen.⁵¹⁸ De rechtspraak heeft het recht op hoger beroep tegen de homologatiebeslissing op economische en praktische redenen daarmee feitelijk, en terecht, in de ban gedaan.

6.16 Kritiek op het Amerikaanse systeem

6.16.1 *Kosten en omvang rechterlijke betrokkenheid*

Hoewel empirisch onderzoek naar de kosten van een *Chapter 11* procedure in het kader van dit onderzoek niet is gedaan,⁵¹⁹ lijkt algemeen aangenomen te worden dat de kosten van een *Chapter 11* procedure hoog zijn en voor kleine en middelgrote ondernemingen prohibitief.⁵²⁰ De hoge kosten van de procedure zijn dan ook één van de centrale thema's van het onderzoek van de ABI commissie geweest.⁵²¹

Factoren die volgens de commissie hiertoe hebben geleid, zijn onder meer de lange duur en complexiteit van de procedure, het gebruik van "*strategic litigation*", de onduidelijkheid van juridische criteria die onderwerp worden van procedures en de

⁵¹⁸ *Re Information Dialogues, Inc*, 662 F.2d 475, 467-477 (8th Cir. 1981): "... the mootness doctrine promotes an important policy of bankruptcy law – that court approved reorganizations be able to go forward in reliance on such approval unless a stay has been obtained." *Re Continental Airlines*, 91 F.3d 553, 563 (3d Cir. 1996): "High on the list of prudential considerations (...) is the reliance by third parties, in particular investors, on the finality of the transaction". *Re Mac Panel Co. v. Virginia Panel Corp.*, 283 F.3d 622, 625 (4th Cir. 2002): "the doctrine of equitable mootness is a pragmatic principle, grounded on the notion that, with the passage of time after a judgment in equity and implementation of that judgment, effective relief on appeal becomes impracticable, imprudent, and therefore inequitable."

⁵¹⁹ Zie voor een studie naar de kosten van adviseurs (de directe kosten) in een *Chapter 11* procedure S.J. Lubben, *Measuring the costs of Chapter 11. Professional fees in American corporate bankruptcy cases*, Den Haag: Eleven Publishing 2010.

⁵²⁰ ABI, *Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014* met verdere verwijzingen; B. Wessels en R. de Weijts, *Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code, Ondernemingsrecht 2015/37*; en P. Aghion, O. Hart en J. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform, 1992*, NBER, Working Paper No. 4097. Deze laatste beschrijven de *Chapter 11* procedure als "*very inefficient and costly*". Zie in dit verband ook O. Couwenberg and S. J. Lubben, *The Costs of Chapter 11 in Context: American and Dutch Business Bankruptcy*, *American Bankruptcy Law Journal*, 2011, vol. 85, p. 63 e.v. die op basis van de gebruikte data vaststellen dat de kosten van een Amerikaanse procedure aanzienlijk hoger zijn dan die van een Nederlands faillissement maar dat het moeilijk is een goede vergelijking te maken, onder meer omdat Amerikaanse "*bankruptcy costs*" veel ruimer zijn dan de Nederlandse faillissementskosten. Zie voor een kritiek op de inefficiëntie van *Chapter 11* ook R.A. Brealey, S.C. Myers and F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 2014, p. 852 e.v.

⁵²¹ ABI, *Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014*, p. 12 en 59 e.v.; zie o.a. ook G. Moss, *Chapter 11 – an English lawyers critique*, *Insolvency Intelligence* 1998, p. 3: "*An ancillary problem in Chapter 11 is the sheer amount of time and expense, with attendant court hearings, involved in what is described by some commentators as the 'structured bargaining' between the various classes in order to obtain the necessary majorities for a plan of reorganisation. (...) In the US there is always a danger that while the different classes struggle over the body of the corporation they will end up inheriting a useless corpse. Moreover, it is only in the very big corporations that the substantial remuneration of lawyers and other advisers will constitute only a small proportion of the assets of the company.*"

hieraan verbonden kosten van adviseurs.⁵²² Ook de benoeming en betrokkenheid van een crediteurencommissie voor ongesecureerde crediteuren wordt gezien als een factor die tot aanzienlijke extra kosten leidt.⁵²³

Om de efficiëntie van de procedure te verbeteren, doet de commissie een aantal aanbevelingen die er onder meer toe strekken duidelijkheid te geven over een reeks rechtsvragen waarover de rechtspraak verdeeld is, prikkels tot procederen te beperken en alternatieve beloningsstructuren voor adviseurs toe te laten.

Het valt te betwijfelen of de voorgestelde maatregelen grote verbetering zullen opleveren. De oorzaak van het probleem wordt niet aangepakt, namelijk de grote hoeveelheid en de complexe aard van de beslissingen die de rechter wordt gevraagd te geven. In het algemeen zijn de invloed en de betrokkenheid van de rechter in de *Chapter 11* procedure te groot.⁵²⁴ Op sommige punten, zoals de introductie van het concept *redemption option value* en de bepaling van de *cram down interest*, zouden de ABI voorstellen de complexiteit van de regeling en de betrokkenheid van de rechter niet terugdringen maar juist nog verder vergroten. Voor de belanghebbenden lossen de introductie van nieuwe complexe concepten en de uitgebreide mogelijkheid voor gerechtelijk debat weinig op. Voor een werkelijk efficiënt en effectief systeem moet de wetgever durven om de regeling eenvoudig te houden, beslissingen daadwerkelijk aan crediteuren over te laten, rechterlijke betrokkenheid tot een minimum te terug te dringen en rechtsmiddelen uit te sluiten.

6.16.2 *Duur van de automatic stay*

De *automatic stay* treedt bij de opening van een *Chapter 11 procedure* altijd en van rechtswege in met werking tegen een ieder. Voor een zelfstandig “*light touch*” pre-insolventieakkoord, zoals in dit boek wordt voorgesteld, zou dat niet bevorderlijk zijn. Voor een volwaardige insolventieprocedure hoeft dit echter niet ongeschikt te zijn. In zoverre is het vergelijken van *Chapter 11* met een pre-insolventieakkoord het vergelijken van appels met peren.

⁵²² ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 59.

⁵²³ J. Lubben, Corporate Reorganization & Professional Fees, 82 Am. Bankr. L.J. 77, 79 – 80 (2008).

⁵²⁴ Zie in dezelfde zin P. Aghion, O. Hart en J. Moore, The Economics of Bankruptcy Reform, 1992, NBER, Working Paper No. 4097, p. 16.

Fundamenteleer is het bezwaar tegen de lange duur van de *automatic stay* die neerkomt op gedwongen doorfinanciering en bedrijfsvoortzetting zonder dat de crediteuren zich daarover in het kader van een akkoord hebben kunnen uitlaten.⁵²⁵

Een moratorium heeft niet een gelijke uitwerking op alle crediteuren. Een moratorium, gechargeerd gezegd, bevoordeelt de ene groep (de junior crediteuren) ten koste van de andere groep (de senior crediteuren).⁵²⁶ Aan senior crediteuren wordt het recht ontzegd om hun positie om te zetten in liquide middelen. Junior crediteuren daarentegen hebben bij liquidatie toch geen aanspraak. Zij hebben bij het moratorium niets te verliezen, uitsluitend te winnen.⁵²⁷

Dit effect wordt versterkt indien senior crediteuren worden gedwongen gedurende het moratorium renteloos krediet te verstrekken (voor het bedrag dat zij anders bij liquidatie in contanten zouden kunnen ontvangen) zonder aanspraak te kunnen maken op een passende rentevergoeding (voor de tijds waarde van geld en het gelopen risico). De junior crediteuren worden dan ten koste van de senior

⁵²⁵ Zie o.a. L.M. LoPucki, Chapter 11: An Agenda for Basic Reform, 69 Am. Bankr. L.J. 573 (1995); K.N. Klee, A Brief Rejoinder to Professor LoPucki, 69 Am. Bankr. L.J. 583 (1995); M.C. Jensen, Corporate Control and the Politics of Finance, Journal of Applied Corporate Finance, 1991, Vol. 4, No. 2, p 13 – 33 die Chapter 11 beschrijft als “(...) fundamentally flawed. It is expensive, it exacerbates conflicts among different classes of creditors, and it often takes years to resolve individual cases.” Zie voorts T.O. Kelly III, Compensation for Time Value as Part of Adequate Protection during the Automatic Stay in Bankruptcy, U. Chi.L.Rev. 1983, Vol. 50, p. 305: “the stay suspends the terms of the original loan and in effect forces the creditor to make a new loan equal to the amount of the secured claim.” Zie voor kritiek in de Nederlandse literatuur op de duur van de Chapter 11 procedure en het feit dat deze tot onwenselijk uitstel van liquidatie kan leiden ook O. Couwenberg, Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf?, Ondernemingsrecht 1999, p. 127 e.v.

⁵²⁶ In deze paragraaf duid ik crediteuren die op basis van liquidatiewaarde *in the money* zijn aan als senior crediteuren. Crediteuren die op basis van liquidatiewaarde *out of the money* zijn duid ik aan als junior crediteuren.

⁵²⁷ T.H. Jackson, The Logics and Limits of Bankruptcy Law, Cambridge MA: Harvard University Press 1986, p. 216: “For firms that are insolvent, diverse ownership creates vastly different incentives for different groups of owners. Specifically, it is in the interests of shareholders to delay. (...) When a group has nothing to lose by delay, that group will in fact favor delay. Much of the law of bankruptcy must concern itself with that incentive.” D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 106 – 107: “Like any other person assured of full payment if the business were to stop, [the fully secured creditor] will tend to favour an immediate liquidation, even in circumstances in which a sole owner would keep the assets together. As a senior debtholder he has nothing to gain from waiting and attempting to keep the firm intact, but he can do worse if the firm continues and its fortunes decline – a possibility that always exists in an uncertain world, whether the firm is solvent or insolvent in or out of bankruptcy. By contrast, junior parties, who under current law are typically general creditors and shareholders, often have interests that pull them in the opposite direction. Members of any group of investors that would be eliminated by a present liquidation or sale of the assets have nothing to lose by seeking a solution that avoids a final distribution today. A group that would get nothing if the business ceases will resist an immediate liquidation, even if liquidation is best for the owners as a group. If there is any chance, however remote, of an upswing that will bring them value, they will want to take that chance. Waiting for the upswing, however, (...) involves a gamble for the owners as a group.”

crediteuren verrijkt. De kans van de junior crediteuren op een *upswing* wordt dan betaald door de senior crediteuren.⁵²⁸

Beschouw het voorbeeld dat Jackson en Baird in dit verband geven⁵²⁹: een geseceerde crediteur heeft een vordering van 10.000 met zekerheden op alle waardebestanddelen van de onderneming. Bij onmiddellijke verkoop van de onderneming zou de opbrengst 10.000 bedragen en zou de vordering van de geseceerde crediteur volledig kunnen worden voldaan. De geseceerde crediteur kan dit geld investeren in risico-vrije staatsobligaties met een rente van 10%. Herinvestering van de opbrengst van de liquidatie in risico-vrije staatsobligaties zou derhalve over een jaar een totaal vermogen van (gegarandeerd) 11.000 opleveren. De onderneming voorspelt een rendement van 5% in het komende jaar te kunnen genereren. Over een jaar zal de onderneming mogelijk kunnen worden verkocht voor 10.500 (inclusief niet uitgekeerd dividend), maar er bestaat ook een risico dat de onderneming tegen die tijd substantieel minder waard is. Op grond hiervan is de beste beslissing voor de groep als geheel om de onderneming onmiddellijk te verkopen (liquideren): 10.000 nu (wat bij risico-vrije herinvestering met zekerheid een totaal vermogen van 11.000 oplevert over een jaar) is méér waard dan de kans op 10.500 over een jaar (met een risico op minder). Indien de geseceerde crediteur kan worden gedwongen zonder passende rentevergoeding door te financieren, levert dat de junior crediteuren een voordeel op dat zij anders niet zouden hebben ten koste van de senior crediteuren. De junior crediteuren maken dan een kans op een aanspraak op het verwachte dividend van 500 ten koste van de senior crediteuren die een risico-vrije rentevergoeding van 1.000 mislopen en bovendien het risico lopen dat de onderneming over een jaar minder waard is dan 10.000. Dragen de junior crediteuren niet de kosten en de risico's van de beslissing om door te financieren, dan hebben zij een perverse prikkel om, ongeacht de risico's

⁵²⁸ R.A. Brealey, S.C. Myers and F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 2014, p. 852 – 853 noemen de Eastern Airlines zaak in dit verband als voorbeeld: “*We described in Chapter 18 how the assets of Eastern Airlines seeped away in bankruptcy. When the company filed for Chapter 11, its assets were more than sufficient to repay its liabilities of \$ 3.7 billion. But the bankruptcy judge was determined to keep Eastern flying. When it finally became clear that Eastern was a terminal case, the assets were sold off and the creditors received less than \$0.9 billion. The creditors would clearly have been better off if Eastern had been liquidated immediately; the unsuccessful attempt at resuscitation cost the creditors \$ 2.8 billion.*” Zie in dit verband ook zeer kritisch over Chapter 11 M.C. Jensen, *Corporate Control and the Politics of Finance*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1991, Vol. 4, No. 2, p 13 – 33 en L.A. Weiss and K.H. Wruck, *Information problems, conflicts of interest and asset stripping: Chapter 11’s failure in the case of Eastern Airlines*, *Journal of Financial Economics* 1998, no. 1, p. 55 - 97. Zie ook Zie ook Y. Ren, *A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 146 – 147.

⁵²⁹ D.G. Baird and T.H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy*, *University of Chicago Law Review*, 1984/51, p. 122.

en kosten, de kans op de “gratis” *upside* bij voortzetting te nemen. De tegenoverstaande kosten en risico's worden immers op de senior crediteuren afgewenteld. Dit leidt niet tot de beste beslissing voor de crediteuren als groep. Moeten de junior crediteuren echter de kosten en risico's van een mogelijke *upside* zelf dragen, dan bestaat deze perverse prikkel niet: de kosten van de tijdswaarde van geld (1.000) en een passende vergoeding voor het gelopen risico (niet gekwantificeerd) wegen dan niet op tegen de kans op een dividend van 500 over een jaar.

Jackson en Baird benadrukken in dit verband dat voor zuivere besluitvorming noodzakelijk is dat de baten en lasten van een beslissing in één en dezelfde hand liggen.⁵³⁰ Wie bij uitstel eventueel is gebaat, moet zelf ook de lasten (kosten en risico's) van dat uitstel dragen. Er vindt anders geen goede baten / lasten afweging plaats. Worden de lasten op een ander afgewenteld, dan zullen degenen die er baat bij hebben altijd uitstel wensen ook al wegen de kosten en risico's daarvan zwaarder dan de (eventuele) baten:⁵³¹

“Groups with different priority rights against assets have vastly different reactions to delay. A fully secured creditor has nothing to gain from delay. As a general matter, absent explicit compensation for bearing the costs of delay, a secured creditor would rather get paid now than to wait. Its claim is fixed, say at \$ 10,000. There is no upside for such a creditor who will receive, at most, \$ 10,000. But a fully secured creditor does bear some downside (such as loss or destruction of its collateral). And, with its money tied up, delay itself is a cost: \$ 10,000 a year from now is not worth as much as \$10,000 today. Conversely, shareholders of an insolvent debtor have much to gain, and little to lose, from delay. Any immediate cash-out leaves them with zero. Since they cannot do worse than zero, delay cannot harm them. (...) Delay might, however, benefit them because if the debtor's ship comes home in the future, it might be possible to pay off the creditors in full and leave something for the shareholders. Shareholders of an insolvent company, accordingly, clearly will favour dragging things out, unless there is a way to make them bear the costs of delay. The same point can be made about the incentives of unsecured creditors vis-a-vis their secured counterparts. (...) Incentives to choose the

⁵³⁰ Zie in dit verband ook paragraaf 2.7 hiervoor.

⁵³¹ D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51.

*right course of action – immediate liquidation versus continuation – are inevitably skewed if one group gains all the benefits from delay but can impose on another group some of the costs. (...) In a world in which delay is inevitable, but the quantity of delay is not, there is no reason not to impose the possible costs of delay on the group that might benefit from it. Only by doing so can one try to ensure that there is no incentive to delay simply for the sake of playing with someone else's money.*⁵³²

Een wettelijk uitstel dat tot doel heeft om de onderneming voort te kunnen zetten (zonder dat dit louter strekt tot het verkennen en mogelijk totstandbrengen van een akkoord), dient in beginsel uitsluitend het belang van degenen die op basis van iedere waardering *out of the money* zijn.

Beschouw daartoe nogmaals de onderscheiden posities van de verschillende groepen. Gechargeerd gezegd: crediteuren die op basis van liquidatiewaarde volledig *in the money* zijn, zullen geen uitstel, maar liquidatie wensen (of liever nog: snel in contanten te worden uitgenomen). Crediteuren die op basis van liquidatiewaarde *out of the money* zijn maar op basis van reorganisatiewaarde *in the money* zijn, zullen een akkoord wensen dat de eventueel hogere reorganisatiewaarde realiseert. Crediteuren en aandeelhouders die ook op basis van reorganisatiewaarde *out of the money* zijn, zullen geen akkoord wensen. Zij zullen onder een akkoord in de regel niets ontvangen. Zij zullen wettelijk uitstel wensen zonder de totstandkoming van een akkoord in de hoop op betere tijden of om de wettelijke vertraging te gebruiken om (zonder economische grond) een betere positie voor zichzelf te bedingen.

Een moratorium dat intreedt van rechtswege is niets anders dan een wettelijke verplichting tot doorfinanciering. In het kader van een verzoek tot opheffing van een *stay* is het de rechter die de beslissing neemt om het bedrijf voort te zetten en senior crediteuren dwingt door te financieren. Jackson en Baird wijzen erop dat rechters niet goed geëquipeerd zijn om deze beslissing te nemen en de overlevingskans van een onderneming stelselmatig overschatten en de risico's van bedrijfsvoortzetting stelselmatig onderschatten.⁵³³ Ook de ABI commissie signaleert dat rechters senior

⁵³² T.H. Jackson, Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules, Am. Bankr. L.J. 399, 1986, p. 412.

⁵³³ T.H. Jackson, The Logics and Limits of Bankruptcy Law, Cambridge MA: Harvard University Press 1986 p. 220: "Substantial evidence suggests that valuations by bankruptcy judges are systematically too high. Most firms that reorganize fail shortly thereafter, notwithstanding that a bankruptcy judge has made a finding of

crediteuren voor de tijds waarde van geld en het gelopen risico onvoldoende compenseren.⁵³⁴

Zoals hierboven in paragraaf 4.2.2 is betoogd, hoort de beslissing tot doorfinanciering en daarmee de beslissing om de onderneming voort te zetten, niet bij de wetgever of de rechter thuis maar bij de crediteuren zelf in het kader van een akkoord.

Een moratorium zou dan ook niet een structureel karakter mogen hebben met als doel om de onderneming langere tijd voort te kunnen zetten zonder dat er noodzakelijkerwijs een akkoord tot stand hoeft te komen. Een wettelijk moratorium zou slechts een tijdelijk karakter mogen hebben, van korte duur moeten zijn en louter tot doel moeten hebben om gelegenheid te bieden de mogelijkheid van een akkoord te verkennen en waar mogelijk tot stand te brengen. De structurele oplossing moet in beginsel uit het akkoord komen dat van de vereiste democratische legitimatie is voorzien (bijvoorbeeld een langer uitstel of een andere structurele maatregel).⁵³⁵ Senior crediteuren moeten een akkoord dat voorziet in doorfinanciering en bedrijfsvoortzetting (bij meerderheid) kunnen blokkeren en liquidatie kunnen afdwingen, tenzij het akkoord de lasten⁵³⁶ van doorfinanciering legt bij degenen die er baat bij hebben en de senior crediteuren in dezelfde positie plaatst als waarin zij zonder akkoord zouden verkeren.

Een gewone *Chapter 11* procedure bevat geen tijds limiet die ertoe dwingt een akkoord binnen een korte termijn voor te leggen. Het moratorium kan dan ook onnodig lang, soms jaren, duren zonder dat de crediteuren die erdoor worden

'feasibility'." D.G. Baird and T.H. Jackson, Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984/51, p. 128 die wijst op "*the tendency of bankruptcy judges to undercompensate the secured creditor and overestimate the firm's chances of surviving as a going concern.*"

⁵³⁴ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014; p. 237. Zie in dit verband ook Y. Ren, A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 143 die in het kader van *adequate protection* concludeert dat "*although Chapter 11 uses the term "adequate protection", under Chapter 11 the protection of secured creditors' interest is not really adequate.*" Zie ook K. E. Thomas, Valuation of Assets in Bankruptcy Proceedings: Emerging Issues, Mon.L.Rev. (1990), vol 51.

⁵³⁴ Section 362(c) US Bankruptcy Code.

⁵³⁵ De tijdelijke adempauze zou ook kunnen worden gebruikt om enkele rechterlijke instrumenten in te zetten die buiten insolventie niet beschikbaar zijn (zoals verruimde ontslagmogelijkheden en/of de mogelijkheid tot beëindiging van contracten) om vervolgens snel weer uit insolventie te keren. Meestal zal een dergelijke rechterlijke voorziening op zichzelf echter onvoldoende zijn en zal een meer ingrijpende herstructurering met een akkoord nodig zijn.

⁵³⁶ Onder deze lasten versta ik tevens de last van het liquide maken van een senior aanspraak.

geraakt dit kunnen stopzetten.⁵³⁷ Dit bevoordeelt, zoals gezegd, junior crediteuren ten koste van senior crediteuren.⁵³⁸ In geval van kleine ondernemingen (*small business case*) moet een akkoord weliswaar worden ingediend binnen een termijn van 300 dagen (behoudens uitstel) na aanvang van de procedure, maar dit is nog steeds een aanzienlijke termijn.⁵³⁹

Empirisch onderzoek suggereert dat de gemiddelde duur van *Chapter 11* procedures in de afgelopen decennia korter is geworden.⁵⁴⁰ Crediteuren hebben in de loop van de tijd in de praktijk allerlei contractuele middelen ontwikkeld om over het proces in *Chapter 11* meer controle te krijgen (zie paragraaf 6.16.8 hierna). Dit neemt echter niet weg dat de oorspronkelijke wettelijke mogelijkheden van crediteuren om de duur van het proces te beperken, gering zijn en dat men bij de inrichting van een nieuw systeem ervoor moet waken niet opnieuw dezelfde fout te maken.

6.16.3 *Exclusivity period*

Dezelfde bezwaren tegen de duur van de *automatic stay* bestaan tegen de relatief lange *exclusivity period* waarbinnen uitsluitend de schuldenaar een akkoord mag aanbieden.⁵⁴¹ Een *exclusivity period* stelt een controlerend aandeelhouder in staat om het onvermijdelijke, een “vereffening” door middel van een akkoord of anderszins, uit te stellen ten koste van anderen die de kosten en risico’s van de

⁵³⁷ Zie o.a. P. Aghion, O. Hart en J. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 1992, NBER, Working Paper No. 4097, p. 13 e.v. die vaststellen dat gedurende de *Chapter 11* procedure, die soms jaren kan duren, aanzienlijk waardeverlies kan optreden. Zij stellen een procedure voor die maximaal 4 maanden in beslag neemt. Zie ook Lopucki, L. (1983), *The Debtor in Full Control – Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code?*, *American Bankruptcy Law Journal* “*the debtors studied were almost invariably able to operate in business as long as they chose to do so and were able to pay current expenses. Creditors were powerless to end the debtor’s operations.*”

⁵³⁸ Zie ook D.G. Baird and T.H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy*, *University of Chicago Law Review*, 1984/51, p. 126: “*A Chapter 11 proceeding typically buys time for the managers, the shareholders and other junior owners at the expense of the more senior ones. (...) The costs most often are imposed on the secured creditors and perhaps the general creditors; the benefits almost always accrue to the shareholders and their managers.*” Zie ook R.A. Brealey, S.C. Myers and F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 2014, p. 853: “*Although shareholders and junior creditors are at the bottom of the pecking order, they have a secret weapon- they can play for time. When they use delaying tactics, the junior creditors are betting on a stroke of luck that will rescue their investment. On the other hand, senior claimants know that time is working against them, so they may be prepared to settle for a lower payoff as part of the price for getting the plan accepted.*”

⁵³⁹ Section 1121(e) US Bankruptcy Code.

⁵⁴⁰ E. Warren and J.L Westbrook, *The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics*, *Mich.L.Rev.* 2009, Vol. 1071; zie ook J. Hummelen, *Distress Dynamics, an efficiency assessment of Dutch bankruptcy law*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2015, p. 125 met verdere verwijzingen.

⁵⁴¹ Zie in dit verband ook R.K. Rasmussen, *Debtor’s choice: a menu approach to corporate bankruptcy*, 71 *Texas Law Review*, 51 (1992).

vertraging moeten dragen.⁵⁴² De *exclusivity period* geeft de schuldenaar (lees: aandeelhouder) een middel om het proces te vertragen om daarmee ten koste van de crediteuren een onverdiend voordeel te bedingen.

De voornaamste ratio van de *exclusivity period* is om de schuldenaar een prikkel te geven om tijdig *Chapter 11* aan te vragen. De *exclusivity period* is voor de aandeelhouders en het management aantrekkelijk omdat deze hen een kans geeft “langer in het zadel” te blijven zitten.⁵⁴³ De grootste bezwaren tegen een *exclusivity period* zijn de vertraging die deze veroorzaakt en het feit dat deze de mogelijkheid van crediteuren om een concurrerend akkoord aan te bieden sterk beperkt en, vanwege het tijdverlies, veelal illusoir maakt.⁵⁴⁴

De Amerikaanse wetgever heeft de mogelijkheid om een concurrerend akkoord aan te bieden, geïntroduceerd omdat de schuldenaar anders een monopoliepositie zou hebben die hij zou kunnen misbruiken om crediteuren slechts marginaal meer aan te bieden dan in geval van liquidatie.⁵⁴⁵ Een concurrerend akkoord, en alleen al de

⁵⁴² Vgl. D.G. Baird and R.K. Rasmussen, Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations, 87 Va. L. Rev. 921, 2001, p. 941: “Perhaps the most substantial cost is that of delay.”

⁵⁴³ N. Petrovski, The Bankruptcy Code, Section 1121: Exclusivity Reloaded, Am. Bankr. Inst.L.Rev. 2003, Vol 11, p. 485: “It is exclusivity that seduces debtors to file for Chapter 11 protection, affording them with the opportunity to stay in the saddle and fairly ride through the reorganisation process without being kicked off the horse by creditors.” Zie ook K. Klee, A Brief Rejoinder to Professor LoPucki, Am.Bankr.L.J. 1995, vol. 69, p. 586: “In order to facilitate the proper use of Chapter 11, the debtor should have an incentive to file Chapter 11 before the business dies. Exclusivity provides this incentive because it provides some assurance that honest managers will not lose their jobs or face a hostile plan early in the case.” Zie voorts J. D. Bacon & J.A. Love, When Good Things Happen to Bad People: Practical Aspects of Holding Directors and Managers of Insolvent Corporations Accountable, Bankr.L.& Prac. 2001, Vol. 10, p. 197; R.L. Weston, The Exclusivity Period in Section 1121: How Exclusive Is It?, Cardozo L. Rev. 1990, Vol. 11, p. 650. Voor een overzicht en bespreking van de literatuur zie Y. Ren, A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 42 – 55 en 75 – 79.

⁵⁴⁴ Y. Ren, A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 45: “Time is expensive to the bargaining parties. During the exclusivity period creditors bear the cost for the delay without knowing the result of the delay since alternative plans are still unknown. Under this situation creditors ‘are more likely to vote for the debtor’s proposal than risk unknown delay’ (In re Century Glove, Inc., 860 F.2d 94, 102 (3rd Cir. 1988)). Therefore, by preventing the competing plans from being proposed at the same time, the exclusivity period drives the bargaining towards forced acceptance of the debtor’s plan and makes the quality of the bargaining result, i.e. the efficiency of the debtor-proposed plan that gains consensual acceptance, questionable. (...) At first glance, we may think that the exclusivity period only bans competing plans for a limited period. However, this is not always the effect. Time is essential to the success of a reorganization.(...) When the exclusivity period finally ends (...), the good timing for formulating and proposing the competing plan may have been missed, because the exclusivity period takes a long time, especially in large complex cases.” Zie ook R.M. Cieri, S.J. Davido and L. Heather, Applying an Ax When A Scalpel Will Do: The Role of Exclusivity in Chapter 11 Reform, J. Bank.L.&Prac. 1993, Vol. 2, p. 409 – 410; L.M. LoPucki, The Trouble with Chapter 11, Wis. L.Rev. 1993, Vol. 1993, p. 739 – 42.

⁵⁴⁵ Onder Chapter XI had aanvankelijk alleen de schuldenaar de bevoegdheid om een akkoord aan te bieden. De schuldenaar kon dit misbruiken om niet veel meer te bieden dan het alternatief bij liquidatie. De wetgever merkte op: “under the present Chapter XI, the debtor may have unnecessary power to force creditors to yield to the

druk die uitgaat van de mogelijkheid een concurrerend akkoord aan te bieden, kan leiden tot een beter resultaat voor de crediteuren en voorkomt dat de schuldenaar (lees: aandeelhouder) het proces bewust vertraagt om een onderhandelingspositie te creëren.⁵⁴⁶ De mogelijkheid om een door de schuldenaar aangeboden akkoord te kunnen vergelijken met concurrerende voorstellen, wordt voorts gezien als een waardevolle manier om de redelijkheid van het door de schuldenaar gedane voorstel te kunnen beoordelen.⁵⁴⁷

De *exclusivity period* maakt het aanbieden van een concurrerend akkoord echter, vanwege het tijdverloop, in veel gevallen praktisch onmogelijk en/of zodanig bezwaarlijk of onzeker dat crediteuren, bij gebreke van een gelijktijdig voorliggend alternatief, zich gedwongen zien het suboptimale akkoordvoorstel van de schuldenaar te accepteren. De voordelen van een competitief akkoordstelsel komen hierdoor niet of onvoldoende tot hun recht.

Ren heeft overtuigend aangetoond dat de aan de *exclusivity period* toegedichte stimulans voor de schuldenaar om tijdig *Chapter 11* aan te vragen beperkt is en niet opweegt tegen de nadelen. Ik onderschrijf dan ook haar conclusie dat de *exclusivity period* inefficiënt is.⁵⁴⁸ De aan de schuldenaar verleende exclusiviteit geeft de schuldenaar (lees: aandeelhouder) een onverdiend voordeel boven anderen dat ten

terms of its proposal. Within certain limits, the Chapter XI debtor can effectively dictate the essential ingredients of a Chapter 11 plan to its creditors. In many cases, the alternative to creditors may be to accept the proverbial "ten cents on the dollar" offered or be confronted with an adjudication in bankruptcy and the resultant liquidation (...). The take-it-or-leave-it attitude of the part of debtors as permitted by Chapter XI is fraught with potential abuse. The granting of the authority to creditors to propose plans of reorganization and rehabilitation serves to eliminate the potential harm and disadvantages to creditors [and] democratizes the reorganization process" (Bankr. Act Revision, Serial No. 27, Part 3, Hearings on H.R. 31 and H.R. 32 before Subcomm. On Civil and Constitutional Rights of the Comm. On the Judiciary, 94th Cong., 2d Sess., at 1875-76 (Mar.29, 1976; ook geciteerd in *re Lake in the Woods*, 10 B.R. 338, 344 (E.D. Mich. 1981). Zie ook paragraaf 6.5 hierboven en paragraaf 8.3 hierna.

⁵⁴⁶ Mijn verwachting is niet dat afschaffing van de *exclusivity period* ertoe zou leiden dat er in de praktijk een groot aantal of in een groot aantal gevallen concurrerende akkoorden worden aangeboden. Het is vooral de druk die uitgaat van een (meer) competitief akkoordstelsel dat de schuldenaar (lees: aandeelhouder) zal stimuleren zich in te spannen het maximale aan de crediteuren aan te bieden en zal voorkomen dat de schuldenaar onnodig draaft. Vgl. Y. Ren, *A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 79 – 80 en 82 – 83 en Shannon R. Oehlke Lieke, *Will Congress's Proposal Cap on Extensions to the Debtors Exclusivity Period in Chapter 11 Solve the Problem of Creditor Preclusion*, S. Tex. L. Rev. 2002, Vol. 43, p. 1310.

⁵⁴⁷ *Re Century Glove, Inc.*, 860 F.2d 94, 102 (3rd Cir. 1988): "*The ability of a creditor to compare the debtor's proposals against other possibilities is a powerful tool by which to judge the reasonableness of the proposals.*" "*The exclusivity period takes this tool from creditors and thus provides special favour to the debtor's plan.*" Y. Ren, *A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 45.

⁵⁴⁸ Y. Ren, *A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 74 – 83.

koste kan gaan van het uiteindelijke resultaat voor de crediteuren. Dit is dan ook een verdere uiting van het *debtor-friendly* karakter van de *Chapter 11* procedure.

6.16.4 *Verplichte voorafgaande goedkeuring van disclosure statement*

Hierna, in paragraaf 8.9.3.1, stel ik de vraag of de rechter überhaupt zou moeten toetsen of de aanbieder toereikende informatie heeft verstrekt en of hij daartoe voldoende geëquipeerd is. Uit oogpunt van eenvoud en efficiëntie is een systeem verdedigbaar waarbij de rechter slechts controleert of geen sprake is van misleiding of bedrog en of de schuldenaar op redelijke informatieverzoeken van de schuldeisers adequaat heeft gereageerd. Het is in eerste instantie aan de crediteuren om, indien zij de verschaft informatie ontoereikend vinden, nadere informatie op te vragen en, indien toereikende informatie uitblijft, tegen te stemmen. Zie verder paragraaf 8.9.3.1.

Is de rechter gehouden om de adequaatheid van de informatievoorziening te toetsen, dan zou in ieder geval geen eis moeten zijn dat de rechter de te verstrekken informatie vooraf goed moet keuren voordat de aanbieder van het akkoord het verdere traject mag opstarten en crediteuren mag benaderen zoals deze eis thans in het Amerikaanse recht geldt. Om onnodige vertraging te voorkomen en de nodige flexibiliteit in de procedure te bieden, zou de toets ook achteraf in het kader van de homologatie moeten kunnen plaatsvinden. Indien de aanbieder van het akkoord onzeker is of te verstrekken informatie toereikend zal worden bevonden, zou hij wel een beslissing vooraf daarover van de rechter moeten kunnen vragen. Hij zou daartoe echter niet verplicht moeten zijn.

De noodzaak van voorafgaande rechterlijke goedkeuring van de *disclosure statement* wordt in de Amerikaanse praktijk als een wezenlijke belemmering en factor van vertraging ervaren.⁵⁴⁹ *Pre-packaged plans* zijn in de praktijk met geen ander doel ontwikkeld dan om de eis van voorafgaande goedkeuring van de *disclosure statement* te omzeilen.⁵⁵⁰ In een *pre-packaged plan* kan de schuldenaar stemmen vergaren zonder dat de rechter het verstrekte informatiepakket vooraf heeft goedgekeurd. De goedkeuring van de verstrekte informatie vindt dan achteraf

⁵⁴⁹ Zie o.a. R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, Law Journal Press, 2013, p. 13-1 e.v. en p 13A-12 die de *disclosure* procedure beschrijft als “*daunting and expensive*.”

⁵⁵⁰ Zie hiervoor paragraaf 6.10.

plaats in het kader van de homologatie. Een kunstgreep zou hiervoor niet nodig moeten zijn.

6.16.5 *Best interests en feasibility test dure schijnwaarborg*

De materiële bescherming die de *best interests test* biedt, is beperkt. De rechter moet taxeren wat de verwachte uitkering bij liquidatie zou zijn. Deze taxatie is met een ruime onzekerheidsmarge omgeven.⁵⁵¹ Er bestaat bovendien geen waarborg dat de crediteur ook daadwerkelijk in contanten zal ontvangen wat hij volgens de verrichte liquidatie-analyse bij liquidatie in contanten zou hebben ontvangen. Een crediteur kan gedwongen worden met een niet-contante uitkering genoegen te nemen indien de rechter onder meer heeft vastgesteld dat de waarde van die niet-contante uitkering gelijk is aan het bedrag waarop de crediteur in liquidatie aanspraak zou hebben gemaakt. Ook deze tweede waardering, te weten de waardering van de aangeboden niet-contante uitkering, is subjectief en biedt geen reële waarborg dat een crediteur ontvangt waar hij bij liquidatie recht op heeft.⁵⁵²

De grote hoeveelheid discussies en de daarmee gepaard gaan kosten die de *best interests test* kunnen veroorzaken, wegen niet op tegen de beperkte materiële bescherming die de toets biedt. Te meer omdat de rechter de toets moet verrichten bij ieder akkoord, ook een aangenomen akkoord. Bij een aangenomen akkoord heeft een meerderheid voorgestemd. Indien de besluitvorming op deugdelijk wijze tot stand is gekomen, vormt deze meerderheidsbeslissing een voldoende waarborg dat het voorgestelde akkoord inhoudelijk aanvaardbaar en redelijk is.⁵⁵³ Stemt een klasse bij meerderheid tegen, dan is verdergaande bescherming nodig. Dan moet een contante uitkering gewaarborgd zijn voor diegenen die daar bij liquidatie (naar redelijke verwachting) aanspraak op hebben. Deze verdergaande bescherming ontbreekt in *Chapter 11*. Zie ook paragrafen 6.14.2 en 6.14.3 hiervoor en paragraaf 6.16.7 hierna.

Vergelijkbare kritiek is te leveren op de *feasibility test*. Ook deze kan bij de homologatie van ieder akkoord tot aanzienlijke discussie, kosten en vertraging

⁵⁵¹ Zie ook paragraaf 6.13 hierboven en paragraaf 8.9.3.3.

⁵⁵² *Idem*.

⁵⁵³ Zie ook hierboven paragraaf 4.3.1.

leiden⁵⁵⁴ terwijl de toets weinig reële bescherming geeft. Een rechterlijke toets suggereert een mate van betrouwbaarheid die met een uitspraak over de levensvatbaarheid van een onderneming niet is te geven.⁵⁵⁵ In de literatuur wordt geconstateerd dat rechters de levensvatbaarheid van ondernemingen stelselmatig te hoog inschatten.⁵⁵⁶ De toets geeft in zoverre schijnbescherming. Het komt mij eenvoudiger, goedkoper en beter voor om voor een systeem te kiezen waarbij de rechter zich niet voor de opgave gesteld ziet een uitspraak over de levensvatbaarheid van een onderneming te moeten doen. Er wordt dan geen schijn van levensvatbaarheid gewekt, het is dan voor de crediteuren en hun financiële adviseurs duidelijk dat zij zelf hun huiswerk moeten doen en de crediteuren kunnen dan zelf democratisch beslissen of zij de onderneming nog voldoende levensvatbaar achten om een kans te wagen of niet. Zie ook paragraaf 8.9.3.2.

6.16.6 *Absolute priority rule: geeft zijn eigen strekking verhold en onzuiver weer*

De strekking van de *absolute priority rule* is eenvoudig: leden van een tegenstemmende klasse moeten overeenkomstig hun rang in de reorganisatiewaarde delen.⁵⁵⁷

Het Amerikaanse recht brengt dit eenvoudige concept op bijzonder verholde en ingewikkelde wijze tot uiting, namelijk met een combinatie van de gewone *absolute priority rule*, de “omgekeerde” *absolute priority rule*, die niet uit de wet zelf kenbaar is, en de *no unfair discrimination test*.⁵⁵⁸

⁵⁵⁴ Zie o.a. I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 460: “*The issue of debtor company viability can often be at the center of a plan confirmation hearing. (...) The answer is often contested and disputed throughout the confirmation process.*”

⁵⁵⁵ Uit steekproeven is gebleken dat circa 70% van de ondernemingen die uit een *Chapter 11* procedure komen de prognoses in de *disclosure statement* niet haalt. Dit geeft ook de denken over de vermeende meerwaarde van de *disclosure statement* en het nut van de discussie in rechte over de goedkeuring van de inhoud daarvan. Zie in dit verband ook o.a. I. Shaked and R.F. Reilly, *A Practical Guide to Bankruptcy Valuation*, American Bankruptcy Institute, 2013, p. 461 en A. Michel, I. Shaked and C. McHugh, *After Bankruptcy: Can Ugly Ducklings Turn into Swans?* *Financial Analysts Journal* (May/June 1998).

⁵⁵⁶ D.G. Baird and T.H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy*, *University of Chicago Law Review*, 1984/51, p. 128 die wijst op “*the tendency of bankruptcy judges to undercompensate the secured creditor and overestimate the firm’s chances of surviving as a going concern.*”

⁵⁵⁷ Zie onder meer R.F. Broude, *Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, *Law Journal Press*, 2013, p. 12-19 die de *absolute priorityrule* kort samenvat als de regel “*that any distribution of consideration in a reorganization plan be paid to creditors in the order of their priority*” en B.A. Markell, *A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11*, *72 Am. Bankr. L. J.* 227 (1998), p. 246 – 247.

⁵⁵⁸ Zie ook G. O’Dea, *Craving a cram-down: why English insolvency law needs reforming*, *Journal of International Banking and Financial Law* (2009) 10 *JIBFL* 583, p. 10: “*the text of the section [section 1129 of the United States Bankruptcy Code] is convoluted and could be improved upon.*”

De *absolute priority rule* geeft zijn strekking bovendien onzuiver weer. Dit wordt duidelijk zichtbaar in het kader van de leerstukken van de *new value exception* en *gifting*. Het gaat er niet om dat een lager gerangschikte klasse geen waarde ontvangt zolang een tegenstemmende hoger gerangschikte klasse niet volledig is voldaan. Het gaat erom dat de leden van de tegenstemmende klasse hun deel van de reorganisatiewaarde ontvangen. Het feit dat een junior partij enige waarde behoudt omdat dit nodig is om de beschikbare reorganisatiewaarde te realiseren, omdat zij die waarde zelf “koopt” of omdat zij die waarde van een andere klasse cadeau krijgt, zou bijna vanzelfsprekend geen bezwaar mogen zijn en niet tot ingewikkelde discussies moeten leiden. Zie verder ook paragrafen 3.4.7.2, 5.9.6, 6.14.4 en 6.14.5 hierboven en paragraaf 8.9.6.2 hierna.

De *absolute priority rule* zou vervangen moeten worden door een regel die duidelijker en beter tot uitdrukking brengt waar het om draait.

6.16.7 *Cram down vormt inbreuk op recht op contanten (executie)*

De *cram down* bevoegdheden van de Amerikaanse rechter gaan mijn inziens verder dan wenselijk is ten aanzien van tegenstemmende klassen van schuldeisers (niet zijnde aandeelhouders). Behalve het feit dat de rechter aan een tegenstemmende klasse van schuldeisers een zelf vastgestelde rentevergoeding kan opleggen terwijl de rechter voor de vaststelling van een adequate rente niet geëquipeerd is,⁵⁵⁹ is minstens even bezwaarlijk dat de rechter tegenstemmende klassen van schuldeisers kan dwingen door te financieren. Dit bezwaar geldt niet alleen voor geseceerde schuldeisers maar ook voor andere schuldeisers.

Het wezenskenmerk van vreemd vermogen, en het kenmerkende verschil tussen vreemd vermogen en eigen vermogen, is dat verschaffers van vreemd vermogen op een zeker moment recht hebben op terugbetaling (in contanten). Verschaffers van

⁵⁵⁹ M. Elson, Note, Say “Ahhh!”: A New Approach for Determining the Cram down Interest Rate After *Till v. SCS Credit*, 27 CARDOZO L. REV. 1921, 1927 (2006), p. 1921; In re *Hardzog*, 901 F.2d 858, 860 (10th Cir. 1990) (“Judges are neither bankers nor lenders and do not have the expertise to set interest rates”); in re *Smith*, 174 B.R. 946, 951 (Bankr. D. Vt. 1995) (“judges have been functioning as commercial loan officers, economists and financial managers in their opinions.”); R.F. Greenspan and C. Nelson, “Untill” We Meet Again: Why the *Till* Decision Might Not Be the Last Word on Cramdown Interest Rates, *Am. Bankr. Inst. J.*, Jan. 2005, at 48 (“When confronted with difficult economic and financial questions, courts often render decisions that bear little understanding of the actual workings of the market. Such decisions frequently introduce unintended consequences and confuse, rather than clarify, the issue at hand”); W.S. Scott, *Deferred Cash Payments to Secured Creditors in Cram down of Chapter 11 Plans: A Matter of Interest*, 63 Wash. L. Rev. 1041, 1051 (1988) (“Court opinions involving [cram down] provisions frequently read like discourses in economics or corporate finance. They give the appearance of scientific accuracy. However, errors in understanding or explaining loan markets or interest rates are common.”).

vreemd vermogen moeten erop kunnen vertrouwen dat zij dit recht ook kunnen afdwingen. Zoals eerder toegelicht, gaat het niet aan om aandeelhouders een wettelijke herkansing te geven hun *upside* of eventuele overwaarde te realiseren ten koste van het recht van (senior) crediteuren om hun positie liquide te maken.

Voorbeeld: de vennootschap heeft een schuld van 75. De liquidatiewaarde van het vermogen is ook 75. De marktwaarde (*fair market value*) is 100. De vennootschap schiet tekort in de voldoening van haar rente- en aflossingsverplichtingen. De crediteuren willen tot liquidatie overgaan en hun geld terug krijgen. De schuldenaar (lees: aandeelhouder) biedt een akkoord aan met het voorstel om de crediteuren terug te betalen gespreid over een periode van 10 jaar. De aandeelhouders stemmen vóór. Alle crediteuren stemmen tegen. De mogelijkheid van de Amerikaanse rechter om op verzoek van de schuldenaar (lees: aandeelhouder) het akkoord dwingend aan de crediteuren op te leggen, mits de voorgestelde rente naar het oordeel van de rechter voldoende compensatie biedt voor het door de rechter gepercipieerde risico, biedt de aandeelhouder een tweede kans om de mogelijke marktwaarde te realiseren, ten koste van het recht van de crediteuren om tot liquidatie over te gaan, hun geld terug te krijgen en hun risico te beëindigen. De rechter dwingt de crediteuren feitelijk om hun geld te herinvesteren in een nieuw uitgesteld schuldinstrument. De als waarborg gepercipieerde *feasibility* toets van de rechter levert alles behalve een garantie dat de financiers hun geld naar verloop van tijd daadwerkelijk terug zullen krijgen. Wellicht eindigen zij met minder dan liquidatiewaarde of zelfs niets. De risicocompensatie die de rechter voor de crediteuren in gedachte heeft, biedt niet noodzakelijkerwijs adequate compensatie voor het werkelijke gelopen risico zoals de crediteuren dat zien.⁵⁶⁰

Het Amerikaanse systeem verschuift de macht in dit opzicht van de (gesecureerde) crediteur naar de schuldenaar (lees: aandeelhouder) en doet geen recht aan wat partijen op basis van hun verschillende posities mogen verwachten. De in potentie lange duur van de *automatic stay* met geen of slechts beperkte mogelijkheid voor crediteuren om deze tot een einde te brengen, de *exclusivity period* en de mogelijkheid om tegenstemmende klassen van crediteuren te dwingen door te financieren maken het Amerikaanse recht mijns inziens te *debtor friendly* (lees:

⁵⁶⁰ Integendeel, de consensus in de Amerikaanse praktijk is zelfs dat de rechter gesecureerde crediteuren als gevolg van de uitspraak in re Til, die de risicocompensatie maximeert op 300 basispunten, stelselmatig ondercompenseert. Zie ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 234 e.v.

shareholder friendly) en beperken de crediteuren te zeer in hun mogelijkheden om hun verhaalsrechten uit te oefenen.⁵⁶¹

In dit verband merk ik op dat de term “*debtor-friendly*” bij rechtspersonen een oneigenlijke term is die de aard van het systeem onzuiver karakteriseert. De term roept de associatie op van een extra nobel systeem dat gericht is op continuïteit van de onderneming, behoud van werkgelegenheid etc. Dat is een misvatting. Crediteuren zijn net zo goed als de schuldenaar in staat om een akkoord tot stand te brengen dat de continuïteit van de onderneming waarborgt, zoveel werkgelegenheid behoudt als economisch haalbaar is etc. Bij natuurlijke personen is de term *debtor-friendly* te verklaren: bij een natuurlijk persoon liggen het schuldenaarschap en het houderschap van het “*equity*” belang in het vermogen, in dezelfde hand. Bij een natuurlijk persoon is de schuldenaar in wezen “de aandeelhouder”. Een systeem dat een natuurlijk persoon een tweede kans geeft om zijn “*equity*” belang te behouden ten koste van het recht van crediteuren om te liquideren, is bij een natuurlijk persoon daarom verklaarbaar “*debtor friendly*” te noemen. Bij rechtspersonen ligt dit anders: bij rechtspersonen is het schuldenaarschap en het houderschap van het “*equity*” belang in het vermogen gesplitst. Bij een schuldenaar-rechtspersoon ligt het *equity* belang bij de aandeelhouder. De schuldenaar-rechtspersoon heeft geen eigen economische positie. Een systeem dat een tweede kans geeft aan de houder van het *equity belang* om zijn *equity* belang te behouden ten koste van het recht van crediteuren om te liquideren, is bij rechtspersonen beter als *shareholder-friendly* aan te duiden. Ik zie geen goede reden om te tornen aan de posities die de verschillende vermogensverschaffers vooraf vrijwillig hebben ingenomen en om de positie van de aandeelhouder bij insolventie wettelijk te versterken ten opzichte van die van crediteuren. Integendeel: dit beperkt de mogelijkheid van partijen om hun posities zelf contractueel vorm te geven en tast de voorspelbaarheid van financieringstransacties aan. Het wettelijk systeem moet de onderlinge verhouding

⁵⁶¹ Zie ook P. Aghion, O. Hart en J. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 1992, NBER, Working Paper No. 4097 die menen dat Chapter 11 te zeer is gericht op reorganisatie in plaats van liquidatie en te vriendelijk is voor management en aandeelhouders: “*For all these reasons, Chapter 11 is thought by many to be a wasteful process, which biases the bargaining against creditors, favors reorganizations rather than liquidation, and is at least in relative terms a soft option for management.*” Zie voorts T. Eisenberg and S. Sundgren, *Is Chapter 11 Too Favourable to Debtors? Evidence from Abroad*, 82 *Cornell L.Rev.* 1532, 1533 (1997); L.M. LoPucki, *The Debtor in Full Control – Systems Failure under Chapter 11 of the Bankruptcy Code?: First Installment*, *Am.Bankr.L.J.* 1983, Vol. 57; G.P. Buccino and S.M. Golub, *Turnaround Topics: Reflecting on Business Bankruptcies from the Pre-Code Era into the New Millennium*, 18 *Am. Bankr. Inst.J.* 36, Dec. 1999/2000. Zie verder G. Moss, *Chapter 11 – an English lawyers critique*, *Insolvency Intelligence* 1998: “*Chapter 11 proceedings give a significant and sometimes crucial role to shareholders. Where in reality there is nothing properly left for shareholders this seems to enable them to use blocking tactics so as to extract value from the situation in which equitably they should receive none.*”

tussen aandeelhouders en schuldeisers en tussen de verschillende categorieën schuldeisers onderling, met rust laten.

Indien vreemd vermogen verschaffers tegen hun wil kunnen worden gedwongen blootstelling aan het risico langer te laten voortduren dan afgesproken, en dan ook nog tegen een risicocompensatie die naar hun oordeel niet overeenstemt met het werkelijk gelopen risico, komt dat het financieringsklimaat bepaald niet ten goede.⁵⁶²

De *Bankruptcy Code* sluit hypotheeken op woningen van *cram down* uit.⁵⁶³ De Amerikaanse wetgever begreep dat de mogelijkheid van *cram down* de bereidheid van kredietverleners om leningen te verstrekken, zou beperken en de kosten van krediet zou verhogen.⁵⁶⁴ Het Amerikaanse Congres meende dat verstrekkers van woninghypotheeken “*a valuable social service*” vervullen. Om de financiering van woningen en daarmee het eigen woningbezit niet te belemmeren, heeft de wetgever woninghypotheeken van *cram down* uitgezonderd. Voorstellen om alsnog een *cram down* mogelijkheid voor woninghypotheeken te introduceren, zijn op fel verzet van de Mortgage Bankers Association gestuit.⁵⁶⁵

Niet alleen verstrekkers van woninghypotheeken, maar ook verstrekkers van krediet aan bedrijven vervullen een belangrijke maatschappelijke functie. Om precies dezelfde redenen als voor woninghypotheeken (beschikbaarheid en kosten van krediet) behoren ook verstrekkers van krediet aan bedrijven niet aan een *cram down* te kunnen worden onderworpen, althans niet zonder waarborgen die hun recht op liquidatie veiligstellen.

⁵⁶² Zie in dit verband ook zeer kritisch over Chapter 11 M.C. Jensen, *Corporate Control and the Politics of Finance*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1991, Vol. 4, No. 2, p 13 – 33.

⁵⁶³ § 1322(b) US Bankruptcy Code.

⁵⁶⁴ Zie re Seidel, 752 F.2d 1382, 1386 (1985) met een bespreking van de wetsgeschiedenis. Zie in dit verband ook J. Goodman and A. Levitin, *Bankruptcy Law and the Cost of Credit: The Impact of Cramdown on Mortgage Interest Rates*, *Journal of Law and Economics*, Volume 57, No. 1, February 2014, p. 158 die naar aanleiding van hun onderzoek concluderen: “*we find that giving judges the power to modify home loans through principal reductions does, as theory predicts, increase the cost of credit. This provides some of the clearest evidence to date of the effect of bankruptcy law on credit markets.*”

⁵⁶⁵ Zie de open brief van de toenmalige voorzitter van de Mortgage Bankers Association, J.M. Robbins, van 15 oktober 2007 (een kopie van de brief is op te vragen bij de auteur): “*...this bill will increase costs to consumers, further destabilize the mortgage market and hurt the overall economy. Mortgage bankers will no longer be sure that the money they lend is truly secure. This uncertainty will require higher interest rates and larger downpayments to offset the risk and will push many lenders out of making certain mortgages ...*”. Zie in dit verband voorts N. Liao, *Cramming Down the Housing Crisis, Amending 11 U.S.C. § 1322(b) to Protect Homeowners and Create a Sustainable Bankruptcy System*, *Minnesota Law Review*, 2009, 93:2240.

Jackson en Baird hebben als rechtvaardigingsgrondslagslag voor een collectieve verhaalsprocedure (*collective debt-collection mechanism*) aangedragen dat collectieve executie crediteuren *beter* in staat stelt hun rechten te executeren dan individuele executie. Het betere executieresultaat van de collectieve procedure zou de basis vormen voor de veronderstelde (*ex ante*) instemming van de crediteuren met het prijsgeven van hun individuele executierechten. Intussen stelt de Amerikaanse *cram down* procedure crediteuren echter niet beter in staat om hun rechten te executeren dan zonder de *cram down* procedure het geval zou zijn, maar houdt deze, precies omgekeerd, crediteuren juist van executie af. De veronderstelde (*ex ante*) instemming van de crediteuren met (en daarmee de rechtvaardigingsgrondslag voor) dit systeem lijkt mij dan ook ver te zoeken. Zie ook paragrafen 2.6.4 – 2.6.6 en 3.4.4 – 3.4.7 hiervoor.

6.16.8 Crediteurencontrole via DIP-financing

Algemene kritiek op het wettelijke *Chapter 11* systeem is dat het te langzaam, te duur en te *debtor-friendly* is.⁵⁶⁶

De praktijk is tegenwoordig echter vaak een heel andere. In de afgelopen twee decennia hebben met name gecureerde crediteuren zich steeds meer controle over het proces weten te verschaffen die zij onder meer aanwenden om een relatief vlotte gehele of gedeeltelijke (*going concern*) liquidatie van de onderneming te bewerkstelligen (zogenaamde *going concern 363 sales*). Een (*going concern*) activatransactie is in *Chapter 11* thans dan ook eerder de regel, en een akkoord de uitzondering.⁵⁶⁷

⁵⁶⁶ Zie paragrafen 6.16.1 – 6.16.7 hiervoor. Zie in dit verband ook Y. Ren, *A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 158 – 160 en 168 – 169.

⁵⁶⁷ De activatransactie vindt plaats op grond van section 363 van de US Bankruptcy Code en komt tot stand buiten de akkoordprocedure en daarmee zonder crediteurenstemming. Zie hierover o.a. D.G. Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, 15 J. Legal. Stud. 127 (1986); D.G. Baird and R.K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 Stan. L. Rev. 751, 787 (2002); D.G. Baird, *Chapter 11 at Twilight*, 56 Stanford Law Review 673 (2003); D.G. Baird, *The New Face of Chapter 11*, 12 Am. Bankr. L. Rev. 69, 71 (2004); J.S. Moore and V.P. Slusher, *Bankruptcy Code section 363-sales: Trends and Opportunities*, Westlaw 2007 nr. 9, Norton Bankr. L. Adviser 2; B. Keach, *Chapter 11 at the crossroads*, Global Turnaround, November 2009; Craig. A. Sloane, *The Sub Rosa Plan of Reorganization: Side-Stepping Creditor Protections in Chapter 11*, 16 Bankr. Dev. J. 37, 51 (1999); G.W. Kuney, *Misinterpreting Bankruptcy Code Section 363(f) and Undermining the Chapter 11 Process*, 76 Am. Bankr. L.J. 235, 242 n.30 (2002); G.W. Kuney, *Let's Make It Official: Adding an Explicit Preplan Sale Process as an Alternative Exit from Bankruptcy*, 40 Hous. L.Rev. 1265 (2004).

Crediteuren verschaffen zich controle langs hoofdzakelijk twee wegen.⁵⁶⁸ De eerste is door aan de schuldenaar een boedelkrediet te verstrekken met relatief korte looptijd en daaraan voorwaarden te verbinden die hen in staat stellen het proces in grote mate te dicteren. Voorbeelden van dergelijke voorwaarden zijn onder meer bepalingen over de wijze van aanwending van de ter leen verstrekte gelden, voorschriften dat de schuldenaar slechts uitgaven mag doen op basis van een door de boedelfinancier vooraf goedgekeurd budget, bepalingen over de wijze van inning van vorderingen, voorschriften over de samenstelling van het management, een verbod om zonder instemming van de boedelfinancier een akkoord aan te bieden, een contractuele verplichting de onderneming geheel of gedeeltelijk (via een zogenoemde *363 sale*) te verkopen, en de bevoegdheid om buiten de *automatic stay* in geval van een *default* tot executie te mogen overgaan.

De tweede weg is door het management bonussen in het vooruitzicht te stellen die afhankelijk zijn van het behalen van zekere reorganisatiedoelen (bijvoorbeeld een voorgenomen verkoop van de onderneming of onderdelen daarvan) en/of de snelheid waarmee zekere reorganisatiedoelen worden behaald. Invloed op de beloning van het management wordt uitgeoefend via een *creditors committee*.⁵⁶⁹

Deze praktijk van controle-uitoefening via boedelfinanciering en management "*incentives*" heeft tot verbetering geleid.⁵⁷⁰ Er is ook kritiek.⁵⁷¹ Controleverwerving

⁵⁶⁸ Zie over deze praktijk en kritiek daarop o.a. G.W. Kuney, Hijacking Chapter 11, Emory Bankr.Dev. J. 2004, vol. 21; D.A. Skeel, Creditor's ball: the "New" New Corporate Governance in Chapter 11, 152 U. Pa. L. Rev. 917 (2003); D.A. Skeel, The past, present and future of debtor-in-possession financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004); L.M. Lopucki and W.C. Whitford, Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies, U.Pa.L.Rev. 1993, Vol. 141; L.M. Lopucki and W.C. Whitford, Patterns in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies, Cornell L.Rev. 1993, vol 78; D.G. Baird and R.K. Rasmussen, Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance, U.Pa.L.Rev. 2006, Vol. 154, p. 1236-41; D.G. Baird, The New Face of Chapter 11, 12 Am. Bankr. L. Rev. 69, 71 (2004); S.J. Lubben, The "New and Improved" Chapter 11, Ky.L.J. 2004b, Vol. 93; K. Ayotte and D.A. Skeel, An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice, U.Chic.L.Rev. 2006, Vol. 73, p. 463-464. Zie voorts Y. Ren, A comparative study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China, Eleven International Publishing, 2012, p.158 – 160 en 168 – 169.

⁵⁶⁹ Zie o.a. D.A. Skeel, Creditor's ball: the "New" New Corporate Governance in Chapter 11, 152 U. Pa. L. Rev. 917 (2003), par. C.

⁵⁷⁰ D.A. Skeel, Creditor's ball: the "New" New Corporate Governance in Chapter 11, 152 U. Pa. L. Rev. 917 (2003), par.I en II: "A decade ago, many observers believed that Chapter 11 was irretrievably flawed. (...) The developments we have witnessed in the past decade should be seen as an enormous step in the right direction. We need only recall the concerns of the 1980s and early 1990s to appreciate the system wide benefits of creditors' increased influence over bankruptcy governance. No longer do we hear complaints about endless extensions of debtor's exclusivity period and cases that go on for ever. Nor do debtors' managers cling to unrealistic hopes of reorganizing the firm in essentially its existing form against all odds. The terms of the debtor's post-petition financing force it to sell assets that are worth more in a buyer's hands. And performance-based executive compensation arrangements encourage managers to move briskly through the Chapter 11 process. It is now in the managers' – not just creditors' – interests to reorganize as promptly as possible."

via het verstrekken van een boedelkrediet heeft als voor de hand liggend bezwaar dat slechts de boedelfinancier hiermee controle verkrijgt en niet de crediteuren als groep. In plaats van controle-uitoefening door de crediteuren als groep langs wettelijke kanalen die de belangen van de crediteuren als geheel waarborgen, oefent de boedelfinancier controle uit door middel van private één op één onderhandelingen waarbij hij zijn economische machtspositie kan gebruiken om zijn eigen belangen boven die van andere crediteuren of de crediteuren als groep te stellen. Kritiek op de *DIP financing* praktijk is dan ook onder meer dat deze de verschaffer van het boedelkrediet onevenredig veel invloed geeft en tot uitwassen leidt waarbij de verstrekker van het boedelkrediet zijn onderhandelingspositie kan gebruiken om zijn pre-faillissementspositie te versterken.

Controleverwerving via de *DIP financing* praktijk is ontstaan als reactie op het (te) schuldenaar vriendelijke karakter van *Chapter 11*. Gesecureerde crediteuren hebben hiernaar gegrepen om te corrigeren voor de vergaande mogelijkheden die het wettelijke *Chapter 11* systeem de schuldenaar (lees: aandeelhouder) geeft om crediteuren van de uitoefening van hun verhaalsrechten af te houden en uitstel en vertraging te bewerkstellingen.

Zoals uit hoofdstukken 2 en 3 volgt, behoort een akkoordstelsel voor insolventie, net zoals ieder insolventiesysteem, primair ten dienste te staan van de crediteuren, dat wil zeggen de crediteuren als groep. De beperkingen die het wettelijke *Chapter 11* systeem aan crediteuren oplegt, strekken verder dan nodig is voor het dienen van de belangen van de crediteuren als groep en dienen primair de belangen van de schuldenaar (lees: aandeelhouder).

Een nieuw te ontwerpen systeem zou de belangen van de crediteuren dan ook beter moeten dienen dan het *Chapter 11* systeem zoals ingericht en oorspronkelijk bedoeld, zodat crediteuren minder behoefte ervaren om het heft in eigen handen te nemen en buiten het systeem om naar paardenmiddelen te grijpen om hun belangen veilig te stellen.

7. Hoofdpijnen van de Engelse *scheme of arrangement*

7.1 Algemene kenmerken

⁵⁷¹ Een vocale criticaster is G.W. Kuney, Hijacking Chapter 11, Emory Bankr.Dev. J. 2004, vol. 21. Zie ook de in voetnoot 568 genoemde literatuur.

De Engelse *scheme of arrangement* is neergelegd in de artikelen 895 – 899 van de *Companies Act 2006*. De wettelijke regeling beslaat daarmee slechts vijf bepalingen.

Een *scheme of arrangement* is een gerechtelijk dwangakkoord dat buiten het kader van een formele insolventieprocedure tot stand kan worden gebracht. Omdat de regeling ook voor een reorganisatie van solvente ondernemingen kan worden gebruikt, is deze ondergebracht in de *Companies Act 2006* in plaats van in de Engelse faillissementswet, de *Insolvency Act 1986*. De regeling van de *scheme of arrangement* vormt daarmee geen onderdeel van het insolventierecht en is dan ook niet opgenomen in de lijst van reorganisatie- en insolventieprocedures in de Europese Insolventieverordening.⁵⁷² Een *scheme of arrangement* kan wel worden toegepast in combinatie met een insolventieprocedure, in het bijzonder de Engelse *administration proceedings*. De grote meerwaarde van de regeling is echter de mogelijkheid deze toe te passen buiten het kader van een formele insolventieprocedure. Bij de verdere bespreking van de *scheme of arrangement* zal ik, tenzij uit de context anders blijkt, uitgaan van de toepassing daarvan binnen het kader van financiële insolventie (waaronder ik ook versta pre-insolventie) maar buiten het kader van een formele meeromvattende insolventieprocedure.

Bij toepassing van een *scheme of arrangement* in het kader van insolventie wordt geen curator of bewindvoerder benoemd, blijft het bestuur volledig beschikkingsbevoegd, treedt geen algemeen moratorium in en kan de onderneming in beginsel blijven doordraaien zoals voorheen. Omdat voor de toepassing van de regeling geen insolventieprocedure hoeft te worden geopend, kan de publiciteit die nodig is om aan de gevolgen van een insolventieprocedure bekendheid te geven, eveneens achterwege blijven. Alleen de partijen die door de *scheme* worden geraakt, moeten bij de procedure worden betrokken. Er is geen verplichting om anderen dan degenen die door het akkoord worden getroffen, van de procedure op de hoogte te stellen.⁵⁷³ Negatieve publiciteit en de schadelijke effecten daarvan blijven daardoor beperkt. Niettemin zijn de twee zittingen die in het proces plaatsvinden (zie hierna) openbaar.⁵⁷⁴ Wel is het mogelijk om het inleidende

⁵⁷² EC/1346/2000.

⁵⁷³ G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University press, 2012, p. 49.

⁵⁷⁴ *Idem*.

verzoekschrift op vertrouwelijke basis in te dienen, zodat de indiening niet algemeen bekend raakt.⁵⁷⁵

Als mogelijk nadeel van een akkoordprocedure buiten insolventie zou kunnen worden aangevoerd dat er geen moratorium van toepassing is, zoals in *administration* het geval is. Crediteuren kunnen hierdoor gedurende het akkoordtraject in beginsel nog steeds executiemaatregelen treffen. Dit gemis lijkt beperkt, omdat de Engelse rechter zich bereid heeft getoond individuele inningsprocedures bij wijze van voorlopige voorziening te schorsen op basis van de enkele vaststelling dat er een redelijk vooruitzicht bestaat dat het aangeboden akkoord tot stand zal komen.⁵⁷⁶

De Engelse *scheme of arrangement* bevat geen mogelijkheid om bezwarende overeenkomsten eenzijdig te beëindigen, anders dan door te voorzien in de overdracht van de onderneming aan een nieuwe entiteit.

7.2 De procedure op hoofdlijnen

De procedure voor de totstandkoming van een *scheme* is kort samengevat als volgt. De vennootschap dient een verzoek in bij de rechter voor toestemming om één of meer vergaderingen bijeen te roepen om op een voorstel voor een akkoord te stemmen. Hiertoe vindt een eerste zitting plaats. Indien de rechter het verzoek toewijst, vinden stemmingen plaats op de daartoe bijeengeroepen vergaderingen. Het stemmen vindt plaats in klassen. Indien de vereiste meerderheid binnen iedere klasse het akkoord aanneemt, moet de rechter het akkoord nog homologeren (*“sanctioning”*). Daartoe vindt een tweede zitting plaats. Indien de rechter het akkoord vervolgens heeft goedgekeurd en het akkoord is gedeponeerd bij de *“Registrar of Companies”*, treedt het akkoord in werking, waarmee de tegenstemmende minderheden binnen iedere klasse worden gebonden.

De procedure is minder judicieel van aard dan de *Chapter 11* procedure en geeft een groter primaat aan de democratische wens van de crediteuren. Anders dan in de Amerikaanse procedure heeft de rechter geen mogelijkheid om een akkoord op

⁵⁷⁵ *Idem.*

⁵⁷⁶ *Re Bluecrest Mercantile BV v Vietnam Shipbuilding Industry Group* [2013] EWHC 1146 (Comm); zie ook *Sea Assets Ltd v PT Garuda Indonesia* (no. 2) June 27, 2001 Ch D en *Re Telewest Communications Plc* (No. 1) [2004] EWHC 924 (Ch); [2004] B.C.C. 342, besproken in C. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Sweet & Maxwell, 20013, p. 40.

te leggen aan een klasse die tegen heeft gestemd (geen *cram down*). De Engelse rechter toetst de inhoud van het akkoord marginaal op basis van het uitgangspunt dat de crediteuren zelf beter in staat zijn om te beoordelen wat in hun eigen commerciële belang is dan de rechter.⁵⁷⁷

7.3 Mislukte hervorming van de *scheme of arrangement* procedure

Hoezeer ook bejubeld, de *scheme of arrangement* procedure is bepaald niet zonder gebreken. Een eerste belangrijke tekortkoming is het feit dat de procedure geen effectief mechanisme bevat om met *out of the money* crediteuren af te rekenen (geen *cram down*). Daarnaast vallen ook de duur, de bewerkelijkheid en de kosten van de procedure als bezwaar te noemen.

In 1982 kwam het zogenaamde “*Cork Report*” uit over hervorming van het Engelse insolventierecht.⁵⁷⁸ Het *Cork Report* signaleerde tekortkomingen in de *scheme of arrangement* en noemde daarbij met name de intensieve rechterlijke betrokkenheid en de daarmee samenhangende kosten en formaliteiten:

“The Court is heavily involved in the procedure (...). There are two distinct phases. First, the convening of the necessary meetings of creditors and contributories and, secondly, the petition to the Court for the sanctioning of the scheme as approved by the appropriate majorities at the meetings.

(...)

It will be apparent from the foregoing that the involvement of the Court in schemes of arrangement is considerable and that the procedure involves substantial formality, routine and complexity.

(...) [w]e believe that the Court procedure could be substantially streamlined and greatly improved. We cannot believe that there is the need for quite so many applications to, or attendances on, the Court. We doubt whether the painstaking perusal of documents by Court officials with little or no experience of commerce or finance provides any real protection for creditors or contributories.

⁵⁷⁷ Re English Scottish and Australian Chartered Bank [1893] 3 Ch 385; re Dorman Long & Co Ltd [1934] Ch. 635.

⁵⁷⁸ Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice (1982) Cmnd 8558.

*We have given anxious consideration to improving the procedure for insolvent companies. Fair and sensible schemes should be capable of being put into effect: companies should not be prevented from instigating compositions by the complexity and expense (...).*⁵⁷⁹

In een onderzoek naar de effectiviteit van *schemes* kwam de Australian Law Reform Commission enkele jaren later tot dezelfde conclusie: “*The procedure for a scheme of arrangement is cumbersome, slow and costly and is particularly unsuited to the average private company which is in financial difficulties. The time taken to implement a scheme varies but in general is at least two to three months. The legal and accountancy costs of even a relatively straightforward scheme are substantial.*”⁵⁸⁰ De commissie stelde als oplossing een eenvoudiger “*deed of company arrangement*” procedure voor.

In 2000 kwam de Engelse *Department of Trade and Industry* (DTI) ook tot deze conclusie in een rapport uit over de werking van de beschikbare *Company Rescue Mechanisms*. De DTI beschreef de Engelse *scheme* procedure als “*complex, cumbersome and expensive*”.⁵⁸¹

De Europese Commissie signaleert dezelfde bezwaren in haar *Impact Assessment* uit maart 2014.⁵⁸² De Commissie merkt daarin op dat vanwege de “*heavy involvement of courts (...) the scheme is very expensive and affordable only to big companies.*”⁵⁸³

Ook in de literatuur worden de duur, kosten en complexiteit van de procedure als bezwaren genoemd.⁵⁸⁴ Payne verklaart de oorzaak van de complexiteit en de lange duur van de *scheme* als volgt: “*This is largely a consequence of the significant court supervision of schemes, described above. The fact that two court hearings are*

⁵⁷⁹ Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice (1982) Cmnd 8558, p. 100 – 101.

⁵⁸⁰ Australian Law Reform Commission, General insolvency inquiry, Report No. 45, 1988, Vol. 1, p. 26 en 31.

⁵⁸¹ Report of the Joint DTI/Treasury Review of Company Rescue and Business Reconstruction Mechanisms (2000), para 43; zie hierover ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 5.

⁵⁸² Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, SWD(2014) 62 final.

⁵⁸³ Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, SWD(2014) 62 final, p. 29.

⁵⁸⁴ Zie o.a. C. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Sweet & Maxwell, 2013, p. 7 en J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 5; zie ook p. 188 en p. 215 en G. M. Weisgard and M. Griffiths, *Company Voluntary Arrangements and Administrations*, Jordan 2013, p. 8 en 16.

*involved has implications for the time required for a scheme (the minimum time required to effect a scheme is generally from six to eight weeks) and for its costs”.*⁵⁸⁵

Naar aanleiding van het rapport van de *Cork Committee* is in de *Insolvency Act 1986* de *Company Voluntary Arrangement* (CVA) ingevoerd met als doel om ondernemingen een sneller, eenvoudiger en efficiënter herstructureringsmechanisme te bieden dan de *scheme*.⁵⁸⁶ In de CVA procedure is de rechterlijke betrokkenheid sterk teruggedrongen. Van de eerste rechterlijke behandeling die plaatsvindt in het kader van een *scheme* heeft de Engelse wetgever bij de invoering van de CVA afgezien. Verlof van de rechter om de procedure in te kunnen leiden en vergaderingen bijeen te kunnen roepen is bij een CVA niet nodig. Bij de CVA procedure vindt voorts geen homologatiezitting plaats. Crediteuren kunnen het akkoord binnen een zekere termijn op eigen initiatief bestrijden indien zij daartoe aanleiding zien. De gehele procedure is van begin tot eind zonder enige rechterlijke inmenging te voltooien. Een ernstig mankement van de CVA procedure is echter dat deze preferente en gecureerde crediteuren niet bindt. De oorzaak hiervan is mogelijk dat het *Cork Report* ten onrechte opmerkte dat een *scheme* gecureerde crediteuren niet zou binden⁵⁸⁷ en dat deze onjuiste veronderstelling vervolgens is gehanteerd bij het ontwerpen van de CVA.

In een aantal grote grensoverschrijdende gevallen die zich ervoor leenden, is gekozen voor een CVA in plaats van een *scheme*, waaronder in *Deutsche Nickel AG* (2004/2005) en *Schefenacker* (2006/2007). In de meeste gevallen zijn partijen echter genoodzaakt om te blijven kiezen voor een *scheme*. De belangrijkste reden hiervoor is dat een CVA preferente en gecureerde crediteuren niet bindt.⁵⁸⁸ Als andere oorzaak wordt genoemd dat de CVA procedure is uitgewerkt met gedetailleerde en dwingende voorschriften⁵⁸⁹ die de procedure onvoldoende flexibel maken.⁵⁹⁰ O’Dea concludeert kritisch dat de Engelse wetgever “*failed to grasp the nettle in modernising English corporate restructuring procedures.*”⁵⁹¹

⁵⁸⁵ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 5.

⁵⁸⁶ Zie in dit verband ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 195 en 220.

⁵⁸⁷ Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice (1982) Cmnd 8558, p. 101.

⁵⁸⁸ Section 4(3) en 4(4) *Insolvency Act 1986*; J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 8. Zie ook *Insolvency Service, A Review of the Corporate Insolvency Framework*, May 2016, p. 22: “*The Government believes that the CVA regime in its current form and scope is limited as a tool for company rescue, particularly as it currently lacks the ability to bind secured creditors to a plan.*”

⁵⁸⁹ *Insolvency Rules 1986*.

⁵⁹⁰ Zie G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 106; zie in dezelfde zin J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 215.

⁵⁹¹ G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 105.

In mei 2016 heeft de Engelse regering een consultatiedocument gepubliceerd waarin zijn voorstellen doet om het Engelse insolventiesysteem te verbeteren. De voorgestelde maatregelen omvatten onder meer een moratorium in het kader van een herstructurering buiten faillissement, de introductie van een “*supervisor*” die het herstructureringsproces begeleidt, bescherming tegen bestuurdersaansprakelijkheid in het kader van een reddingspoging, een doorleveringsverplichting voor essentiële leveranciers, het faciliteren van noodfinanciering, en de introductie van een flexibel en efficiënt dwangakkoord dat alle soorten kapitaalverschaffers bindt, elektronisch stemmen toelaat en een “cram-down” mechanisme bevat.⁵⁹²

7.4 Mogelijke inhoud - geen volledige ontneming van rechten

De mogelijke inhoud van een *scheme of arrangement* wordt niet dwingend voorgeschreven.⁵⁹³ De wet biedt hier een grote mate van flexibiliteit. *Schemes* worden veelal ingezet om *debt for equity swaps* of uitstel en/of reductie van schulden te bewerkstelligen.

De Engelse rechter heeft in de *re T&N Ltd.* zaak uitgemaakt dat een *scheme* ook werking kan hebben op vorderingen tegen derden.⁵⁹⁴ T&N had verplichtingen uit asbestaansprakelijkheid tegenover werknemers. De verzekeraars van T&N weigerden dekking. Als gevolg van de insolventie van T&N gingen de betwiste vorderingen van T&N op de verzekeraars van rechtswege over op de werknemersschuldeisers. Het akkoord hield in dat de verzekeraars een zeker bedrag in een trust zouden storten ten behoeve van de werknemers. In ruil daarvoor zouden de werknemers aan de verzekeraars (als derden) kwijting moeten verlenen. De rechter vond dit toelaatbaar.⁵⁹⁵ In *re La Seda de Barcelona* heeft de Engelse rechter een akkoord goedgekeurd dat voorzag in kwijtschelding van de garanties die een dochtermaatschappij had afgegeven voor de verplichtingen van de betrokken moedermaatschappij.⁵⁹⁶

⁵⁹² Insolvency Service, A Review of the Corporate Insolvency Framework, May 2016.

⁵⁹³ C. Pilkington, Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring, Sweet & Maxwell, 2013, p. 17; zie ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 176: “*the flexibility of a scheme, and the lack of statutorily prescribed content, is another significant advantage.*”

⁵⁹⁴ Zie in dit verband ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 22.

⁵⁹⁵ Re T&N Ltd [2006] EWHC 1447 (Ch).

⁵⁹⁶ Re La Seda de Barcelona SA [2010] EWHC 1364 (Ch); zie in dit verband ook G. O’Dea, Schemes of Arrangement, Oxford University Press, 2012, p. 123 – 128.

Schemes worden ook gebruikt om wijziging in zogenoemde *intercreditor agreements* aan te brengen.⁵⁹⁷ Dit zijn overeenkomsten die de verhoudingen tussen de financiers onderling regelen, zonder dat de vennootschap daar (noodzakelijkerwijs) zelf partij bij is. Een wijziging kan bijvoorbeeld nodig zijn, omdat zonder de aanpassing junior crediteuren de rechten die zij onder het akkoord ontvangen aan de senior crediteuren moeten afdragen.

Bepalingen in *schemes of arrangement* die kwijting voor potentiële aansprakelijkheid verlenen aan adviseurs, bestuurders, en andere functionarissen zijn in Engelse herstructurerings standaardpraktijk.⁵⁹⁸

In *re Lehman Brothers* heeft de rechter bepaald dat een *scheme* geen werking kan hebben op aanspraken tegen derden die louter goederenrechtelijk van aard zijn. In louter goederenrechtelijke aanspraken ("*proprietary rights*") tegen derden (bijvoorbeeld uit hoofde van derdenzekerheid) kan een *scheme* geen wijziging brengen.⁵⁹⁹

Een belangrijke beperking aan de mogelijke inhoud van een *scheme* volgt uit de betekenis die de rechtspraak aan het begrip "*arrangement*" heeft gegeven. Dit begrip vereist volgens de rechtspraak dat een *scheme* als minimumvereiste een element van "*accomodation*" en "*give and take*" aan weerszijden bevat.⁶⁰⁰ Een *scheme* die voorziet in de ontneming van rechten van een bepaalde klasse zonder dat daar iets tegenover staat of slechts iets van twijfelachtige waarde, valt niet aan te merken als een "*arrangement*".⁶⁰¹ De rechter heeft dan ook geen bevoegdheid een *scheme* met een dergelijke inhoud te homologeren.⁶⁰² Dit creëert een belangrijke beperking van de mogelijkheid om *out of the money* crediteuren uit de kapitaalstructuur te verwijderen zonder hen waarde toe te kennen waar zij op grond van hun juridische en economische positie geen aanspraak op hebben. Voor het treffen van schikkingen is dit ongelukkig. In het kader van een schikkingsvoorstel zal men aan *out of the money* crediteuren vaak enige waarde willen toekennen ("*wortel*"), met als alternatief dat indien zij het op een procedure laten aankomen, zij

⁵⁹⁷ Dit gebeurde bijvoorbeeld in de herstructurerings van Rodenstock, PrimaCom en TI Automotive. Zie G. O'Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 128.

⁵⁹⁸ G. O'Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 127.

⁵⁹⁹ *Re Lehman Brothers International (Europe)* [2009] EWCA Civ 1161.

⁶⁰⁰ *Re Savoy Hotel Ltd* [1981] Ch. 351; J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 10.

⁶⁰¹ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 21.

⁶⁰² *Re NFU Development Trust Ltd* [1972] 1 W.L.R. 1548; [1973] 1 All E.R. 135; *re Savoy Hotel* [1981] 3 All ER 646; *Re Alabama, New Orleans, Texas and Pacific Junction Railway Co Ltd* [1891] 1 Ch 213.

niets ontvangen (“*stok*”). Indien *out of the money* crediteuren in een procedure enige waarde moeten ontvangen, hebben zij in een procedure niets of minder te verliezen en zelfs een prikkel om het daarop te laten aankomen om te proberen daarin méér af te dwingen dan zij onder het schikkingsvoorstel krijgen aangeboden.

7.5 Explanatory statement

De oproeping van crediteuren voor de door de rechter gelaste vergadering moet vergezeld gaan van een toelichting die het effect van de voorgestelde *scheme* beschrijft alsmede de belangen van bestuurders van de vennootschap en het effect van de *scheme* op die belangen (de zogenoemde “*explanatory statement*”).⁶⁰³ De inhoud van de *explanatory statement* moet voldoende zijn om een crediteur in staat te stellen te beoordelen of de voorgestelde *scheme* in zijn belang is en om tot een geïnformeerde beslissing te komen over de voor- en nadelen van de *scheme*.⁶⁰⁴

Anders dan in de Amerikaanse *Chapter 11* procedure is geen voorafgaande rechterlijke goedkeuring van de te verstrekken informatie vereist. Indien de *explanatory statement* onvoldoende informatie bevat of misleidend is, kan dat later in het proces een reden voor de rechter vormen homologatie van de *scheme* te weigeren.⁶⁰⁵

7.6 Wie is bevoegd een *scheme of arrangement* aan te bieden?

Volgens de tekst van de *Companies Act 2006* mag behalve de vennootschap zelf, ook de *administrator* van de vennootschap alsmede iedere crediteur of aandeelhouder een *scheme* aanbieden.⁶⁰⁶

Buiten het kader van een formele insolventieprocedure is de bevoegdheid van een crediteur om een akkoord aan te bieden echter van weinig praktische betekenis. In de eerste plaats heeft de rechtspraak uitgemaakt dat voor het homologeren van een *scheme* die een crediteur buiten het kader van een formele insolventieprocedure

⁶⁰³ Companies Act 2006, s 897.

⁶⁰⁴ Re Heron International NV and others [1994] 1 BCLC 667; zie in dit verband ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 33 e.v.

⁶⁰⁵ Re Dorma, Long & Co Ltd [1934] Ch 635 en re Phosphate Co-operative Co of Australia v Shears [1988] 14 ACLR 323; re Somji v Cadbury Schweppes plc [2001] 1 BCLC 498; zie ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 70.

⁶⁰⁶ Companies Act 2006, s 896(2).

heeft aangeboden de instemming van de vennootschap is vereist (gegeven bij besluit van het bestuur of de algemene vergadering van aandeelhouders).⁶⁰⁷

Dit laat zich mogelijk verklaren door het feit dat een *scheme of arrangement* geen zuiver insolventierechtelijk instrument is maar primair een vennootschapsrechtelijk instrument dat (ook) is toe te passen bij vennootschappen die volledig solvent zijn. Buiten het kader van een formele insolventieprocedure is nog niet vastgesteld dat de schuldeisers bevoegd zijn zich op het vermogen van de schuldenaar te verhalen. De voorgestelde aanspraken uit hoofde van het aangeboden akkoord zijn dan niet af te leiden uit meeromvattende verhaalsrechten van de crediteuren die ook zonder instemming van de schuldenaar bestaan en zijn uit te oefenen. Voor zover de aanspraken uit hoofde van het akkoord een wijziging inhouden van de rechtsverhouding met de schuldenaar, zal instemming van de schuldenaar daarvoor nodig zijn. Zie ook paragraaf 3.6.1 hiervoor. Uit het voorgaande volgt dat de rechter voor de eis van instemming van de vennootschap in de plaats had kunnen stellen de eis dat de vennootschap financieel in staat van insolventie verkeert. De bevoegdheid van crediteuren om bij een financieel insolvente vennootschap een akkoord aan te bieden, zou dan meer betekenis hebben en niet kunnen worden uitgehold door een tegenwerkende schuldenaar of aandeelhouder.

Daarnaast wordt erop gewezen dat een crediteur of aandeelhouder buiten een insolventieprocedure zonder medewerking van de vennootschap feitelijk niet in staat is aan de informatieverplichting uit hoofde van de *explanatory statement* te voldoen.

Binnen het kader van een formele insolventieprocedure is voor de totstandkoming van een *scheme* de instemming van de *administrator* vereist. De *administrator* kan de derde die een *scheme* wenst aan te bieden toegang tot de noodzakelijke informatie verschaffen.⁶⁰⁸

Buiten het kader van een formele insolventieprocedure hebben derden derhalve, zonder medewerking van de vennootschap of aandeelhouders, feitelijk niet de mogelijkheid een (concurrerend) akkoord aan te bieden. Zij hebben effectief alleen de mogelijkheid om een concurrerend akkoord aan te bieden binnen het kader van een insolventieprocedure. De negatieve publiciteit en schade die een formele

⁶⁰⁷ Re Savoy Hotel Ltd [1981] 3 All ER 646. Zie ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 21 en 33.

⁶⁰⁸ G. O'Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 46.

meeromvattende insolventieprocedure doorgaans met zich brengt, zal hen daar veelal van weerhouden.

7.7 Wie kan een *scheme of arrangement* binden?

Een *scheme of arrangement* kan in principe aandeelhouders en alle soorten crediteuren binden, inclusief preferente en gecureerde crediteuren. Een *scheme* bindt ook crediteuren met voorwaardelijke vorderingen.⁶⁰⁹ Een *scheme* heeft echter geen werking op toekomstige vorderingen, dat wil zeggen vorderingen die nog niet, ook niet voorwaardelijk, bestonden ten tijde van de beslissing van de rechter om crediteurenvergaderingen bijeen te roepen.⁶¹⁰ Een *scheme* bindt slechts de juridische houder van een vordering, dus de formele schuldeiser. Een *scheme* bindt niet de economische gerechtigde (*beneficial owner*) tot een vordering.⁶¹¹

De vennootschap is vrij om zelf te bepalen tot wie het akkoord zich richt en wie het zal binden.⁶¹² Zij hoeft niet alle aandeelhouders of crediteuren bij het akkoord te betrekken, maar kan de groep betrokkenen beperken tot een deelverzameling naar eigen keuze.

7.8 Stemmen in klassen

Omdat het akkoord partijen met verschillende soorten rechten kan binden, wordt er in principe gestemd in klassen. Crediteuren in wier rechten het akkoord geen wijziging brengt, hoeven niet bij de stemming te worden betrokken.⁶¹³ De vergaderingen waarbij er wordt gestemd hoeven geen fysieke vergaderingen te zijn, maar kunnen ook digitale bijeenkomsten zijn.⁶¹⁴

De hoofdregel bij de klassenformatie is dat de klasse beperkt moet zijn “*to those persons whose rights are not so dissimilar as to make it impossible for them to*

⁶⁰⁹ Re Midland Coal, Coke & Iron Co [1895] 1 Ch 267.

⁶¹⁰ Re B&S Distributors Pty Ltd (1986) 5 NSWLR 492. Bij een CVA is dit anders. Toekomstige vorderingen vallen wel onder de werking van een CVA; Re Cancell Ltd [1996] 1 All ER 36. Zie in dit verband ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 198.

⁶¹¹ Re Lehman Brothers International (Europe) [2009] EWCA Civ 1161; zie ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 183 – 184.

⁶¹² Re Garuda [2001] EWCA 1869; Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch); J. Payne, Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 11.

⁶¹³ Re United Provident Assurance Company Ltd [1910] 2 Ch 477; Sea Assets Ltd v Perusahaan Perseroan (Persero) PT Perusahaan Penerbangan Garuda Indonesia [2001] EWCA Civ 1696.

⁶¹⁴ Re Altitude Scaffolding Ltd [2006] EWHC 1401 (Ch); [2006] BCC 904; J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 40.

consult together with a view to their common interest".⁶¹⁵ Het gaat daarbij om de vraag of de rechten die onder het akkoord wijziging ondergaan of de nieuwe rechten die het akkoord toekent zo verschillend zijn dat het akkoord als een regeling moet worden beschouwd met meer dan één klasse.⁶¹⁶ Relevant is derhalve niet alleen de vergelijkbaarheid van de oude rechten maar ook de vergelijkbaarheid van de nieuwe rechten onder het akkoord. Partijen wier rechten (oud én nieuw) voldoende vergelijkbaar zijn "*that they can consult together with a view to their common interest*" mogen in dezelfde klasse worden geplaatst.⁶¹⁷ Indien de *scheme* crediteuren met vergelijkbare rechten verschillend behandelt, kan dit een reden vormen om deze crediteuren in separate klassen onder te brengen.⁶¹⁸

Bij de klassenindeling gaat het in beginsel alleen om de vergelijkbaarheid van de (oude en nieuwe) juridische rechten. Het gaat niet om de vergelijkbaarheid van de belangen of de positie van de crediteuren voor het overige.⁶¹⁹ Zie in dit verband ook paragraaf 4.3.2 hiervoor.

Hierboven in paragraaf 4.3.4 is reeds kort aan de orde gekomen in welke situaties men de rechten van crediteuren moet vergelijken om vast te stellen of zij voldoende vergelijkbaar zijn om in dezelfde klasse te worden geplaatst. Met andere woorden: moet men de rechten van de crediteuren vergelijken in geval van insolventie (indien de *scheme* faalt) of in geval van solventie (indien de *scheme* slaagt)? Deze vraag duidt men in het Engelse recht aan als de vraag naar de "*correct comparator*".⁶²⁰ Zoals hiervoor werd aangegeven, komt het er in het kort op neer dat, indien men een *scheme* gebruikt voor de herstructurering van een insolvente onderneming, men voor de klassenindeling de rechten van de crediteuren moet vergelijken in geval van faillissement (*winding up*). Gebruikt men een *scheme* daarentegen voor een herstructurering van een solvente onderneming dan moet men de rechten van crediteuren vergelijken in solvente toestand van de vennootschap. Men moet voor

⁶¹⁵ Re Sovereign Life Assurance Company v Dodd [1892] 2 QB 573; re Hawk Insurance Co Ltd [2001] EWCA Civ 241, [2001] 2 BCLC 480.

⁶¹⁶ Re Hawk Insurance Co Ltd [2001] EWCA Civ 241.

⁶¹⁷ Zie hierover ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, par. 2.3.2.

⁶¹⁸ Re Anglo American Insurance Co Ltd [2001] 1 BCLC 755; zie hierover ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 51 en p. 200.

⁶¹⁹ Re UDL Holdings Ltd. [2002] 1 HKC 172; re Telewest Communications Plc (No. 1) [2004] EWHC 924 (Ch) en re Industrial Equity (Pacific) Ltd (1991) 2 HKLR 614. Zie voorts J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 48: "*In determining the issue whether separate meetings should be held for members and creditors the courts have focused on the rights of individuals, not their interests*" onder verwijzing naar *Re UDL Holdings Ltd* [2002] 1 HKC 172 ("*the test is based on the similarity or dissimilarity of rights and not the similarity or dissimilarity of interests*").

⁶²⁰ Vgl. J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. par. 2.3.2.2 en p. 201 – 202 en C. Pilkington, Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring, Sweet & Maxwell, 20013, par. 5.4.3.

de klasseindeling dus vaststellen of men te maken heeft men een *solvent of insolvent scheme*.⁶²¹

Indien een crediteur rechten in meer dan één klasse houdt (*cross-holdings*), rechtvaardigt dat niet noodzakelijkerwijs dat hij in een aparte klasse wordt geplaatst. Wel kan de rechter in het kader van de homologatie stemmen van crediteuren buiten beschouwing laten, indien het stemgedrag niet representatief is voor de betrokken klasse maar is ingegeven door eigen persoonlijke belangen of louter ter bevordering van een belang in een andere klasse.⁶²²

Omdat, zoals wij hieronder zullen zien, voor de totstandkoming van een *scheme of arrangement* instemming nodig is van iedere klasse, bestaat er een prikkel om klassen zo groot mogelijk te maken. De rechter gaat hier in zekere mate in mee en is bereid de grenzen van de klasse betrekkelijk ruim te trekken om te voorkomen dat er onnodig veel minderheidsgroepen ontstaan die ieder een vetorecht verkrijgen.⁶²³ Deze rekkelijkheid ontstaat omdat onder het Engelse recht niet de mogelijkheid bestaat om het akkoord aan tegenstemmende klassen op te leggen. In de *Chapter 11* procedure is de dynamiek veelal omgekeerd. Omdat voor het verkrijgen van toegang tot de *cram down* procedure in *Chapter 11* de instemming nodig is van ten minste één klasse, bestaat er een prikkel om één of meer klassen te verkleinen en daarmee de kans te vergroten op tenminste één klasse die vóór stemt.⁶²⁴ Dat hierdoor een veelheid aan kleinere klassen kan ontstaan met ieder een eigen vetorecht is in *Chapter 11* minder bezwaarlijk althans overkomelijk vanwege de *cram down* mogelijkheid.

De rechter weigert homologatie van een *scheme* indien de klassen onjuist zijn samengesteld.⁶²⁵ In het verleden werd de juistheid van de klassenformatie pas getoetst in het kader van de homologatie. In de zaak *re Hawk Insurance* weigerde de rechter homologatie wegens onjuist klassensamenstelling en stelde hij vast dat het inefficiënt is om de klassenformatie pas in een zo laat stadium van de procedure

⁶²¹ Zie verder J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, par. 2.3.2.2 en C. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Sweet & Maxwell, 20013, par. 5.4.3.

⁶²² *Re UDL Holdings Ltd.* [2002] 1 HKC 172; *Re Chevron (Sydney) Ltd* [1963] VR 249.

⁶²³ *Re Cattles Plc* [2010] EWHC 3611 (Ch); *re Hawk Insurance Co Ltd* [2001] EWCA Civ 241; zie ook Ch. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Sweet & Maxwell 2013, p. 70.

⁶²⁴ D. A. Dandeneau, *Developing and Soliciting Votes on a Confirmable Plan of Reorganization in Chapter 11 Cases*, September 5, 2013, p. 779 e.v. met verdere verwijzingen.

⁶²⁵ *Re Marconi Corporation plc and Marconi plc* [2003] EWHC 1083.

te beoordelen.⁶²⁶ Naar aanleiding van deze zaak hebben Engelse rechtbanken een zogenaamde “*Practice Direction*” uitgevaardigd die voorschrijft dat de vennootschap mogelijke kwesties rondom klassensamenstelling zo vroeg mogelijk onder de aandacht van de rechter dient te brengen om te worden beslecht.⁶²⁷ Op basis hiervan worden kwesties omtrent de klassenformatie beslist in het kader van de eerste zitting over het verzoek tot bijeenroepen van de voorgenomen vergaderingen.

7.9 Stemmen door *bondholders*

Zoals ook onder Nederlands recht, zijn onder het Engelse recht in beginsel alleen de crediteuren stemgerechtigd die in formeel juridische zin als schuldeiser van de vennootschap hebben te gelden.⁶²⁸ Bij obligaties kan dit tot problemen leiden. Obligaties worden veelal uitgegeven in de vorm van een *global note* die wordt uitgegeven aan en gehouden door een *trustee* of de *common depository* van het clearing systeem. Deze *trustee* of *common depository* houdt de juridische vordering onder de uitgeven *global note* en heeft dan ook in formeel juridische zin als schuldeiser te gelden. De obligatiehouders houden als *beneficial owners* slechts het economische belang in de uitgegeven obligaties en zijn formeel juridisch niet als schuldeiser van de vennootschap aan te merken. In *re Dunderland Iron Ore Co Ltd* heeft de Engelse rechter bevestigd dat houders van obligatiekapitaal niet als schuldeisers van de vennootschap waren aan te merken en dat uitsluitend de *trustee* als crediteur had te gelden.⁶²⁹

Dit kan tot allerlei complicaties aanleiding geven. Het is in de regel de bedoeling dat de aan de obligaties verbonden zeggenschap aan de *bondholders* en niet aan de *trustee* of *common depository* toekomt. De *common depository* of *trustee* is vaak niet bereid of bevoegd om namens *bondholders* te stemmen. Indien de *trustee* of *common depository* voor de *bondholders* stemt, rijst de vraag of de *trustee* of *common depository* als enkele crediteur zowel vóór als tegen het akkoord mag stemmen in de verhouding van de vóór- en tegenstemmers binnen de groep van

⁶²⁶ Re Hawk Insurance Co Ltd [2001] EWCA Civ 241.

⁶²⁷ Practice Statement (Ch D: Schemes of Arrangement with Creditors) [2002] 1 W.L.R. 1345.

⁶²⁸ J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 40: “*In both creditor schemes and member schemes it is the person who is the legal rather than the beneficial owner of the economic interest that will be a party to the scheme. (...) This potential disjunction between economic interest and the legal interest in a security can be problematic. It is very common for the legal and economic interest in securities to be split.*”

⁶²⁹ Re Dunderland Iron Ore Co Ltd [1909] 1 Ch 446.

achterliggende *bondholders*.⁶³⁰ Het feit dat slechts de *trustee* of *common depository* tot stemmen bevoegd is, en daarmee slechts als één crediteur telt, kan ook problemen opleveren bij het behalen van de vereiste meerderheid in aantal.⁶³¹

De voorwaarden van veel voorkomende Europese obligaties bepalen dat in geval van verzuim de *bondholders* het recht hebben te bepalen dat de *global note* komt te vervallen en te verlangen dat certificaten, die een vordering op de uitgevende instelling belichamen, rechtstreeks aan de *bondholders* worden uitgegeven. In dergelijke gevallen is de Engelse rechter bereid gebleken *bondholders* als voorwaardelijke crediteuren aan te merken en als zodanig tot de stemming toe te laten.⁶³² Het is uiteraard niet toegelaten dat twee crediteuren op dezelfde vordering stemmen. Om de mogelijkheid uit te sluiten dat zowel de *common depository* of *trustee* als de *bondholders* als voorwaardelijke crediteuren stemmen, worden in de praktijk verklaringen van de *common depository* en/of *trustee* verlangd dat deze van de uitoefening van hun stemrecht afzien.⁶³³

7.10 Wanneer is een *scheme of arrangement* aangenomen?

Een *scheme* geldt als aangenomen indien iedere klasse vóór heeft gestemd. Een klasse heeft vóór gestemd indien i) een gewone meerderheid van de crediteuren die een stem hebben uitgebracht vóór heeft gestemd (*head count*) en ii) deze meerderheid gezamenlijk 75% van het bedrag vertegenwoordigt van de vorderingen van de crediteuren van de desbetreffende klasse die een stem hebben uitgebracht.⁶³⁴

Voor het bepalen van de meerderheid tellen dus in de noemer uitsluitend mee de crediteuren en de vorderingen van de crediteuren die daadwerkelijk een stem hebben uitgebracht. Crediteuren en vorderingen van crediteuren die geen stem hebben uitgebracht, tellen in de noemer niet mee. Er geldt geen quorum eis.⁶³⁵ Dit

⁶³⁰ In *Re Equitable Life Assurance Society* [2002] EWHC 140 (Ch) heeft de Engelse rechter een dergelijke splitsing van de stem toegelaten.

⁶³¹ Zie in dit verband ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 186 – 187 die ook om deze reden afschaffing van de headcount test bepleit.

⁶³² *Re Castle Holdco 4 Limited* [2009] EWHC 3919; *Re Gallery Capital SA*, 21 April 2010.

⁶³³ Zie bijvoorbeeld *Re Hellas Telecommunications (Luxembourg) V* [2010] EWHC 2857 en *Re Castle Holdco 4 Limited* [2009] EWHC 3919.

⁶³⁴ *Companies Act 2006*, s 899.

⁶³⁵ Vgl. *re Cape Plc* [2006] EWHC 1316 (Ch); [2007] 2 B.C.L.C. 546. In deze zaak stelde de rechter vast dat aan de meerderheidseis was voldaan en dat daaraan niet afdeed dat slechts circa 25% van de crediteuren een stem hadden uitgebracht. Zie ook *Re Orisis Insurance Ltd* [1991] 1 BCLC 182 waarin slechts 35 van de 971

voorkomt in principe het probleem dat een akkoord niet tot stand kan komen als gevolg van gebrek aan participatie (uit desinteresse of anderszins).⁶³⁶ De rechter kan een lage opkomst echter wel laten meewegen bij de beslissing over de homologatie van het akkoord.⁶³⁷ Om te voorkomen dat de rechter de homologatie wegens een te lage opkomst weigert, doet de schuldenaar er goed aan zich maximaal in te spannen om een zo groot mogelijke participatie te bewerkstelligen.

7.11 Sanctioning - alleen mogelijk als *scheme* is aangenomen

7.11.1 *Overzicht van de criteria*

Indien alle klassen het akkoord met de vereiste meerderheid hebben aangenomen, is de rechter bevoegd het verzoek tot homologatie (*sanctioning*) van het akkoord in behandeling te nemen.

Iedere partij die daarbij belang heeft, kan tegen de homologatie van het akkoord bezwaar maken. Dat kunnen aandeelhouders, crediteuren, maar ook derden zijn.⁶³⁸ Indien de rechter een bezwaar gegrond acht, kan hij behalve homologatie weigeren ook de homologatiezitting aanhouden en bevelen dat het akkoord opnieuw aan de betrokken crediteuren wordt voorgelegd of bevelen dat het akkoord op onderdelen wordt aangepast als voorwaarde voor homologatie.⁶³⁹ De rechter kan daarbij echter alleen kennelijke misslagen (“*obvious mistakes*”) corrigeren. Hij heeft geen bevoegdheid om de materiële inhoud van het akkoord te wijzigen en partijen daarmee te binden aan een regeling waarmee zij niet bij meerderheidsbesluit hebben ingestemd.⁶⁴⁰

stemgerechtigden een stem uitbracht en *Re British Aviation Insurance Co Ltd* waarin slechts 15% van de stemgerechtigden stemde.

⁶³⁶ Absenteïsme vormt onder het huidige Nederlandse recht, in ieder geval volgens de letterlijke tekst van de wet, wel een probleem omdat voor de vereiste meerderheid in bedrag niet slechts een meerderheid vereist is van het bedrag dat ter vergadering vertegenwoordigd is, maar een meerderheid van het totale bedrag aan erkende en toegelaten vorderingen (ongeacht of deze vorderingen ter vergadering vertegenwoordigd zijn of niet). Indien niet meer dan de helft van het totale bedrag ter vergadering vertegenwoordigd is, is de vereiste meerderheid per definitie niet te behalen (ook al stemt 100% van de crediteuren die ter vergadering zijn verschenen vóór). Vgl. artikel 145 en 268 Fw.

⁶³⁷ *Re Alabama, New Orleans Texas & Pacific Junction Railway Co* [1891] 1 Ch. 213.

⁶³⁸ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 69.

⁶³⁹ *Re Canning Jarrah Timber Co (Western Australia) Ltd* [1900] 1 Ch 708; *Re Expro International Group plc* [2008] EWHC 1543 (Ch).

⁶⁴⁰ *Re Kempe v Ambassador Insurance Co* [1998] 1 WLR 271; *re Hawk Insurance Company Ltd* [2001] EWCA Civ 241.

Bij het beantwoorden van de vraag of het akkoord voor homologatie in aanmerking komt, toetst de rechter of:⁶⁴¹

- i) aan alle wettelijke vereisten is voldaan;
- ii) de aanwezigen tijdens de vergadering de desbetreffende klasse eerlijk hebben vertegenwoordigd (“*fairly represented*”) en de meerderheid *bona fide* heeft gehandeld en de minderheid niet heeft onderdrukt om eigen belangen te bevorderen die botsen met de belangen van de klasse (“*fairness test*”);⁶⁴²
- iii) een eerlijk en integer persoon die handelt in zijn eigen belang redelijkerwijs met de commerciële inhoud van het akkoord zou instemmen;⁶⁴³ en
- iv) het akkoord niet “besmet” is (geen “*blot*”).⁶⁴⁴

Vergelijkt men deze criteria met die van *Chapter 11*, dan moet men voor ogen houden dat de Engelse rechter een *scheme* alleen mag homologeren indien het akkoord is aangenomen, dat wil zeggen: indien alle klassen vóór hebben gestemd. De Engelse rechter kan het akkoord niet homologeren indien één of meer klassen het akkoord hebben verworpen. Onder de Engelse regeling bestaat geen *cram down* bevoegdheid. De criteria voor homologatie van een *scheme* zijn dan ook alleen zinvol te vergelijken met de Amerikaanse criteria voor *confirmation* van een *consensual plan*, waarvan de belangrijkste de *best interests test* en de *feasibility test* zijn.

7.11.2 Voldaan aan de formele vereisten en de definitie van “arrangement”

De rechter moet allereerst toetsen of aan alle formele vereisten is voldaan, waaronder of aan hem bevoegdheid (“*jurisdiction*”) toekomt om het akkoord in behandeling te nemen, aan crediteuren voldoende informatie is verstrekt om hen in staat te stellen een geïnformeerde beslissing te nemen, de klassen op de juiste wijze zijn samengesteld en de vereiste meerderheden zijn behaald.⁶⁴⁵

⁶⁴¹ Re TDG plc [2009] 1 BCLC 445; Re Telewest Communications Ltd (No 2) [2004] EWHC 1466 (Ch).

⁶⁴² “It must be satisfied that (...) the class (...) was fairly represented by those who attended the meeting, and the statutory majority are acting bona fide and not coercing the minority in order to promote interests adverse to those of the class they purport to represent.”

⁶⁴³ “An intelligent and honest person, a member of the class concerned and acting in respect of his own interests, might reasonably approve the scheme.”

⁶⁴⁴ “There must be no blot on the scheme.”

⁶⁴⁵ Re Alabama, New Orleans, Texas and Pacific Junction Railway Co Ltd [1891] 1 Ch 213, 239; Re Anglo-Continental Supply Co Ltd [1922] 2 Ch 723; Re Dorman Long & Co Ltd [1934] Ch. 635.

Uit efficiëntie-overwegingen toetst de rechter sinds *re Hawk Insurance Co Ltd*.⁶⁴⁶ en de naar aanleiding daarvan uitgevaardigde *Practice Statement*⁶⁴⁷ reeds in het kader van de eerste zitting over het verzoek tot het bijeenroepen van de voorgestelde vergaderingen of de voorgestelde klassensamenstelling correct is. Hoewel de rechter de klassensamenstelling formeel ook weer toetst in het kader van de tweede zitting, bij de behandeling van de homologatie van het akkoord, zal de rechter de homologatie in de regel niet weigeren indien hij of een andere rechter de klassensamenstelling heeft beoordeeld en goedgevonden in het kader van de eerste zitting.

De rechter heeft geen bevoegdheid indien er geen sprake is van een “*arrangement*”. Om te kwalificeren als een “*arrangement*” moet het akkoord een element van “*give and take*” bevatten.⁶⁴⁸ Dit betekent dat de rechter geen bevoegdheid heeft kennis te nemen van een akkoord dat aan één of meer klassen rechten ontnemt zonder enige vorm van compensatie. De beoordeling van de bevoegdheid van de rechter omvat daarmee een inhoudelijke financiële minimumtoets.

7.11.3 *Fairly represented*

De rechter moet niet alleen nagaan of de klassen juist zijn samengesteld en de vereiste meerderheden zijn gehaald, maar ook of de stemuitkomst een eerlijke weerspiegeling (“*fair reflection*”) vormt van de opvattingen van de desbetreffende klasse. Dit ziet met name op belangenvermenging bij stemgerechtigden waarbij de belangen waardoor het stemgedrag is ingegeven, significant afwijken van of niet representatief zijn voor de belangen van de klasse. Andere belangen die het stemgedrag beïnvloeden dan de belangen die verband houden met de rechten van de soort van de desbetreffende klasse, worden aangeduid als *collateral interests*. *Collateral interests* kunnen zich bijvoorbeeld voordoen indien een crediteur belangen houdt in meerdere klassen (*cross-holdings*) en zijn stemgedrag in de ene klasse niet dient ter bevordering van zijn belangen als lid van die betreffende klasse maar louter ter bevordering van zijn belangen als lid van een andere klasse. De rechter mag stemmen buiten beschouwing laten van stemgerechtigden wier stemgedrag is ingegeven door persoonlijke of bijzondere belangen en daardoor niet

⁶⁴⁶ Re Hawk Insurance Ltd [2001] EWCA Civ 241, [2001] 2 BCLC 480.

⁶⁴⁷ Practice Statement (Ch D: Schemes of Arrangements with Creditors) [2002] 1 W.L.R. 1345; [2002] B.C.C. 355.

⁶⁴⁸ Re NFU Development Trust [1972] 1 All E.R. 35.

redelijkerwijs representatief (“*fairly representative*”) is voor de opvatting van de klasse als geheel.⁶⁴⁹

Het enkele feit dat er een lage opkomst is en slechts een klein deel van de crediteuren in de stemming participeert, vormt op zichzelf geen reden om aan te nemen dat de klasse niet “*fairly represented*” is.⁶⁵⁰

7.11.4 *Beoordeling commerciële inhoud – primaat van creditor democracy*

Als derde moet de rechter beoordelen of de commerciële inhoud van het akkoord zodanig is “*that an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest, might reasonably approve.*”⁶⁵¹

De Engelse rechter neemt daarbij als uitgangspunt dat de crediteuren zelf veel beter dan de rechter in staat zijn om te beoordelen wat in hun eigen commerciële belang is: “*(...) the creditors are much better judges of what is to their commercial advantage than the Court can be.*”⁶⁵² Indien de crediteuren voldoende tijd en informatie hebben gekregen om zich een oordeel over het akkoord te vormen, zal de rechter de meerderheidsbeslissing van de crediteuren in beginsel volgen.⁶⁵³

Zoals gezegd, de financiële minimumtoets die de rechter in het kader van de beoordeling van zijn bevoegdheid aanlegt, is of het akkoord voor alle klassen een element van *give and take* bevat. Op dit minimelement van *give and take* na, komt de homologatietoets erop neer dat de rechter vooral de wijze van totstandkoming van de besluitvorming toetst. Indien de rechter vaststelt dat de totstandkoming van de besluitvorming niet met gebreken behept is, geeft hij het primaat aan de “*creditor democracy*” en volgt hij het meerderheidsbesluit van de

⁶⁴⁹ UDL Argos Engineering & Heavy Industries Co Ltd v Li Oi Lin & ors [2001] HKEC 1440; Re Chevron (Sydney) Ltd [1963] VR 249; Re British Aviation Insurance [2005] EWHC 1621 (Ch); Re Wedgwood Coal & Iron Co (1877) 6 Ch. D. 627 Ch D; Re Landmark Corporation Ltd [1968] 1 NSW 759; Re BTR Plc [2000] 1 B.C.L.C. 740; Re PrimaCom Holdings GmbH v Credit Agricole [2011] EWHC 3746 (Ch); [2013] B.C.C. 201. Zie ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 74 - 77.

⁶⁵⁰ Re British Aviation Insurance Co Ltd [2005] EWHC 1621 (Ch); re TDG Plc [2008] 2334 (Ch).

⁶⁵¹ Re Alabama, New Orleans, Texas and Pacific Junction Railway Co Ltd [1891] 1 Ch 213; Re Anglo-Continental Supply Co Ltd [1922] 2 Ch 723; Dorman Long & Co Ltd [1934] Ch 635; Re National Bank Ltd [1966] 1 WLR 819.

⁶⁵² Re English Scottish and Australian Chartered Bank [1893] 3 Ch 385; vgl. ook re Dorman Long & Co Ltd [1934] Ch. 635.

⁶⁵³ Re English Scottish and Australian Chartered Bank [1893] 3 Ch 385; G. O’Dea, Schemes of Arrangement, Oxford University Press, 2012, p. 55.

crediteuren.⁶⁵⁴ “*Unless something is glaringly wrong with the scheme the principle of creditor democracy ought to be respected*”.⁶⁵⁵

7.11.5 *Geen blot*

De toets dat er geen “*blot*” aan het akkoord mag kleven, beoogt aan te geven dat de rechter homologatie van het akkoord ook op andere gronden mag weigeren indien daartoe aanleiding bestaat. Voorbeelden in de rechtspraak zijn gevallen waarin het akkoord doeloverschrijding bij de vennootschap zou veroorzaken⁶⁵⁶ of gevallen waarin het akkoord tot een ernstige schending van een contract met een derde zou leiden.⁶⁵⁷ De rechter heeft de bevoegdheid aan de homologatie van het akkoord voorwaarden te verbinden.⁶⁵⁸

Nadat de rechter het akkoord heeft gehomologeerd en de homologatiebeslissing is gedeponereerd bij de “*Registrar of Companies*”, wordt het akkoord bindend voor de vennootschap⁶⁵⁹ en voor ieder tot wie het akkoord zich richt.⁶⁶⁰

7.12 *Cram down van out of the money klassen bereikt via transfer schemes*

Met een Engelse *scheme of arrangement* is het op zichzelf niet mogelijk om de juridische rechten van *out of the money* crediteuren te ontnemen en hen uit de structuur te verwijderen, althans niet zonder deze crediteuren toch enige waarde toe te kennen en hun meerderheidssteun op die manier te verwerven.

Ten eerste heeft de rechter geen bevoegdheid om een akkoord te homologeren dat aan bepaalde crediteuren enkel rechten ontnemt zonder compensatie (zonder een element van *give and take*).⁶⁶¹

⁶⁵⁴ C. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Sweet & Maxwell 2013, p. 103.

⁶⁵⁵ *Re McCarthy & Stone Plc* [2009] EWHC 1116 (Ch); *re National Bank Ltd* [1966] 1 W.L.R. 819; zie ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 78: “*The court should be very slow to interfere with the expression by the scheme creditors of what they believed to be in their best interests. It will therefore be extremely rare for the court to exercise its discretion to refuse to sanction a scheme that has been approved by the correct majority of members / creditors, where the classes are correctly constituted and where there is no suggestion that the majority did not represent the class.*”

⁶⁵⁶ *Re Oceanic Steam Navigation Company Ltd* [1939] 1 Ch 41.

⁶⁵⁷ *Re MB Group plc* [1989] BCLC 672.

⁶⁵⁸ *Re Canning Jarrah Timber Co (Western Australia) Ltd* [1900] 1 Ch 708.

⁶⁵⁹ *Re Nicholl v Eberhardt Co* (1888) 59 LT 860; *Barclays Bank plc v British Commonwealth Holdings plc* [1996] 1 BCLC 1.

⁶⁶⁰ Companies Act 2006, s 899(4).

⁶⁶¹ Zie hiervoor paragrafen 7.4, 7.11.1 en 7.11.2.

Daarnaast moeten onder de Engelse *scheme of arrangement* alle klassen vóór stemmen. Indien het akkoord formeel wijziging brengt in de juridische rechten van *out of the money* crediteuren moeten deze bij het akkoord worden betrokken en meestemmen, ook al zijn zij *out of the money*. Het valt niet te verwachten dat een klasse aan wie uitsluitend rechten worden ontnomen, vóór het akkoord zal stemmen. Een tegenstemmende *out of the money* klasse kan daarmee de totstandkoming van een akkoord blokkeren. Anders dan de Amerikaanse *Chapter 11* procedure, biedt de Engelse regeling de rechter niet de mogelijkheid om het akkoord aan een tegenstemmende klasse op te leggen.⁶⁶²

Een mogelijke verklaring voor het feit dat de Engelse *scheme* regeling geen *cram down* mechanisme bevat, is het feit dat een *scheme* geen toegesneden insolventie-instrument is. De mogelijkheid om in ieder geval een tegenstemmende *out of the money* klasse aan een gerechtelijke *cram down* beslissing te onderwerpen is een typisch insolventierechtelijk fenomeen. De toevoeging van deze gerechtelijke bevoegdheid aan een in beginsel democratische akkoordregeling is noodzakelijk vanwege het inherente waardetekort dat zich in de regel bij insolventie manifesteert en de onmogelijkheid die zich anders voordoet om de beschikbare waarde alleen aan diegene toe te delen die daarop aanspraak hebben. Zie in dit verband ook paragraaf 4.1 hiervoor.

De techniek die in Engeland wordt gebruikt om *out of the money* crediteuren uit de structuur te verwijderen, is een (executie-)overdracht van de relevante activa aan een “*Newco*”.⁶⁶³ De *in the money* crediteuren verkrijgen een belang in *Newco* (in de vorm van schuldinstrumenten, aandelen of een combinatie daarvan). De *out of the money* crediteuren blijven met juridisch ongewijzigde rechten in de oude lege vennootschap achter.

Voor de overdracht als zodanig en daarmee de “onteigening” van de crediteuren die achterblijven, is een *scheme* op zich niet nodig. Een *scheme* is nodig om eventuele dissidente *in the money* crediteuren bij meerderheidsbesluit te dwingen door te financieren: zij worden gedwongen met een vergoeding anders dan in contanten genoeg te nemen, namelijk in de vorm van een belang (een nieuw

⁶⁶² J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 12.

⁶⁶³ Zie J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 239 – 242 en 247 – 249; zie voorts J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 16 e.v. en G. O’Dea, *Craving a cram-down: why English insolvency law needs reforming*, *Journal of International Banking and Financial Law* (2009) 10 JIBFL 583.

schuldinstrument of aandelen) in *Newco*. Indien de dissidente crediteuren voor hun *in the money* belang in de vennootschap bij een overdracht van de onderneming aan *Newco* een vergoeding in geld zouden kunnen blijven verlangen, zou de onderneming moeten worden verkocht aan een derde tegen betaling in contanten of zouden de *in the money* crediteuren die wel bereid zijn door te financieren geld beschikbaar moeten stellen om de dissidente crediteuren tegen betaling in contanten uit te nemen (“*cash leakage*”). Een verkoop tegen betalingen in contanten is vaak niet mogelijk in de gegeven omstandigheden of binnen de gegeven tijd, althans niet tegen een aanvaardbare prijs. Crediteuren die nog wel bereid zijn door te financieren (door uitstel te verlenen of hun vorderingen om te zetten in nieuwe schuldinstrumenten of aandelen) zijn meestal niet bereid om extra geld ter beschikking te stellen om tegenwerkende crediteuren een “*exit*” te geven die zij zelf ook het liefst hadden gewild. Een *scheme* wordt daarom ingezet om de meerderheid van de *in the money* crediteuren die wel bereid is door te financieren in staat te stellen de minderheid die dat niet is, te binden.

Indien het nodig is om zowel *out of the money* crediteuren uit de structuur te verwijderen als om een dissidente minderheid van de *in the money* crediteuren te dwingen (in *Newco*) door te financieren, wordt een *scheme* met een overdracht gecombineerd. De overdracht vindt veelal plaats door middel van executie van zekerheidsrechten of een “*pre-packaged administration*” (*pre-pack*). Men duidt dit aan als een “*transfer scheme*”.⁶⁶⁴

Zoals eerder opgemerkt, hoeft de vennootschap crediteuren in wier rechten het akkoord geen juridische wijziging brengt in beginsel niet bij het akkoord te betrekken en te laten meestemmen.⁶⁶⁵ Crediteuren die het akkoord met ongewijzigde juridische rechten in de oude vennootschap achterlaat, hoeven daarom in beginsel niet bij het akkoord te worden betrokken en nemen niet deel aan de stemming. Zij hebben echter wel de mogelijkheid om op “*unfairness grounds*” tegen de homologatie van het akkoord bezwaar te maken.⁶⁶⁶ Stelt de rechter in het kader van de homologatie vast dat zij *out of the money* zijn, dan verklaart hij het bezwaar

⁶⁶⁴ Voorbeelden zijn de herstructurering van McCarthy & Stone, Wind Hellas, My Travel, en IMO Car Wash; zie hierover ook J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 16 e.v. en G. O’Dea, *Craving a cram-down: why English insolvency law needs reforming*, *Journal of International Banking and Financial Law* (2009) 10 JIBFL 583.

⁶⁶⁵ Re Garuda [2001] EWCA 1869; Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch).

⁶⁶⁶ Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch); Zie in dit verband ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 43 – 45 en p. 190.

ongegrond en *vice versa*.⁶⁶⁷ Dit leidt tot een waarderingsdiscussie. De “*valuation fight*” in het kader van de *IMO Car Wash* zaak is daarvan een bekend voorbeeld.⁶⁶⁸

Een overdracht is niet altijd mogelijk of praktisch wenselijk.⁶⁶⁹ Het ontbreken van een *cram down* mechanisme naar Amerikaans voorbeeld waarmee men met een akkoord zelf, zonder overdracht, tegenstemmende *out of the money* klassen uit de kapitaalstructuur van de bestaande vennootschap kan verwijderen, wordt als een gemis ervaren. Er wordt dan ook bepleit een dergelijk *cram down* mechanisme alsnog in de *Companies Act 2006* in te voeren.⁶⁷⁰ In haar consultatiedocument van mei 2016 heeft de Engelse regering zich bereid getoond aan deze roep uit de praktijk gehoor te geven en invoering van een *cram down* mechanisme in het Engelse recht te overwegen.⁶⁷¹

Een *transfer scheme* biedt slechts de mogelijkheid om af te rekenen met *out of the money* klassen. Het is niet mogelijk om een *scheme* op te leggen aan een tegenstemmende klasse die *in the money* is. Dit is een belangrijk verschil ten opzichte van de Amerikaanse procedure. In haar consultatiedocument van mei 2016 lijkt de Engelse regering alleen het oog te hebben op de mogelijkheid van *cram down* van tegenstemmende *out of the money* klassen.⁶⁷²

7.13 *In of out of the money – op basis van welke waardering?*

⁶⁶⁷ Re Tea Corporation Ltd [1904] 1 Ch 12; Re British & Commonwealth Holdings Plc (No 3) [1992] 1 WLR 672; Re My Travel Group plc [2004] EWHC 2741 (Ch); Re Bluebrook Ltd (IMO Car Wash) [2009] EWHC 2114 (Ch).

⁶⁶⁸ Zie in dit verband ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 43 – 45 en p. 190.

⁶⁶⁹ Zie ook J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 25 die erop wijst dat een transfer scheme geen oplossing biedt indien junior crediteuren zekerheden of garanties van over te dragen operationele werkmaatschappijen hebben gekregen. Zij omschrijft de noodzaak om een scheme te moeten combineren met een activatransactie als “*unwieldly*”. Zie in dezelfde zin ook Insolvency Service, *A Review of the Corporate Insolvency Framework*, May 2016, p. 23.

⁶⁷⁰ G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford 2012, p. 143; J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013; J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 45, 80 en par. 5.7; G. O’Dea, *Craving a cram-down: why English insolvency law needs reforming*, *Journal of International Banking and Financial Law* (2009) 10 JIBFL 583; zie ook de open brief van 8 mei 2008 van de European High Yield Association (EHYA) aan de Engelse Insolvency Service waarin de EHYA de invoering van een *cram-down* mechanisme bepleit. De brief wordt besproken in V. Finch, *The Dynamics of Insolvency Law: Three Models of Reform*, 3 *Law & Fin. Mkt. Rev.* 438 2009.

⁶⁷¹ Insolvency Service, *A Review of the Corporate Insolvency Framework*, May 2016, p. 23: “*The cram-down of a rescue plan onto ‘out of the money’ creditors is currently possible in the UK only through a costly mix of using a scheme of arrangement and an administration. The Government believes that developing a more sophisticated restructuring process with the ability to ‘cram down’ may facilitate more restructurings, and the subsequent survival of the entity as a going-concern.*”

⁶⁷² Insolvency Service, *A Review of the Corporate Insolvency Framework*, May 2016, p. 22 e.v.

De vraag rijst op basis van welke waardering een crediteur in het kader van een *transfer scheme* als *in of out of the money* moet worden aangemerkt. Op deze vraag bestaat naar Engels recht nog geen eenduidig antwoord.

In vergelijking tot het Amerikaanse recht is de rechtsvorming over waardering in het kader van herstructurering in Engeland, net zoals in Nederland, relatief onderontwikkeld.⁶⁷³ De reden hiervoor is dat het waarderingsvraagstuk in het kader van een herstructurering met name aan de orde komt bij gerechtelijke *cram down* van tegenstemmende klassen. De Engelse *scheme* regeling kent, zoals vaker opgemerkt, geen *cram down* mechanisme en *transfer schemes* zijn relatief “ruw” althans lenen zich slechts voor een beperkt aantal specifiek soort zaken⁶⁷⁴ en komen mede daardoor minder vaak voor. Over het waarderingsvraagstuk bestaat daarom onder het Engelse recht (net zoals onder het Nederlandse recht) betrekkelijk weinig rechtspraak.

In de zaken *Tea Corporation*⁶⁷⁵ en *My Travel*⁶⁷⁶ heeft de rechter geoordeeld dat, indien liquidatie het enige reële alternatief is, de vraag of een crediteur nog een economisch belang heeft, moet worden bepaald aan de hand van de liquidatiewaarde.⁶⁷⁷

Het principe dat de Engelse rechter in deze zaken heeft gehanteerd, namelijk dat liquidatiewaarde de aangewezen maatstaf is indien liquidatie het enige reële alternatief is, is naar mijn mening onjuist. Een akkoord wordt meestal juist aangeboden omdat het de mogelijkheid schept om méér dan de liquidatiewaarde te behouden. Dat het voorgestelde akkoord mogelijk de enige manier zou zijn om méér dan de liquidatiewaarde te realiseren, is irrelevant.⁶⁷⁸ Het gaat om de waarde die

⁶⁷³ In het kader van liquidatie speelt in de regel geen waarderingsdiscussie omdat bij een liquidatie de waardering in beginsel plaatsvindt door de markt. Zie ook paragrafen 3.4.2.2, 4.1, en 5.1 hiervoor.

⁶⁷⁴ In het bijzonder zaken waarbij de over te dragen activa aandelen in dochtervennootschappen zijn en de achter te laten schuld alleen op holdingniveau bestaat of sprake is van een LMA financiering met een effectieve “*release*” bepaling die voorziet in verval van (garantie)verplichtingen en zekerheden op activa van de over te dragen groepsmaatschappijen.

⁶⁷⁵ Re *Tea Corporation Ltd* [1904] 1 Ch 12.

⁶⁷⁶ Re *My Travel Group plc* [2004] EWHC 2741 (Ch).

⁶⁷⁷ Zie hierover kritisch M. Crystal QC and R. J. Mokal, *The Valuation of Distressed Companies – A Conceptual Framework*, (2006) 3, *International Corporate Rescue*, Issues 2 and 3; zie voorts N. Segal, *Schemes of Arrangement and Junior Creditors – does the US approach to valuations provide the answer?*, *Insolvency Intelligence* 2007, 49; S. Paterson, *Bargain in Financial Restructuring: Market Norms, Legal Rights and Regulatory Standards*, (2014) 14(2) *Journal of Corporate Law Studies*, par. 2.

⁶⁷⁸ Zie anders: J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 26.

met het akkoord daadwerkelijk wordt gerealiseerd. Waarom zouden crediteuren die op basis van de daadwerkelijk gerealiseerde waarde nog een aanspraak hebben, van die aanspraak verstoken moeten blijven?⁶⁷⁹

In de meer recente *IMO Car Wash* zaak werd de vraag of de betrokken mezzanine financiers *in of out of the money* waren, bepaald aan de hand van de *going concern* waarde.⁶⁸⁰ De feiten in de *Tea Corporation* en de *My Travel* zaak worden gezien als atypisch. De *IMO Car Wash* zaak, die een meer typische casus betrof, wordt als leidend gezien. Pilkington schrijft in dit verband:⁶⁸¹

“The leading case to address which standard of valuation should be used in schemes of arrangement is Re Bluebrook Ltd (also referred to as IMO Car Wash). (...) Whilst the schemes in Re Tea Corp and Re My Travel involved very fact-specific circumstances, in particular that liquidation was the only realistic alternative, IMO Car Wash represents a more typical scenario, as there were a number of possible strategic alternatives for the company. In such cases, the starting point is that the proponents of a scheme should use a going concern basis to evidence that the relevant junior creditors have no economic interest in the business.”

O’Dea meent eveneens dat liquidatiewaarde in dit soort gevallen niet het aangewezen uitgangspunt is:⁶⁸²

“In the author’s view the major point to take away from the IMO case in respect of valuation is that in effecting a secured debt transfer scheme it would be unwise to rely upon liquidation valuations. This is because liquidation valuations will invariably favour the arguments of the senior creditors that they should receive all of the scheme consideration, and the junior creditors should receive nothing.”

⁶⁷⁹ Zie in dit verband ook paragrafen 3.4.7.2, 3.4.7.3, en 8.9.6.2.

⁶⁸⁰ Zie hierover ook E.W. Purcell and A. Boyce, *The Courts Speak on Valuation in Restructurings: IMO Car Wash, SAS and Wind Hellas Lessons*, *International Corporate Rescue*, 2010, Volume 7, Issue 2.

⁶⁸¹ C. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Sweet & Maxwell, 2013, p. 112 en 116.

⁶⁸² G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 145; zie ook G. O’Dea, *Craving a cram-down: why English insolvency law needs reforming*, *Journal of International Banking and Financial Law* (2009) 10 JIBFL 583; zie in dezelfde zin Michael Crystal QC and Rizwaan Jameel Mokal, *The Valuation of Distressed Companies – A Conceptual Framework*, (2006) 3, *International Corporate Rescue*, Issues 2 and 3. Zie hierover ook S. Paterson, *Bargain in Financial Restructuring: Market Norms, Legal Rights and Regulatory Standards*, (2014) 14(2) *Journal of Corporate Law Studies*.

Jennifer Payne waarschuwt echter dat de vraag naar de toe te passen waarderingsmaatstaf onder Engels recht nog geen uitgemaakte zaak is en dat de rechter in de *IMO Car Wash* zaak deze vraag niet uitdrukkelijk heeft beantwoord:

*“the question of valuation is not well developed in this context. (...) Mann J.’s decision on this point should be treated with care, since liquidation valuation was not argued before the court and, moreover, the judge did not state that the going concern basis was the correct valuation methodology to be applied whenever a debt restructuring of this kind occurs, merely that it was appropriate in the case before him.”*⁶⁸³

Payne betoogt dat de benadering van de Engelse rechters (in *My Travel* en *re Tea Corporation*) correct is en dat de situatie waarin het akkoord niet tot stand komt als vertrekpunt zou moeten blijven gelden. De benadering in Amerika, waarbij het vertrekpunt voor de waardering de situatie is waarin het akkoord wél tot stand komt, zou volgens Payne niet moeten worden gevolgd. In haar eigen woorden: *“It is preferable (...) that the starting point of this [valuation] analysis remains the current English approach, i.e. what will happen if this scheme is ineffective, rather than the US approach of assessing the value of the company should the scheme be successful.”*⁶⁸⁴

Zoals ik elders in dit boek heb toegelicht, is de benadering die Payne verdedigt naar mijn opvatting onjuist. Zie verder paragrafen 3.4.7.2, 3.4.7.3 en 8.9.6.2.

Paterson kiest voor een middenweg. Zij stelt dat een waardering die gelijk is aan de marktprijs bij een daadwerkelijk verkoop senior crediteuren onder omstandigheden kan bevoordelen, terwijl een papieren waarderingsexercitie op basis van marktwaarde junior vermogensverschaffers bevoordeelt. Zij stelt daarom de benoeming van een functionaris voor die een *“level playing field”* bewaakt. Paterson

⁶⁸³ J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 18; J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 249 – 253. In dezelfde zin G. O’Dea, *Craving a cram-down: why English insolvency law needs reforming*, *Journal of International Banking and Financial Law* (2009) 10 JIBFL 583, p. 7: *“the evidence that has been put before the court has tended to be based on liquidation methodologies (see Re Tea Corporation [1904] 1 Ch 12, the first instance decision in Re My Travel Group plc [2004] EWHC 2741 (Ch) and Re Telewest Communications plc Re Telewest Finance (Jersey) Ltd [2004] EWHC 924). (...) Much has been made in the press of the recent IMO case (Re Bluebrook Ltd [2009] EWHC 2144 (Ch) but, as discussed below, the court only had regard to the valuation evidence actually put before it and did not attempt to set out broader principles for determining valuation evidence. The court therefore continued its piecemeal approach so that the precedent value of the IMO case regarding valuation is limited.”*

⁶⁸⁴ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 266.

concludeert dat de gewone rechter niet goed in staat is om complexe waardingsdiscussies te beslechten en stelt daarom voor dat de *administrator* als “*valuation ombudsman*” de waardering bepaalt.⁶⁸⁵

In het kader van het voorstel tot invoering van een *cram down* mechanisme in het Engelse recht acht de Engelse regering in haar consultatiedocument van mei 2016 *cram down* van een tegenstemmende *out of the klasse* toelaatbaar indien de betrokken klasse onder het akkoord minimaal ontvangt wat zij naar verwachting in liquidatie zou hebben ontvangen.⁶⁸⁶ Bij het verrichten van deze liquidatie-analyse zou volgens de Engelse regering uitsluitend acht moeten worden geslagen op de waarde van de activa van de onderneming, niet op de toekomstige kasstromen.⁶⁸⁷ De Engelse regering slaat hiermee de plank mis.⁶⁸⁸ Zij knoopt voor de bewoordingen van het voorgestelde *cram down* criterium aan bij de Amerikaanse terminologie “*fair and equitable*”⁶⁸⁹ maar lijkt te miskennen dat de Amerikaanse *fair and equitable* toets niet slechts aanspraak geeft op de liquidatiewaarde (die bovendien de waarde van toekomstige kasstromen kan omvatten) maar juist op de reorganisatiewaarde. Bepalend bij *cram down* is niet de waarde die wordt gerealiseerd indien het akkoord niet tot stand komt (in welk geval liquidatie mogelijk zou volgen) maar de waarde die wordt gerealiseerd indien het akkoord wel tot stand komt.⁶⁹⁰

7.14 Hoger beroep tegen *sanction order*⁶⁹¹

⁶⁸⁵ S. Paterson, Bargain in Financial Restructuring: Market Norms, Legal Rights and Regulatory Standards, (2014) 14(2) Journal of Corporate Law Studies.

⁶⁸⁶ Insolvency Service, A Review of the Corporate Insolvency Framework, May 2016, p. 22: “*This will include the use of a cram-down mechanism and the ability to bind secured creditors into a restructuring plan, on the basis that creditors will not receive less in a restructuring than they would in a liquidation.*” Zie in dezelfde zin ook pagina’s 24, 25 en 26 van het rapport.

⁶⁸⁷ Insolvency Service, A Review of the Corporate Insolvency Framework, May 2016, p. 26: “*Valuations will need to be used by the court in order to ensure that creditors will be no worse off through cram down than they would in a liquidation. (...) For the avoidance of doubt in terms of business valuations, these will be made on the current value of the company’s assets and will not include the value of any potential future earnings they may provide.(...) For this proposal, the Government is considering legislating for the use of a minimum liquidation valuation, so when determining the value of interests in a restructuring plan, impaired classes should receive at least what they would have received in a liquidation situation. This provides flexibility for the use of other methods of valuation where appropriate, whilst providing a minimum liquidation valuation as part of the courts’ fair and equitable’ determination of the plan.*”

⁶⁸⁸ Een verklaring hiervoor is mogelijk dat de Engelse regering aanknoopt bij de aanbevelingen van de Wereldbank. Zie Insolvency Service, A Review of the Corporate Insolvency Framework, May 2016, p. 23 waarin de Engelse regering verwijst naar World Bank, Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes, Revised 2015, p. 26, principle C.14.3. Zoals betoogd in paragraaf 3.4.7.2 hiervoor zet de Wereldbank wetgevers met deze richtlijn op het verkeerde spoor.

⁶⁸⁹ Insolvency Service, A Review of the Corporate Insolvency Framework, May 2016, p. 25 en 26.

⁶⁹⁰ Zie hierboven paragraaf 6.14 in het bijzonder 6.14.3.2. Zie ook paragraaf 3.4 in het bijzonder 3.4.7.2 en 3.4.7.3 hierboven en paragrafen 8.9.5 – 8.9.7 hierna.

⁶⁹¹ Zie hierover G. O’Dea, Schemes of Arrangement, Oxford University Press, 2012, p. 56 e.v.

Tegen de homologatiebeslissing staat in beginsel hoger beroep open.⁶⁹² Voor het instellen van hoger beroep is verlof van de rechter nodig.⁶⁹³ Het appel moet in principe binnen 28 dagen zijn ingesteld en aan de vennootschap zijn betekend.⁶⁹⁴ De rechter kan deze termijn in urgente gevallen inkorten.⁶⁹⁵ Nadat het appel is ingesteld en betekend, kan een zitting op korte termijn worden bepaald, in urgente gevallen zelfs binnen een termijn van een week.⁶⁹⁶

In beginsel is de toets in hoger beroep beperkt tot rechtsvragen.⁶⁹⁷ Beslissingen die tot de discretionaire bevoegdheid van de rechter behoren, kunnen in hoger beroep niet aan een herbeoordeling worden onderworpen.⁶⁹⁸ De appelrechter zal zich in de regel alleen buigen over onderwerpen zoals de juistheid van de samenstelling van de klassen en de bevoegdheid om het akkoord te homologeren. De “*fairness*” of de inhoud van het akkoord komen in hoger beroep niet meer aan bod.

De rechter zal slechts in uitzonderlijke gevallen een eenmaal tot stand gekomen akkoord in hoger beroep ongedaan maken, zoals in geval van fraude. Zelfs als sprake is van fraude zal de rechter het akkoord in stand laten als hetzelfde resultaat zou zijn bereikt zonder de fraude.⁶⁹⁹ Er wordt aangenomen dat de rechterlijke goedkeuring van het akkoord eventuele juridische gebreken waarmee het akkoord is behept, heelt.⁷⁰⁰ Ook wordt verdedigd dat eventuele tekortkomingen in de totstandkoming van het akkoord geen grond zouden moeten vormen om de goedkeuring in te trekken en het akkoord ongedaan te maken.⁷⁰¹

⁶⁹² Civil Procedure Rules 1998 (SI 1998/3132), Part 52 en Practice Direction 52 – Appeals.

⁶⁹³ Civil Procedure Rules 1998 (SI 1998/3132), Rule 52.3(1).

⁶⁹⁴ Civil Procedure Rules 1998 (SI 1998/3132), 52.4(2) en 52.4(3).

⁶⁹⁵ Civil Procedure Rules 1998 (SI 1998/3132), 3.1.(2)(a).

⁶⁹⁶ G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 57.

⁶⁹⁷ *Idem*.

⁶⁹⁸ Zie ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 211 – 212 en par 2.5: “*The court will set aside the scheme subsequently only on very limited grounds, for example if consent has been obtained by fraud.*”

⁶⁹⁹ *Fletcher v. Royal Automobile Club Ltd* [2001] 1 BCLC 331. Zie ook J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 211 – 212.

⁷⁰⁰ *Geopperd door Harman J in British & Commonwealth Holdings plc v. Barclays Bank plc* [1996] 1 BCLC 1.

⁷⁰¹ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 79: “*It is unclear whether the court can later withdraw its sanction if it subsequently emerges that there was some defect or irregularity in the proceedings leading up to the order, but the preferable view is that it should not.*” (Onder verwijzing naar *Sovereign Life Assurance Co. v. Dodd* [1892] 2 QB 573 cf. *Chief Commissioner of Payroll Tax v. Group Four Industries Ltd* [1984] 1 NSWLR 680).

Tegen de beslissing in hoger beroep staat in beginsel cassatie open (“*appeal to the Supreme Court*”). In cassatie toetst de rechter echter alleen nog rechtsvragen van algemeen belang. De ruimte voor cassatieberoep is daarmee zeer beperkt.⁷⁰²

Het instellen van een rechtsmiddel schorst de werking en uitvoerbaarheid van het akkoord niet en verhindert de vennootschap daarmee niet om het akkoord in de tussentijd te implementeren.⁷⁰³ Dit is een belangrijk gegeven. Indien het rechtsmiddel slaagt, hoeven de stappen die reeds zijn uitgevoerd slechts ongedaan te worden gemaakt voor zover nog mogelijk.⁷⁰⁴ Het ongedaan maken van reeds uitgevoerde implementatiestappen zal vaak niet mogelijk zijn. In dit opzicht lijkt het Engelse regime overeenkomsten te vertonen met het Amerikaanse.

7.15 Kritiek op het Engelse systeem

7.15.1 *Kosten en formaliteiten van de procedure*

De kosten en complexiteit van de *scheme* zijn hierboven reeds uitgebreid ter sprake gekomen. Zie paragraaf 7.3. Men zou de procedure kunnen stroomlijnen en aanzienlijk sneller, eenvoudiger en goedkoper kunnen maken door de verplichting tot het houden van de eerste zitting af te schaffen, toe te laten dat crediteuren hun stem uitbrengen zonder de noodzaak stemvergaderingen te houden en een homologatiezitting alleen te laten plaatsvinden indien de schuldenaar of een belanghebbende partij daarom binnen een zekere termijn verzoekt.⁷⁰⁵

Als een bron van onnodige complexiteit valt voorts de *headcount* test te noemen.⁷⁰⁶ Deze zou moeten worden afgeschaft. Hiervoor is in de Engelse literatuur vurig pleidooi gehouden.⁷⁰⁷

7.15.2 *Ontbrekende minimale voorzieningen*

⁷⁰² G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 57.

⁷⁰³ G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, par 4.57.

⁷⁰⁴ G. O’Dea, *Schemes of Arrangement*, Oxford University Press, 2012, par 4.58.

⁷⁰⁵ In het kader van de hervorming van het Engelse insolventierecht stelt de Engelse regering in dit verband voor om het verschaffen van informatie en het stemmen elektronisch te laten plaatsvinden; Insolvency Service, *A Review of the Corporate Insolvency Framework*, May 2016, p. 25: “*To retain the efficiency and speed of the current regime, it is proposed that the company will, by default, provide relevant information to creditors and shareholders electronically and that voting on a proposal will take place electronically.*”

⁷⁰⁶ Zie hierover nader paragraaf 8.8.1.

⁷⁰⁷ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 61 – 68 en O’Dea, *Schemes of arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 6 en p. 109.

Een aangevoerd nadeel van een *scheme* is dat deze geen uitdrukkelijke mogelijkheid bevat om op verzoek van de schuldenaar verhaalsacties van individuele crediteuren te schorsen. Dit bezwaar wordt echter grotendeels ondervangen doordat de Engelse rechter zich bereid heeft getoond individuele verhaalsacties bij wijze van voorlopige voorziening te schorsen op basis van de enkele vaststelling dat er een redelijk vooruitzicht bestaat dat het aangeboden akkoord tot stand zal komen.⁷⁰⁸

Een mogelijk zwaarwegender nadeel van de *scheme* procedure is dat deze geen voorziening kent om *ipso facto* of *change of control* bepalingen buiten werking te stellen. Dit wordt ook in de literatuur als een gemis gezien. Ter versterking van de *scheme* stelt Payne voor in het Engelse recht een regeling in te voeren die *ipso facto* bepalingen buiten werking stelt en leveranciers en klanten verbiedt om eenzijdig contracten te beëindigen naar analogie van *Chapter 11*.⁷⁰⁹

7.15.3 Onwenselijke restrictie op inhoud: “give and take”

De inhoudelijke eis dat een *scheme* altijd een element van *give and take* moet bevatten vormt een belangrijke belemmering voor de toepassing van een *scheme*. Deze verhindert het gebruik van een *scheme* voor het doel om *out of the money* vermogensverschaffers uit de kapitaalstructuur te verwijderen. In de literatuur wordt bepleit om een *cram down* mechanisme in te voeren om tegenstemmende klassen die *out of the money* zijn uit de structuur te kunnen elimineren.⁷¹⁰ Dit zal echter weinig helpen indien de eis van *give and take* blijft bestaan.

7.15.4 Geen *cram down* mechanisme en exclusieve aanbiedingsbevoegdheid

Zoals gezegd, het ontbreken van een *cram down* mechanisme wordt in Engeland als gemis ervaren en introductie ervan wordt bepleit.⁷¹¹ Vooral het ontbreken van de

⁷⁰⁸ Re Bluecrest Mercantile BV v Vietnam Shipbuilding Industry Group [2013] EWHC 1146 (Comm); zie ook Sea Assets Ltd v PT Garuda Indonesia (no. 2) June 27, 2001 Ch D en Re Telewest Communications Plc (No. 1) [2004] EWHC 924 (Ch); [2004] B.C.C. 342, besproken in C. Pilkington, Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring, Sweet & Maxwell, 20013, p. 40.

⁷⁰⁹ J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 264; zie in dezelfde zin: G. O’Dea, Schemes of Arrangement, Oxford University Press, 2012, p. 6.

⁷¹⁰ G. O’Dea, Schemes of Arrangement, Oxford University Press 2012, p. 143; J. Payne, Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform, University of Oxford, Research Paper No 89/2013; J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 45, 80 en par. 5.7.

⁷¹¹ G. O’Dea, Schemes of Arrangement, Oxford University Press 2012, p. 143; J. Payne, Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform, University of Oxford, Research Paper No 89/2013; J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 45, 80 en par. 5.7; G. O’Dea, Craving

mogelijkheid om een *scheme* met rechterlijke dwang op te leggen aan een tegenstemmende klasse die *out of the money* is, doet een *scheme* als insolventie-instrument tekortschieten.⁷¹² In geval van insolventie is meestal sprake van een tekort. Er bestaat dan ook meestal wel een groep die geen economisch belang meer heeft maar de gevolgen daarvan niet vrijwillig wenst te accepteren. Zonder de mogelijkheid om de inherente gevolgen van het tekort aan junior *out of the money* klassen op te leggen, kan een *scheme* één van de kernfuncties van een insolventie-instrument niet goed vervullen, te weten het verdelen van de beschikbare waarde onder hen die daar overeenkomstig hun rang (wel) aanspraak op hebben.⁷¹³ De hiervoor beschreven techniek van een *transfer scheme* als middel om deze tekortkoming te verhelpen, is een paardenmiddel dat niet altijd (zonder nadelen) is in te zetten.⁷¹⁴

De criteria voor *cram down* van een tegenstemmende *out of the money* klasse zijn, op het eerste oog, makkelijk: de tegenstemmende klasse moet *out of the money* zijn. Met de vervolgvraag op basis van welke waardering men vast moet stellen of een klasse *in of out of the money* is, worstelt men in England nog. Zie ook hierboven paragraaf 7.13.

Aandeelhouders zijn als eersten *out of the money* en moeten dan ook doorgaans als eersten het schip verlaten. Het in Engeland gewenste *cram down* mechanisme zal (bij eventuele toekomstige invoering) weinig effectief zijn om (controlerende) aandeelhouders die *out of the money* zijn tegen hun wil uit de kapitaalstructuur te verwijderen zolang de situatie blijft bestaan dat derden geen akkoord tot stand kunnen brengen zonder instemming van de (door de aandeelhouders gecontroleerde) vennootschap. De door aandeelhouders gecontroleerde vennootschap zal in het algemeen niet gauw een akkoord voorstellen dat aandeelhouders de waarheid onder ogen laat zien. De door de rechtspraak geïntroduceerde eis dat voor *sanctioning* van een *scheme* instemming van de

a cram-down: why English insolvency law needs reforming, *Journal of International Banking and Financial Law* (2009) 10 JIBFL 583; zie ook de open brief van 8 mei 2008 van de European High Yield Association (EHYA) aan de Engelse Insolvency Service waarin de EHYA de invoering van een *cram-down* mechanisme bepleit. De brief wordt besproken door V. Finch in *The Dynamics of Insolvency Law: Three Models of Reform*, 3 *Law & Fin. Mkt. Rev.* 438 2009. Zie ook paragraaf 7.12 hiervoor.

⁷¹² Zie ook hiervoor paragraaf 4.1.

⁷¹³ Meer macro-economisch zou men als kernfunctie van een insolventie-instrument ook kunnen beschouwen het schonen van economische middelen van overtollige schuld (*debt-overhang*) om daarmee de weg voor nieuwe investeringen in die activa en activiteiten vrij te maken, dat wil zeggen het oplossen van het probleem van *under investment*. Zonder de mogelijkheid om de gevolgen van het tekort op te leggen aan hen die door het tekort worden geraakt, kan deze functie niet worden vervuld.

⁷¹⁴ Zie hiervoor paragraaf 7.12.

vennootschap is vereist,⁷¹⁵ zou de rechter opzij moeten kunnen schuiven indien hij vaststelt dat de vennootschap financieel in staat van insolventie verkeert (of een staat van insolventie te verwachten is). Zie ook hiervoor paragraaf 7.6.

Het wordt als een groot voordeel gezien dat voor het toepassen van een *scheme* geen insolventietoets bestaat. Indien de *scheme* met een *cram down* mechanisme wordt uitgebreid, valt er echter aan het introduceren van een insolventietoets niet te ontkomen, op zijn minst voor de gevallen waarin de *scheme* beoogt rechten aan een tegenstemmende klasse van *out of the money* vermogensverschaffers te ontnemen. Zie ook paragraaf 3.6.2 hiervoor.

De mogelijkheid van *cram down* van een tegenstemmende *in the money* klasse kan onder (beperkte) omstandigheden met adequate waarborgen nuttig zijn. Zie hierover nader paragrafen 8.9.6 en 8.9.7. Over de wenselijkheid daarvan en de criteria daarvoor zal men zich in Engeland nog gedachten moeten vormen.⁷¹⁶

8. Raamwerk voor een pre-insolventieakkoord

8.1 Inleiding

In dit hoofdstuk schets ik een raamwerk voor een pre-insolventieakkoordprocedure. Daarin put ik uit de voorgaande hoofdstukken. Het is binnen het bestek van dit boek niet mogelijk om alle onderdelen van de geschetste procedure ten gronde uit te werken. Ik geef op de relevante plaatsen aan welke onderwerpen verder onderzoek en nadere uitwerking vereisen.

8.2 Algemene eigenschappen en aanpalende voorzieningen

8.2.1 *Snelheid en efficiëntie – beperkte rechterlijke betrokkenheid*

Een akkoord zal in de praktijk in de meeste gevallen pas worden aangeboden als het spreekwoordelijk “vijf voor twaalf” is.⁷¹⁷ Snelheid is dan ook van het grootste

⁷¹⁵ Re Savoy Hotel Ltd [1981] 3 All ER 646. Zie ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 21 en 33; zie ook hierboven paragraaf 7.6.

⁷¹⁶ De mij bekende literatuur beperkt zich tot een bespreking van *cram down* van tegenstemmende *out of the money* klassen.

⁷¹⁷ Zie ook J. B. Cleveland, Valuation in bankruptcy and a financial restructuring context, Journal of Business Valuation 7/15/2003 die vaststelt dat “*in virtually every restructuring situation, the subject company has waited too long to address its capital structure.*”

belang.⁷¹⁸ Dit betekent noodzakelijkerwijs dat er aan de omvang van de juridische waarborgen concessies moeten worden gedaan. Dit is in het belang van de crediteuren zelf, omdat een uitgerekte, complexe en kostbare procedure ten koste van de beschikbare waarde kan gaan.⁷¹⁹

Ter bevordering van de snelheid en efficiëntie zou het aantal rechterlijke beslissingen met de mogelijkheid tot inhoudelijk debat tot een minimum beperkt moeten blijven. Daarmee doel ik niet alleen op het aantal rechtsingangen, maar vooral ook op het aantal en de aard van de criteria en onderwerpen waarover de rechter moet beslissen en waarover discussie valt te voeren.

Iedere rechterlijke beslissing op tegenspraak veroorzaakt vertraging, brengt aanzienlijke kosten met zich en biedt dwarsliggende crediteuren een aanknopingspunt om een spaak in de wielen te steken. Opportunistisch handelende crediteuren maken handig gebruik van mogelijkheden om in rechte discussie op te werpen om het proces te frustreren en daarmee *hold-out value* voor zichzelf te creëren. Dat gaat ten koste van de crediteuren als groep. Waar uitgebreide juridische waarborgen sympathiek ogen, kunnen deze voor *bona fide* crediteuren een averechts effect hebben. In haar *Impact Assessment* bij de Aanbeveling van de Europese Commissie wijst de Commissie op een onderzoek van de Wereldbank waaruit blijkt dat de kans om de doelstellingen van een efficiënte procedure te bereiken omgekeerd evenredig is aan de mate van rechterlijke betrokkenheid: “According to the World Bank study (2004) the likelihood of achieving the goals of an efficient bankruptcy system is inversely related to “court power”.”⁷²⁰ Volgens de Europese Commissie is rechterlijke betrokkenheid slechts op twee onderdelen strikt nodig, namelijk voor het schorsen van een verhaalsactie op verzoek van de schuldenaar (indien nodig) en voor het homologeren van het akkoord.⁷²¹ Madaus

⁷¹⁸ D.G. Baird and R.K. Rasmussen, Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations, 87 Va. L. Rev. 921, 2001, p. 941: “Perhaps the most substantial cost is that of delay.” Zie dezelfde zin ook G. Moss, Chapter 11 – an English lawyers critique, Insolvency Intelligence 1998.

⁷¹⁹ D.G. Baird, The Uneasy Case for Corporate Reorganizations, 15 J. Legal. Stud. 127 (1986), p. 144: “investors as a group are worse off if there are too many procedural rights.” Zie ook S. Madaus, Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans, NACIIL Reports 2012, p. 39: “excessive rights to object and appeal are a major cause of delay and costs in a plan proceeding”; zie voorts N.W.A. Tollenaar, Materiële crediteurenbescherming: een balans tussen juridische en economische bescherming, TvI 2014/31.

⁷²⁰ Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, SWD(2014) 62 final, p. 15 met een grafiek die de correlatie weergeeft en verwijzing naar de bron.

⁷²¹ Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, SWD(2014) 62 final, p. 37: “In a simplified preventive procedure, the court need only be involved at 2 moments: when a moratorium is sought against enforcement actions of certain creditors and when a plan (...) needs to be approved (...)”

pleit eveneens voor een akkoordprocedure buiten faillissement die enkel bestaat uit een snelle homologatiezitting (“*a single quick confirmation hearing*”): “*The proceeding should be condensed to a confirmation hearing and a confirmation order which should take no longer than a couple of days or weeks*”.⁷²²

Als men eenmaal tot crediteurenraadpleging overgaat, zou men van de gelegenheid optimaal gebruik moeten maken en zoveel mogelijk onderwerpen die de crediteuren rechtstreeks aangaan aan de democratische besluitvorming van de crediteuren zelf over moeten laten. De belangrijkste rechterlijke beslissing waar in bepaalde gevallen niet aan valt te ontkomen, is die van de waardering.

Een ingrijpende maar noodzakelijke concessie is om af te zien van het openstellen van rechtsmiddelen.⁷²³ Het relatieve nut van een tweede en derde kans zal in de meeste gevallen niet opwegen tegen de daar tegenoverstaande nadelen van vertraging en waardeverlies. Ook bij de rechtsmiddelen geldt dat deze opportunistisch handelende crediteuren de mogelijkheid bieden het proces te frustreren en *hold-out value* voor zichzelf te creëren. De enkele vertraging als gevolg van het ingestelde beroep geeft dwarsliggende crediteuren een oneigenlijk middel om een onderhandelingspositie af te dwingen zonder dat het ingestelde beroep enige inhoudelijke merites heeft. De rechter kan met ten onrechte opgeworpen bezwaren later wellicht eenvoudig korte metten maken, maar de veroorzaakte vertraging maakt hij niet meer ongedaan.

Een doortastende procedure is niet alleen van belang voor de bruikbaarheid van de procedure zelf, maar ook om schikkingen te faciliteren die recht doen aan de onderlinge posities zonder dat van de procedure gebruik hoeft te worden gemaakt.⁷²⁴ Indien dwarsliggende crediteuren weten dat hun medewerking relatief eenvoudig kan worden afgedwongen en dat het derhalve weinig zin heeft lang aan een onhoudbaar standpunt vast te blijven houden, zullen zij eerder geneigd zijn met een redelijk voorstel in te stemmen (de spreekwoordelijke “stok achter de deur” of “*credible threat*”). Weten partijen die geen economische positie meer hebben echter

⁷²² S. Madaus, *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, NACIIL Reports 2012, p. 15.

⁷²³ Zie in dit verband ook S. Madaus, *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, NACIIL Reports 2012, p. 18 die een systeem verdedigt dat vergelijkbaar is met *Chapter 11* waarbij eventueel hoger beroep tegen de homologatiezitting de uitvoering van het akkoord in beginsel niet schorst.

⁷²⁴ Zie ook T.H. Jackson, *Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain*, *Yale Law Journal*, 91/5, 1982, p. 867; R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans, K.A.J. de Vries, *Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV*, *TvI* 2013/20, p. 12.

dat een procedure dusdanige vertraging en risico's met zich brengt dat deze voor de overige partijen geen reëel alternatief vormt of op zijn minst zeer belastend is, dan hebben zij een prikkel om de hakken (langer) in het zand te zetten en op de procedure af te koersen om de overige partijen aan de nadelen daarvan bloot te stellen en hen daarmee alsnog ertoe te bewegen met hun vaak als onredelijk ervaren voorwaarden in te stemmen. Dit wordt veelal vergeleken met "*Russian roulette*" waarbij de partij met het geringste economische belang de sterkste uitgangspositie heeft: bij het afstemmen op de waardevernietigende gevolgen van een procedure hebben *out of the money* crediteuren toch niets meer te verliezen. *In the money* crediteuren daarentegen hebben wel wat te verliezen en moeten eerder inbinden om hun belangen te beschermen. Dit trekt de onderliggende economische verhoudingen scheef. Hoe toegankelijker en efficiënter de procedure, hoe geloofwaardiger de dreiging van het toepassen van dwang en hoe makkelijker en sneller een schikking is te treffen die aan de onderliggende posities recht doet.⁷²⁵

8.2.2 *Flexibiliteit en niet meer rechtsgevolgen en publiciteit dan nodig*

Een nieuw te ontwerpen procedure zou maximale flexibiliteit moeten bieden, niet alleen wat betreft de inhoud van het akkoord maar ook wat betreft de procedure van totstandkoming daarvan.

Bij operationeel nog goed lopende ondernemingen die hoofdzakelijk kampen met een financieringsprobleem veroorzaakt de negatieve publiciteit van surseance of faillissement onnodige schade. Het is dan ook van belang dat het akkoord ook buiten het kader van een formele insolventieprocedure kan worden aangeboden.

Om negatieve publiciteit tot een minimum te beperken, zouden partijen niet meer publiciteit aan de procedure moeten hoeven geven dan nodig. Partijen tot wie het akkoord zich niet richt, moeten met rust kunnen worden gelaten. De procedure moet geen rechtsgevolgen in het leven roepen die voor het te bereiken resultaat niet nodig zijn. Ieder rechtsgevolg dat de procedure voor derden in het leven roept,

⁷²⁵ Zie in dit verband ook T.H. Jackson, Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain, Yale Law Journal, 1982, p. 867; zie voorts O. Couwenberg, Resolving Financial Distress in the Netherlands, diss. Groningen, 1997, p. 40 - 41 die op basis van empirisch onderzoek vaststelt dat junior vermogensverschaffers inefficiënties in de faillissementsprocedure in de praktijk opportunistisch plegen te gebruiken om in weerwil van de wettelijke rangorde waarde te bedingen en uitlegt dat dit uiteindelijk tot een verhoging van de kosten van kapitaal leidt. Een effectieve en efficiënte procedure die aanspraakgerechtigde crediteuren in staat stelt de wettelijk verdeling met beperkte kosten of schade af te dwingen, kan dit soort opportunistisch gedrag voorkomen en daarmee tot een verlaging van de kosten van kapitaal en efficiëntere kapitaalstructuren leiden.

vereist publiciteit en zekere waarborgen die de procedure zwaarder, duurder en trager maken. Waar slechts een lichte ingreep nodig is, zou het akkoord daarop moeten kunnen worden afgestemd en dienovereenkomstig licht moeten kunnen worden ingericht (*“light touch”*).

Onnodige negatieve publiciteit zou te voorkomen zijn door te bepalen dat behandelingen in rechte niet openbaar zijn maar slechts toegankelijk voor diegenen die een direct belang bij het onderwerp van de behandeling hebben. Daarnaast zou aan een rechterlijke beslissing in het kader van de procedure geen ruimere bekendheid hoeven te worden gegeven dan aan degenen wier belangen de beslissing raakt. Of en in hoeverre een afwijking van het beginsel van openbaarheid van rechtspraak toelaatbaar is en verenigbaar met de daaraan ten grondslag liggende grondrechten, laat ik hier verder rusten en bestempel ik tot onderwerp van nader onderzoek.

Onnodige negatieve publiciteit is ook te voorkomen door de wijze van communicatie over en presentatie van de procedure. In dit verband is het van belang de procedure een naam te geven die geen onnodig negatieve connotaties oproept.⁷²⁶ Een zo neutraal mogelijke term, zoals bijvoorbeeld “akkoordprocedure” of “homologatieprocedure” verdient de voorkeur boven een benaming die onmiddellijke associaties met insolventie oproept.⁷²⁷

8.2.3 *Debtor-In-Possession*

Verlies van beheer en beschikkingsbevoegdheid vereist algemene bekendmaking en is voor een lichte, nauw omliggende ingreep overdadig. De schuldenaar zou daarom de mogelijkheid moeten hebben het beheer en de beschikking over zijn vermogen te behouden (*debtor in possession*).⁷²⁸ Het feit dat de schuldenaar de controle niet

⁷²⁶ Zie ook R.P.W. Frima, De homologatie van het onderhands akkoord, TVVS 1992, nr. 92/8, p.191 – 196.

⁷²⁷ Zie in dit verband voorts S. Madaus, Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans, NACIIL Reports 2012, p. 18: “*To prevent the stigma of insolvency, the special proceeding should be called “rescue proceeding” or “confirmation proceeding”*”. Tussen deze twee opties zou mijn voorkeur uitgaan naar “*confirmation proceeding*” dat een neutraler karakter heeft. Het woord “*rescue*” maakt duidelijk dat een noodzaak bestaat iets te redden.

⁷²⁸ Zie in dit kader ook Europese Commissie, Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final, waarin de Commissie een *debtor-in-possession* model aanbeveelt (aanbeveling 9). Zie in dezelfde zin de *Impact Assessment* van de Europese Commissie; Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, SWD(2014) 62 final. Zie hierover nader hoofdstuk 9 hierna.

kwijtraakt, maakt de procedure voor de schuldenaar ook toegankelijker en bevordert het tijdig treffen van maatregelen.⁷²⁹

In de Amerikaanse literatuur is betoogd dat een *debtor-in-possession* model het management een perverse prikkel geeft om op reorganisatie aan te sturen ook in situaties waarin liquidatie het meest efficiënt is, omdat het management op die wijze (langer) zijn positie kan behouden. Dit zou *Chapter 11* te “*debtor-friendly*” en inefficiënt maken.⁷³⁰ Dit bezwaar wordt echter voldoende weggenomen, in een systeem waarin: i) ook crediteuren het recht hebben om een akkoord aan te bieden (zonder een betrekkelijk lange “*exclusivity period*” af te hoeven wachten), ii) een moratorium zonder instemming van de crediteuren slechts voor beperkte duur is op te leggen en iii) een akkoord niet aan een tegenstemmende klasse van crediteuren kan worden opgelegd zonder dat deze crediteuren onder het akkoord in contanten minimaal ontvangen wat zij naar verwachting in contanten hadden ontvangen in

⁷²⁹ Het American Bankruptcy Institute heeft in het kader van de herziening van *Chapter 11* dan ook geadviseerd het “*debtor-in-possession*” model te handhaven. Zie ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014; p. 21- 23. Het rapport is te vinden op <http://commission.abi.org/>. De Commissie merkt op: “*Practice under the Bankruptcy Act suggested that boards of directors and management resisted a process – even if arguably beneficial to their restructuring efforts – that required them to cede control of their business and restructuring efforts to an outside party. This requirement contributed in part to failure of Chapter X of the Bankruptcy Act ...*”. De Commissie concludeert: “*Accordingly, the debtor in possession model should continue as the default rule under Chapter 11.*” Zie over de voor- en nadelen van het debtor in possession model voorts S. Madaus, Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans, NACIIL Reports 2012, p. 18 en 28: “[The proceeding] must provide for the “*debtor in possession*” and ensure for as little interruption in the continuation of the business as possible. To initiate such a proceeding, no insolvency test should be required and no liquidator or trustee should be appointed. (...) If a debtor or their management cannot be certain to keep control of their business while in insolvency proceedings to reorganise, debtors have a huge incentive to avoid such proceedings for as long as they possibly can.” J. Payne, Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform, University of Oxford, Research Paper No 89/2013 merkt op: “*a mechanism that leaves directors in control can act as an incentive for a timely resolution of financial problems, since directors are more prepared to make use of such a mechanism (and retain their roles)*”. Zie voorts J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 212 e.v.; N. Martin, Common law bankruptcy systems: similarities and differences, (2003) 11 American Bankruptcy Law Review 367; D. Hahn, Concentrated ownership and control of corporate reorganisations, (2004) Journal of Corporate Law Studies 117; G. McCormack, Control and corporate rescue: an Anglo American evaluation, (2007) International & Comparative Law Quarterly 515; B. Wessels en R. de Weijs, Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code, Ondernemingsrecht 2015/37 en O. Couwenberg, Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf, Ondernemingsrecht 1999, p. 127 e.v. en O. Couwenberg and S.J. Lubben, Solving Creditor Problems in the twilight zone: superfluous law and inadequate private solutions, 2013, Int J L Econ 34:61.

⁷³⁰ B.E. Adler, Financial and political theories of American corporate bankruptcy, 45 Stanford Law Review 311 (1993) en M. Bradly and M. Rosenzweig, The untenable case for Chapter 11, 101 Yale Law Journal 1043 (1992); zie in dit verband ook J. Hummelen, Distress Dynamics, an efficiency assessment of Dutch bankruptcy law, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2015, p. 82 – 85. Empirisch onderzoek laat een relatief hoog verloop van management in Chapter 11 zien; zie S.C. Gilson, Management Turnover and Financial Distress, J. Fin. Econ. 1989, Vol. 25, p. 247; L. LoPucki and W.C. Whitford, Patterns in the Bankruptcy Reorganization of Large Publicly Held Companies, Cornell L. Rev. 1993, Vol. 78; B.L. Betker, Management Incentives, Equity’s Bargaining Power, and Deviations from Absolute Priority in Chapter 11, J. Bus. 1995, Vol. 68, p. 174; E. Bernstein, All’s far in love, war and bankruptcy? Corporate governance implications of CEO turnover in financial distress, 11 Stan. J.L. Bus. & Fin. 298 (2006) en K.M. Ayotte en E.R. Morrison, Creditor control and conflict in Chapter 11, 2009 J. Legal Anal. 511.

geval van liquidatie (met andere woorden: in een systeem waarin een tegenstemmende klasse niet kan worden gedwongen door te financieren). De crediteuren hebben dan voldoende mogelijkheden om tegenwicht te bieden en om aan een inefficiënte reorganisatiepoging een einde te maken of aan de nadelige gevolgen daarvan te ontsnappen. Zie in dit verband ook paragrafen 3.4.7.1, 6.16.2, 6.16.3, 6.16.7 hiervoor en paragrafen 8.2.5, 8.3 en 8.9.6.1 hierna.

Het uitgangspunt dat de schuldenaar *“in possession”* zou moeten blijven, betekent niet dat de controle over het proces als geheel, dat wil zeggen over wat er uiteindelijk met (de waarde van) de onderneming dient te gebeuren, bij de schuldenaar komt te liggen. Met een *debtor-in-possession* model behoudt de schuldenaar in beginsel slechts de bevoegdheid om te beschikken over het werkkapitaal van de onderneming ten behoeve van de normale bedrijfsuitoefening. Dit is in het belang van de crediteuren omdat dit een ongestoorde bedrijfsvoortzetting bevordert.

Zoals hiervoor uiteengezet, is het pre-insolventieakkoord een verhaalsinstrument van de crediteuren.⁷³¹ Hieruit volgt dat de uiteindelijke controle over wat er met (de waarde van) de onderneming gebeurt, bij de crediteuren behoort te liggen. Deze controle ligt besloten in de mogelijkheid om de inhoud van het akkoord te bepalen, wat op zijn beurt in belangrijke mate besloten ligt in de bevoegdheid om een akkoord aan te bieden. De mogelijkheid een akkoord bij stemming te verwerpen, geeft crediteuren weliswaar enige invloed op de inhoud van het akkoord, maar dit is een paardenmiddel dat weinig betekenis heeft indien uitsluitend de schuldenaar de bevoegdheid heeft een akkoord aan te bieden, de crediteuren geen mogelijkheid hebben een alternatief te ontwikkelen en bij verwerping dus worden geconfronteerd met het enig alternatief van faillissement, en de crediteuren daardoor feitelijk geen andere keuze hebben dan om het door de schuldenaar aangeboden akkoord te accepteren. Om meer invloed op de inhoud van het akkoord te hebben en te voorkomen dat de schuldenaar/aandeelhouder de crediteuren met het alternatief van faillissement “gijzelt”, zouden crediteuren het recht moeten hebben om zelf een akkoord aan te bieden met de inhoud die zij zelf voorstaan, zodat zij daartoe over kunnen gaan indien de schuldenaar/aandeelhouder het “te bont” maakt. Ik kom hierop terug in paragraaf 8.3.

8.2.4 Benoeming van een stille toezichthouder (alleen onder omstandigheden)

⁷³¹ Zie paragrafen 2.5, 3.2 en 3.5 hiervoor.

Zoals uiteengezet in de voorgaande paragraaf, indien de schuldenaar een dwangakkoord buiten insolventie tot stand wenst te brengen, zou dit niet van rechtswege tot benoeming van een wettelijke functionaris moeten leiden. Het feit dat de schuldenaar volledig in controle blijft (*debtor-in-possession*), is een belangrijk voordeel en kan de toegankelijkheid van de procedure aanzienlijk vergroten.

Niettemin zou onder omstandigheden een onafhankelijke stille toezichthouder moeten kunnen worden benoemd, zonder dat de schuldenaar daarbij zijn beheers- en beschikkingsbevoegdheid verliest.⁷³² Om de onafhankelijkheid van de stille toezichthouder te waarborgen zou de stille toezichthouder moeten worden benoemd door de rechtbank. De schuldenaar zou zelf om de benoeming van een stille toezichthouder moeten kunnen verzoeken. Daarnaast zou de rechtbank een stille toezichthouder moeten kunnen benoemen op verzoek van een schuldeiser die bevoegd en van plan is een akkoord aan te bieden.⁷³³

De stille toezichthouder zou allereerst de procedure van totstandkoming van een door de schuldenaar zelf aangeboden akkoord kunnen begeleiden en daarover toezicht kunnen uitoefenen. Denk bijvoorbeeld aan het toetsen van de betrouwbaarheid en volledigheid van de informatieverstrekking, het toezichthouden op de stemprocedure, het voorzitten van stemvergaderingen (waar nodig geacht), het vaststellen en controleren van de uitslag van de stemming en het signaleren en voorkomen van andere mogelijke procedurele onregelmatigheden. De stille toezichthouder zou ook als deskundige de rechtbank van advies kunnen dienen over onderwerpen waarover de rechter in het kader van de totstandkoming van het akkoord wordt gevraagd te beslissen, zoals de juistheid van de klassenindeling, de toelating van vorderingen tot de stemming, de diskwalificatie van stemmen van crediteuren met een belangenconflict, de waardering en uiteindelijk de vraag of het akkoord voor homologatie in aanmerking komt. De stille toezichthouder zou voorts toezicht kunnen houden op de uitvoering van het akkoord na de totstandkoming. Dit alles zou de integriteit van en het vertrouwen in de procedure en daarmee de slagingskansen van het akkoord kunnen vergroten.

⁷³² De commissie Kortmann heeft in haar voorstel voor een akkoord buiten insolventie eveneens de mogelijkheid tot benoeming van een stille bewindvoerder voorgesteld. Zie Commissie Insolventierecht, Voorontwerp Insolventiewet, 21 november 2007, te vinden op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2007/11/21/voorstel-commissie-kortman-voorontwerp-insolventiewet> (afdeling 7.1).

⁷³³ Zie over de bevoegdheid van een ander dan de schuldenaar om een akkoord aan te bieden paragraaf 8.3 hierna.

De stille toezichthouder zou eveneens een nuttige functie kunnen vervullen bij de totstandkoming van een akkoord dat door een derde wordt aangeboden (waarover meer hierna; zie paragraaf 8.3). Allereerst zou de stille bewindvoerder, als deskundige van de rechtbank, kunnen verifiëren of de financiële toestand van de schuldenaar inderdaad zodanig penibel is dat voor de bevoegdheid van een derde om een akkoord aan te bieden voldoende rechtvaardiging bestaat. Daarnaast zou de stille bewindvoerder aan de derde die een akkoord wenst aan te bieden toegang tot de onderneming en alle relevante informatie kunnen verschaffen en de derde bij het aanbieden van het akkoord kunnen assisteren zodat deze daadwerkelijk in staat is om effectief van zijn recht gebruik te maken.

Een stille toezichthouder die op verzoek van een schuldeiser is benoemd, zou ook de bevoegdheid moeten hebben om zelf, al dan niet op voorstel van anderen, een akkoord aan te bieden. Schuldeisers hoeven dan niet zelf een akkoord aan te bieden (wat bewerkelijk en logistiek lastig is), maar kunnen een akkoord met de inhoud die zij voorstaan door de stille toezichthouder laten aanbieden (indien de schuldenaar weigerachtig blijft dat te doen en de stille toezichthouder het voorstel van de schuldeiser steunt). Dit zou met name dienstig kunnen zijn bij een voorgenomen verkoop van de onderneming. De stille toezichthouder zou een deugdelijk marktverkenning- en biedproces kunnen optuigen. Een verkoop aan de hoogste bieder zou vervolgens bij wijze van akkoord aan de crediteuren kunnen worden voorgelegd. Indien iedere crediteur afzonderlijke een verkoopproces zou willen organiseren, zou dat tot een organisatorische chaos leiden. In het verlengde hiervan zou een stille toezichthouder tot slot een nuttige functie kunnen vervullen bij het coördineren van de behandeling van meerdere parallel aangeboden akkoorden.

De stille toezichthouder zou geen beheers- of beschikkingsbevoegdheid of inquisitoire bevoegdheden moeten krijgen.⁷³⁴ De beheers- en beschikkingsbevoegdheid zou ten alle tijden exclusief bij de schuldenaar moeten blijven. De taken van de stille toezichthouder zouden uitsluitend betrekking moeten hebben op het aanbieden, begeleiden en houden van toezicht op de totstandkoming van een akkoord buiten faillissement of surseance.⁷³⁵ Zoals de naam al aangeeft, zou de benoeming en betrokkenheid van de stille toezichthouder niet met verplichte

⁷³⁴ Zie ook de Aanbeveling van de Europese Commissie en de onderliggende *Impact Assessment*. Zie uitgebreider hierover paragraaf 8.2.4 hiervoor.

⁷³⁵ Omdat de stille toezichthouder geen volwaardige toezichthouder zou zijn, zou hij wellicht beter aan te duiden zijn als “gerechtelijk akkoord begeleider.”

publiciteit moeten zijn omgeven, maar waar mogelijk en wenselijk stil en vertrouwelijk moeten kunnen blijven.

De Engelse *Company Voluntary Arrangement* (CVA)⁷³⁶ kent met de *nominee* en *supervisor* een persoon die met de voorgestelde figuur van een stille toezichthouder te vergelijken is. Om een akkoord onder de CVA procedure te kunnen aanbieden, moet de vennootschap een *nominee* benoemen die op de totstandkoming van het akkoord toezicht houdt.⁷³⁷ De *nominee* moet een *licensed insolvency practitioner* zijn. Na totstandkoming van het akkoord verandert de rol van de *nominee* in die van *supervisor* en ziet hij toe op de uitvoering van het akkoord.⁷³⁸ De schuldenaar blijft gedurende het gehele proces zelf volledig beheers- en beschikkingsbevoegd. In het kader van de hervorming van het Engelse insolventierecht stelt de Engelse regering in haar consultatiedocument van mei 2016 opnieuw de figuur van een *supervisor* voor die het proces zou monitoren terwijl de schuldenaar volledige beheer- en beschikkingsbevoegd blijft.⁷³⁹

Mocht het akkoord niet slagen dan zou de stille toezichthouder in het opvolgende faillissement tot curator moeten (kunnen) worden benoemd. Hij zal dan al vertrouwd zijn met de onderneming. Dit zal hem ook in staat stellen een doorstart uit faillissement voor te bereiden en kort na faillissement uit te voeren (Plan B) mocht het akkoord (Plan A) onverhoopt falen.

De wenselijkheid van de mogelijkheid tot benoeming van een stille toezichthouder is naar mijn mening de moeite van verder onderzoek waard. Ook de uitwerking van de instelling, de taken en de bevoegdheden (en de overige positie) van een stille toezichthouder, merk ik als onderwerp van nader onderzoek aan.

8.2.5 *Schorsing van verhaalsmaatregelen (alleen van korte duur, waar nodig)*

Om te voorkomen dat dwarsliggende crediteuren het aangeboden akkoord alsnog frustreren door inningsmaatregelen te treffen, zou de rechter op verzoek van de schuldenaar of de aanbieder van het akkoord voorzieningen moeten kunnen treffen

⁷³⁶ Zie uitgebreid over de CVA procedure: G. M. Weisgard and M. Griffiths, *Company Voluntary Arrangements and Administrations*, Jordan 2013; zie voor een beschrijving van de CVA procedure op hoofdlijnen P.M. Veder, T.E. Booms en N.B. Pannevis, *Rechtsvergelijkende verkenning in het kader van het programma herijking faillissementsrecht*, Nijmegen: Onderzoekcentrum Onderneming & Recht 2013, p. 15 e.v.

⁷³⁷ Section 1(2) Insolvency Act 1986.

⁷³⁸ Section 7 Insolvency Act 1986.

⁷³⁹ Insolvency Service, *A Review of the Corporate Insolvency Framework*, May 2016, p. 10 – 19.

om een faillissementsaanvraag en individuele verhaalsmaatregelen te schorsen zonder dat daarvoor al te hoge eisen gelden (zoals misbruik van recht).

Een schorsing van individuele verhaalsrechten (moratorium) is één van de belangrijkste elementen van een collectief verhaalsysteem. Het voorkomt een destructieve wedloop op de activa en faciliteert een gecoördineerde realisatie en verdeling van de beschikbare waarde en dient daarmee het belang van de crediteuren als groep.⁷⁴⁰

Een algemeen moratorium dat van rechtswege intreedt en werking heeft tegen een ieder, is echter meestal niet nodig. In veel herstructureringsgevallen, zeker in de “pre-fase”, is een schorsing in het geheel niet vereist.⁷⁴¹ In andere gevallen is een schorsing slechts voor één of enkele schuldeisers nodig. Een algemeen moratorium dat in alle gevallen van rechtswege intreedt met werking tegen alle schuldeisers en dat daarmee algemene bekendmaking vereist, brengt dan ook meer publiciteit en (reputatie)schade met zich dan nodig. Het zou de efficiëntie van de procedure ten goede komen, indien een schorsing “op maat” zou kunnen worden uitgesproken en daarmee niet vaker en niet ruimer zou hoeven te worden uitgesproken dan strikt noodzakelijk.⁷⁴²

Het aanbieden van een akkoord kan een verhaalsactie van een schuldeiser uitlokken. Dit risico kan tot koudwatervrees bij de schuldenaar leiden. De rechter zou de schorsing daarom op verzoek van de schuldenaar in beginsel moeten uitspreken op de enkele grond dat er een akkoord is aangeboden. De aanbieder heeft dan vooraf vrijwel dezelfde mate van zekerheid dat hij beschermd zal zijn indien dat nodig is als hij zou hebben bij een algemeen moratorium dat van rechtswege intreedt. De zekerheid dat een gevraagde schorsing in beginsel “op eerste verzoek” zal worden verstrekt, werkt als een tijdelijk wettelijk (dwang)krediet en is ook nodig om de financiële ruimte te creëren om nieuwe verplichtingen te kunnen blijven aangaan en verplichtingen uit lopende overeenkomsten te kunnen blijven voldoen teneinde de onderneming in het belang van de crediteuren als groep voort te kunnen zetten. Ik kom hierop in paragraaf 8.2.6 hierna terug.

⁷⁴⁰ Zie hierover uitgebreider paragraaf 2.3 hiervoor.

⁷⁴¹ Zie ook S. Paterson, *Rethinking the Role of the Law of Corporate Distress in the Twenty-First Century*, LSE Law, Society and Economy Working Papers 27/2014, p. 3-4, die constateert dat een moratorium in het geheel niet nodig is in de meeste gevallen.

⁷⁴² Zie in dit kader ook Europese Commissie, *Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie*, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final, aanbeveling 10 en 11 en A.M. Mennens en P.M. Veder, *Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie*, NTBR 2015/2, par. 3.2.3.

Dit alles neemt niet weg dat de rechter de mogelijkheid moet hebben om de verzochte schorsing te weigeren bij gegronde vermoedens van misbruik. Alleen een *bona fide* aanbieder verdient een garantie van bescherming. Een pre-insolventieakkoord behoort slechts te worden gefaciliteerd indien er geen enkele reden bestaat om aan de goede trouw van de aanbieder te twijfelen.

De in beginsel op verzoek verleende schorsing zou van betrekkelijk korte duur moeten zijn (2 tot 4 maanden afhankelijk van de aard en omvang van de zaak) en niet langer mogen duren dan strikt nodig om een akkoord met redelijke voortvarendheid tot stand te brengen.⁷⁴³ Een schorsing vormt een ernstige inbreuk op de verhaalsrechten van crediteuren. Deze ontnemt crediteuren niet alleen de mogelijkheid om hun positie liquide te maken op het moment waarop zij daartoe anders bevoegd zouden zijn (*“exit right”*), maar kan daarnaast ook tot financieel nadeel en een ongerechtvaardigde herverdeling van waarde leiden indien de getroffen crediteuren niet adequaat voor de tijdswaarde van geld en het extra gelopen risico worden gecompenseerd.⁷⁴⁴

Zoals uiteengezet in paragraaf 6.16.2 hierboven, zou een schorsing of moratorium primair moeten zijn bedoeld om het belang van de crediteuren te dienen bij het veiligstellen van de oplossing die hun meerderheidsvoorkeur heeft. De maatregel zou niet moeten zijn bedoeld om de schuldenaar (lees: aandeelhouder) zonder meerderheidssteun van de crediteuren betalingsuitstel (een wettelijk afgedwongen al dan niet renteloos krediet) met een meer structureel karakter te geven. Voor een

⁷⁴³ Zie in dit verband ook de punt 13 van de Aanbeveling van de Europese Commissie, Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final en de daarbij behorende *Impact Assessment*: Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, SWD(2014) 62 final. Zie in dit verband ook P. Aghion, O. Hart en J. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 1992, NBER, Working Paper No. 4097 die menen dat een periode van 4 maanden voor een verkoop of herstructurering van de onderneming in beginsel voldoende zou moeten zijn. Zie voorts O. Couwenberg, *Resolving Financial Distress in the Netherlands*, diss. Groningen, 1997, p. 79 e.v.

⁷⁴⁴ Zie in dit verband paragraaf 6.16.2 hierboven en D.G. Baird and T.H. Jackson, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of secured Creditors in Bankruptcy*, *University of Chicago Law Review*, 1984/51, die aantonen dat geseceerde crediteuren die onderworpen zijn aan de *automatic stay* in een Amerikaanse Chapter 11 procedure ten onrechte niet gecompenseerd worden voor de tijdswaarde van geld en daarmee niet daadwerkelijk *“adequate protection”* genieten. Zie in dit verband ook O. Couwenberg, *Resolving Financial Distress in the Netherlands*, diss. Groningen, 1997, p. 79 - 80 en F.M.J. Verstijlen en D. Hoekstra, *De separatist in het voorontwerp voor een Insolventiewet en de creditors’ bargain*, *NJB* 2009, afl. 5 die op basis van de *creditor bargain* theorie uiteenzetten dat het recht van geseceerde crediteuren niet zou moeten mogen worden geschorst zonder adequate compensatie voor de tijdswaarde van geld en het gelopen risico. Ontbreekt een adequate compensatie, dan bestaat er te meer reden om om de duur van de schorsing tot een minimum te beperken.

verplichting tot doorfinanciering met een meer structureel karakter is slechts plaats met de vereiste meerderheidssteun van de crediteuren.⁷⁴⁵

Crediteuren wier verhaalsacties zijn geschorst, zouden in ieder geval een rechtsingang moeten hebben om opheffing van de schorsing te verzoeken indien deze niet (langer) nodig is voor het faciliteren van de totstandkoming van het akkoord en het behouden van waarde gedurende deze totstandkomingsperiode of er sprake blijkt te zijn van misbruik. Gelet op de bepleite korte maximale duur van de schorsing lijkt mij een voorziening niet nodig om crediteuren te compenseren voor het tijdelijk wettelijk uitstel van de uitoefening van hun rechten (het wettelijk afgedwongen tijdelijk krediet).⁷⁴⁶ De belangen die met een adequate compensatieregeling zijn gemoeid, zijn weliswaar legitiem maar, gelet op de korte duur, te gering om de extra complexiteit daarvan (en alle discussie die dit in rechte los zal maken) te rechtvaardigen.⁷⁴⁷ De schuldenaar, althans junior vermogensverschaffers, genieten hiermee een klein voordeel ten koste van senior vermogensverschaffers.⁷⁴⁸

8.2.6 *Betalingen en aangaan van nieuwe verplichtingen tijdens de procedure*

Zoals uiteengezet in paragraaf 3.6 hierboven, zou een akkoordprocedure slechts beschikbaar moeten zijn in geval van insolventie of bij het vooruitzicht van insolventie. Het feit dat de schuldenaar in staat van insolventie of pre-insolventie maar buiten een formele faillissementsprocedure verkeert, levert specifieke aandachtspunten op in verband met pauliana, het leerstuk van selectieve betaling en Beklamel-aansprakelijkheid.⁷⁴⁹ Van de schuldenaar wordt extra alertheid en zorg verlangd om ervoor te waken dat geen betalingen worden verricht of transacties worden aangegaan die schuldeisers schade zouden kunnen berokkenen.

De mogelijkheid om een pre-insolventieakkoord tot stand te brengen, behoort uitsluitend te bestaan in gevallen waarin men geen enkele reden heeft aan de

⁷⁴⁵ Zie hiervoor paragraaf 4.2.2.

⁷⁴⁶ De eventuele contractuele rente zou gewoon blijven doorlopen.

⁷⁴⁷ Een vergoeding voor de tijdswaarde van geld is nog relatief eenvoudig vast te stellen op basis van de risicovrije rente. Een adequate vergoeding voor het extra risico dat crediteuren als gevolg van de schorsing lopen, begint al giswerk te worden. Daar komt bij dat de toegekende vergoeding moet worden berekend over het bedrag dat de schuldeisers bij directe uitoefening van hun rechten hadden kunnen realiseren: de liquidatieopbrengst. De schatting van dit bedrag introduceert een extra dimensie van speculatie.

⁷⁴⁸ Zie paragraaf 6.16.2 hiervoor.

⁷⁴⁹ Zie in dit verband ook N.W.A. Tollenaar, Faillissementsrecht van Nederland: geef ons de pre-pack!, TvI 2011/23.

goede trouw van de schuldenaar te twijfelen. Indien gegronde vermoedens van ongeoorloofde handelingen of intenties bestaan, zouden schuldeisers om opheffing van een eventueel gelaste schorsing moeten kunnen verzoeken en zonder verdere vertraging faillissement moeten kunnen uitlokken en/of andere maatregelen moeten kunnen treffen om hun belangen veilig te stellen.⁷⁵⁰ Ook zou dit een grond moeten vormen om de homologatie van het aangeboden akkoord te weigeren.

Indien ongeoorloofde transacties pas achteraf, na de homologatie en uitvoering van het akkoord, aan het licht zouden komen, zou dit in beginsel niet tot ongedaanmaking van het akkoord moeten leiden. Derden te goeder trouw moeten op de finaliteit van het akkoord kunnen afgaan. Ongedaanmaking zou voor derden tot onevenredige bezwaren kunnen leiden (*“unscrambling the egg”*).⁷⁵¹ Benadeelde partijen zullen in dat geval hun schade moeten goedmaken met bestaande middelen zoals onrechtmatige daad.

In het kader van de aanbieding en totstandkoming van een pre-insolventieakkoord zoals deze mij voor ogen staat, waarbij de schuldenaar volledig beheers- en beschikkingsbevoegd blijft, zou geen formeel moment ontstaan waarop posities wettelijk worden gefixeerd en een uitdrukkelijk verbod in werking treedt om oude schulden anders dan met inachtneming van een zekere rangorde en/of in het kader van een uitdeling of een akkoord te voldoen.⁷⁵² Ook zou de procedure geen nieuwe of additionele bevoegdheden in het leven roepen om benadelende transacties te bestrijden.⁷⁵³ Het is niet goed voor te stellen hoe deze bevoegdheden zonder de benoeming van een curator of bewindvoerder (met inquisitoire bevoegdheden) zouden moeten worden uitgeoefend. Eventuele ongeoorloofde betalingen en transacties zouden met de bestaande middelen binnen of buiten faillissement moeten worden bestreden.

De schuldenaar mag in beginsel geen schuldeisers wier vorderingen naar hun rang onder het akkoord wijziging zouden moeten ondergaan, in de aanloop naar het akkoord voldoen of hen anderszins begunstigen (bijvoorbeeld door hen bewust buiten het akkoord te laten). Dit zou alleen anders kunnen zijn indien dit in het belang kan worden geacht van de crediteuren in de klassen die er bezwaar tegen

⁷⁵⁰ Zie ook paragraaf 8.2.5 hierboven.

⁷⁵¹ Zie ook paragrafen 6.15 en 7.14 over het Amerikaanse en Engelse recht in dit verband.

⁷⁵² Vgl. artikel 233 Fw.

⁷⁵³ Zoals gezegd, indien er een wezenlijk risico op benadelende transacties of kwade trouw bij de schuldenaar bestaat, is een pre-insolventieprocedure niet het geëigende instrument en is faillissement aangewezen.

maken, althans dit niet ten koste gaat van de uitkeringen waarop de betrokken crediteuren aanspraak kunnen maken,⁷⁵⁴ of de klassen die eventueel nadeel hierdoor lijden ermee instemmen. De toetsing van deze problematiek zou aan de orde komen in het kader van de homologatie bij de beoordeling van de vraag of de geraakte partijen onder het akkoord minimaal ontvangen waar zij op grond van de toepasselijke homologatiecriteria aanspraak op hebben.⁷⁵⁵ De integrale voldoening of het volledig buiten het akkoord laten van bepaalde schuldeisers, terwijl andere gelijk gerangschikte schuldeisers onder het akkoord beknotting van hun rechten moeten ondergaan, kan onder omstandigheden ook voor de door het akkoord geraakte schuldeisers per saldo een voordeel opleveren.⁷⁵⁶

Wat Beklamel-aansprakelijkheid betreft, merk ik op dat het enkele feit dat de schuldenaar insolvent is (dat wil zeggen niet in staat is aan zijn opeisbare verplichtingen te voldoen), niet zonder meer de conclusie rechtvaardigt dat de schuldenaar verplichtingen uit lopende contracten of nieuw aangegane verplichtingen niet zal kunnen nakomen.

Tegenover een nieuwe verplichting uit een reeds lopende of nieuwe overeenkomst kan en zal veelal een prestatie staan die voor de bedrijfsvoortzetting noodzakelijk is en/of anderszins voor de “boedel” per saldo een voordeel oplevert.

Schuldeisers met “oude” opeisbare vorderingen zouden dan ook bij de voortgezette uitvoering van een lopende overeenkomst en/of het aangaan van nieuwe verplichtingen baat kunnen hebben en om die reden af kunnen zien van het treffen van verhaalsmaatregelen die de uitvoering van lopende overeenkomsten en/of nieuwe verplichtingen zouden kunnen frustreren. Desnoods zouden zij aan een schorsingsmaatregel moeten kunnen worden onderworpen die hen verhindert verhaalsmaatregelen te treffen die de nakoming van verplichtingen uit lopende of nieuwe overeenkomsten zouden kunnen belemmeren.

Bestuurders moeten op de beschikbaarheid van een schorsingsmaatregel kunnen rekenen om (nieuwe) verplichtingen, die de crediteuren als groep voordeel opleveren, aan te kunnen gaan niettegenstaande het feit dat de schuldenaar niet in

⁷⁵⁴ Zie paragrafen 3.4.7 en 8.9.6-8.9.7.

⁷⁵⁵ Zie in dit verband paragrafen 3.4.7 hiervoor en 8.9.6 – 8.9.7 hierna.

⁷⁵⁶ Zie ook paragrafen 6.14.1 hiervoor en paragrafen 8.5 en 8.9.6.2 hierna.

staat is of zal zijn om ook aan al zijn oude verplichtingen te voldoen.⁷⁵⁷ De nakoming van verplichtingen uit lopende overeenkomsten of nieuwe overeenkomsten die voor de voortzetting van de bedrijfsuitoefening moeten worden aangegaan, kan soms worden gewaarborgd door het aantrekken van een noodkrediet. Vaak is een noodkrediet echter niet (binnen het gegeven tijdsbestek) beschikbaar. De beschikbaarheid van de schorsingsmaatregel lost het liquiditeitstekort in zekere zin tijdelijk op: de schorsing werkt feitelijk als een tijdelijk wettelijk dwangkrediet (verstrekt door de crediteuren wier vorderingen door een schorsingsmaatregel zijn of kunnen worden “bevroren”). Dit tijdelijk dwangkrediet kan bestuurders de financiële ruimte geven nieuwe verplichtingen aan te gaan die nodig zijn om de bedrijfsvoortzetting te waarborgen in het belang van de crediteuren als geheel. De bestuurders moeten op het beschikbaar komen van dit tijdelijke wettelijke dwangkrediet kunnen vertrouwen: indien schuldeisers met oude vorderingen door het leggen van beslag of anderszins de nakoming van nieuw aangegane verplichtingen zouden kunnen dwarsbomen, zouden de bestuurders bloot kunnen komen te staan aan het risico van Beklamel-aansprakelijkheid. Dit risico en de bijkomstige weigering van bestuurders om nieuwe verplichtingen aan te gaan, zou tot discontinuïteit van de onderneming kunnen leiden en een akkoord op voorhand zinledig kunnen maken.

8.2.7 *Voorzetting van lopende overeenkomsten*

De behandeling van lopende overeenkomsten in het kader van een pre-insolventieakkoordtraject is een belangrijk onderwerp. Het grootste deel van de waarde van een onderneming ligt vaak niet besloten in de individuele activa, maar in de contracten van de onderneming. De mogelijkheid lopende overeenkomsten in tact te laten en daaraan uitvoering te kunnen blijven geven, raakt direct aan de mogelijkheid van de schuldenaar om het bedrijf te kunnen voortzetten. In het kader van insolventie moet de schuldenaar waardevolle contracten kunnen behouden (en deze daartoe kunnen nakomen) en zich van belastende overeenkomsten kunnen ontdoen, in beide gevallen zonder dat dit ten koste gaat van de legitieme belangen van de contractspartij.⁷⁵⁸

⁷⁵⁷ Zie paragraaf 8.2.5 hiervoor.

⁷⁵⁸ Zie in dit verband ook het voorstel van de Engelse regering om in het kader van de hervorming van het Engelse insolventierecht een doorleveringsverplichting voor essentiële leveranciers in te voeren; Insolvency Service A Review of the Corporate Insolvency Framework, May 2016, p. 19 - 22.

Onder een “lopende overeenkomst” versta ik een overeenkomst waaronder zowel van de schuldenaar als van de wederpartij nog prestaties verschuldigd zijn.⁷⁵⁹ Overeenkomsten waaraan één van de partijen reeds volledig uitvoering heeft gegeven, vormen in beginsel geen probleem. Heeft de schuldenaar de door hem verschuldigde prestaties reeds volledig voldaan, dan kan hij zonder meer nakoming van zijn contractspartij vorderen. Heeft de contractspartij de door haar verschuldigde prestaties reeds volledig voldaan, dan zal de schuldenaar zijn tegenoverstaande verplichtingen aan de contractspartij moeten voldoen al dan niet in aangepaste of gereduceerde vorm als onderdeel van het akkoord.

De behandeling van lopende overeenkomsten in het kader van een pre-insolventieprocedure vergt nadere studie en uitwerking.⁷⁶⁰ Een diepgaande behandeling van dit onderwerp past niet binnen het bestek van dit boek dat zich primair tot doel stelt een rechtvaardigingsgrondslag en een raamwerk op hoofdlijnen te ontwikkelen. Over de behandeling van lopende overeenkomsten volsta ik in dit boek dan ook met enkele initiële observaties op hoofdlijnen. In deze paragraaf maak ik enkele opmerkingen over de voortzetting van lopende overeenkomsten. In de volgende paragraaf maak ik enkele opmerkingen over de beëindiging ervan.

In het kader van de mogelijkheid tot voortzetting van lopende overeenkomsten, sta ik kort stil bij de volgende deelonderwerpen: i) de mogelijkheid van een contractspartij om een contractuele beëindigingsgrond in te roepen die inwerking treedt bij het enkele aanbieden of tot stand komen van een akkoord (*ipso facto* en *change of control* bepalingen), ii) de mogelijkheid van een contractspartij om een wettelijk opschortings- of ontbindingsrecht in te roepen op grond van de enkele omstandigheid dat de schuldenaar in staat van insolventie verkeert en de mogelijke onzekerheid die dit met zich brengt over het vermogen van de schuldenaar om zijn toekomstige verplichtingen te kunnen nakomen, en iii) de mogelijkheid van een contractspartij om een wettelijk opschortings- of ontbindingsrecht in te roepen

⁷⁵⁹ Vgl. artikel 37 Fw.

⁷⁶⁰ Zie in het kader van faillissement T.T. van Zanten, De overeenkomst in het insolventierecht, diss. Groningen 2012, Kluwer, 2012 en F.M.J. Verstijlen, De betrekkelijke continuïteit van het contract binnen faillissement, in: W.M.J. van Andel en F.M.J. Verstijlen, Materieel faillissementsrecht: de Peeters/Gatzen-vordering en de overeenkomst binnen faillissement (preadvies Vereniging van Burgerlijk Recht), Kluwer, 2006. Zie voor inspiratie voor een mogelijk nieuwe regeling onder meer ook de Legislative Guide on Insolvency Law Part I and II (2004) van de United Nations Commission on International Trade Law (de “UNCITRAL Legislative Guide”), te vinden op www.uncitral.org, p. 119 – 135 en J.J. van Van Hees, Overeenkomsten en faillissement: een onvolkomen regeling, in: Overeenkomsten in insolventie, Serie Onderneming en Recht deel X, Kluwer, 2012.

wegens verzuim van de schuldenaar in de nakoming van verplichtingen die vóór het inleiden van het akkoordtraject zijn ontstaan.

8.2.7.1 *Ipsa facto en change of control clauses*

Veel contracten bevatten een bepaling die een contractspartij het recht geeft de overeenkomst te beëindigen indien de andere partij in insolventie geraakt of een regeling met zijn crediteuren treft of aanbiedt (zogenaamde *ipsa facto* clauses). Veel contracten bevatten ook een bepaling die het contract opzegbaar maakt in geval van een wijziging van de zeggenschap over de schuldenaar (*change of control*). Bij een herstructurering waarbij sprake is van een tekort en de zittende aandeelhouder geen nieuw geld inbrengt, zal de aandeelhouder veelal plaats moeten maken voor een ander en zal een zeggenschapswijziging zich spoedig voordoen.

Ipsa facto en *change of control* bepalingen (die ik hier gezamenlijk ook wel aanduid als beëindigingsclausules) hebben de strekking om de contractspartij in de nieuw ontstane situatie de mogelijkheid te geven om tegen het licht van mogelijk toegenomen risico's op niet-nakoming door de schuldenaar en/of van een zeggenschapswijziging bij de schuldenaar, te herbeoordelen of zij voorzetting van de overeenkomst langer wenst. Het bestaan en de inwerkingtreding van een beëindigingsclausule betekent niet noodzakelijkerwijs dat de contractspartij ook daadwerkelijk tot beëindiging zal overgaan. Indien de overeenkomst tegen marktconforme voorwaarden is afgesloten of anderszins voor de contractspartij commercieel aantrekkelijk is, zou de contractspartij kunnen besluiten, na de nieuwe situatie te hebben beoordeeld en haar eventuele zorgen te hebben weggenomen, van het invoeren van de beëindigingsclausule af te zien en de overeenkomst in ongewijzigde vorm te handhaven. Het in stand houden van contractuele beëindigingsclausules heeft vooral tot gevolg dat de contractspartij de discretionaire bevoegdheid behoudt om zelf te beoordelen en te beslissen of toekomstige nakoming door de schuldenaar voldoende is gewaarborgd dan wel of de zeggenschapswijziging op bezwaren stuit en of het in het licht daarvan opportuun is de overeenkomst voort te zetten of te beëindigen. Het lijkt mij niet bezwaarlijk en uit oogpunt van partijautonomie zelfs wenselijk om deze beoordelings- en beslissingsbevoegdheid bij de contractspartij te laten indien het contract marktconform of anderszins voor de contractspartij commercieel aantrekkelijk is. De contractspartij kan dan worden geacht het risico dat de schuldenaar in de toekomst

wanpresteert en/of de aanvaardbaarheid van de zeggenschapswijziging op merites te zullen wegen. In deze situatie bestaat er voor een inbreuk op de contractsvrijheid geen onmiddellijke rechtvaardiging.

Anders ligt dit in situaties waarin het contract is afgesloten tegen condities die voor de schuldenaar gunstiger en voor de contractspartij ongunstiger zijn dan marktconform of het contract anderszins voor de contractspartij belastend is. In dit soort situaties zal de contractspartij de contractuele beëindigingsgrond in ieder geval willen aangrijpen om zich van de last van het contract te ontdoen, ongeacht of tegen voorzetting uit oogpunt van het risico op niet-nakoming of vanwege de zeggenschapswijziging een reëel bezwaar bestaat. Contractsbeëindiging kan dan leiden tot herverdeling van waarde en benadeling van de crediteuren als groep. De contractspartij kan zich van een last ontdoen (verrijken) door zich op een louter formele omstandigheid te beroepen, terwijl de materiële uitgangspunten van de overeenkomst geen wezenlijke wijziging hebben ondergaan en tegen voortzetting geen reëel bezwaar bestaat. Dit gaat ten koste van de crediteuren als groep, die met lede ogen moeten toezien hoe de contractspartij de waarde van het contract zonder zakelijke grond aan “de boedel” onttrekt.

Beoordeeld vanuit de benadering van de *creditors' bargain*⁷⁶¹ lijkt onaannemelijk dat onderdanen *ex ante* zouden instemmen met een insolventiesysteem dat contractspartijen de mogelijkheid geeft om zich in geval van insolventie van de schuldenaar eenvoudig aan een contract te onttrekken op een louter formele grond (zoals de enkele omstandigheid dat de schuldenaar een akkoord aanbiedt) zonder dat daar een zakelijke grond voor bestaat, dat wil zeggen zonder dat de zakelijke uitgangspunten van de overeenkomst op de relevante punten (risico op niet-nakoming en zeggenschap over de schuldenaar) voor de contractspartij in negatieve zin materieel zijn gewijzigd. De contractspartij is *ex ante* tevreden met het onderhandelingsresultaat en heeft op voorhand geen reden zich zonder zakelijke grond aan het contract te onttrekken, terwijl de mogelijkheid om zich in geval van insolventie aan het contract te onttrekken de crediteuren als groep zou kunnen schaden. Individuele crediteuren zouden dan wegens het enkele ontstaan van insolventie waarde aan de “boedel” kunnen onttrekken, terwijl het doel van een collectieve insolventieprocedure juist is om de beschikbare waarde in geval van

⁷⁶¹ Zie paragrafen 2.2 – 2.6.3.

insolventie zoveel mogelijk bijeen te houden en voor de crediteuren als groep te realiseren.⁷⁶²

In situaties waarin het contract een last voor de contractspartij vormt waarvan de contractspartij zich in ieder geval zou willen bevrijden los van de financiële toestand van of de zeggenschap over de schuldenaar, is het mijns inziens gerechtvaardigd om de bevoegdheid om te beoordelen en te beslissen of tegen voortzetting van het contract een reëel zakelijk bezwaar op de betrokken punten bestaat, neer te leggen bij een onafhankelijke derde (een rechter) die dit zonder een vooringenomen doel objectief afweegt. Deze objectivering dient de belangen van de crediteuren als groep, terwijl de schuldenaar door deze verschuiving in de beoordelings- en beslissingsbevoegdheid niet in zijn legitieme belangen wordt geschaad: er vindt nog steeds een inhoudelijke herbeoordeling op de relevante punten plaats die bij een materiële wijziging in het nadeel van de contractspartij tot beëindiging van de overeenkomst kan leiden. De inbreuk op de contractsvrijheid is beperkt en proportioneel, omdat de gecontracteerde herbeoordeling niet geheel terzijde wordt gesteld, maar slechts in handen van een onafhankelijke derde wordt gelegd, en wel om goede redenen. Deze beperkte inbreuk wordt gerechtvaardigd, omdat de maatregel de belangen van de crediteuren als groep dient bij de realisatie van hun bestaande rechten, terwijl de contractspartij niet in belangen wordt geschaad die rechtens bescherming verdienen (aan de contractspartij wordt slechts de mogelijkheid ontnomen om zich wegens het enkele ontstaan van insolventie zonder zakelijke grond aan het contract te onttrekken). De maatregel is daarmee Pareto-efficiënt te noemen (tenminste één persoon gaat met de maatregel erop vooruit, terwijl niemand met de maatregel erop achteruit gaat).⁷⁶³

Op voorhand valt niet aan te geven welke overeenkomsten, ook los van niet-nakomingsrisico's en/of een eventuele zeggenschapswijziging, voor de betrokken contractspartijen tot last zijn. Om deze meer praktische reden zou voor alle contracten van de schuldenaar voor de inroeping van *ipso facto* en *change of control* clausules voorafgaand verlot van de rechter nodig moeten zijn. De additionele inbreuk die dit met zich brengt, staat mijns inziens in verhouding tot de daartegenoverstaande belangen, en lijkt mij niet onaanvaardbaar.⁷⁶⁴

⁷⁶² Zie over het doel van een collectieve insolventieprocedure uitgebreider hoofdstuk 2.

⁷⁶³ Zie hierover paragraaf 2.6.5 hiervoor.

⁷⁶⁴ Zie over de wenselijkheid van een voorziening die *ipso facto* clausules buiten werking stelt ook de UNCITRAL Legislative Guide, recommendation 70 en de voorafgaande toelichting; B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispen, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in: "Overeenkomsten en insolventie",

De Amerikaanse *Chapter 11* procedure stelt *ipso facto* clausules integraal buiten werking.⁷⁶⁵ UNCITRAL adviseert eveneens om *ipso facto* bepalingen in geval van insolventie integraal buiten werking te stellen.⁷⁶⁶ Dit vormt een verdergaande inbreuk dan hier wordt voorgesteld en dan mijns inziens nodig is. Voor de rechtvaardiging voor het buiten werking stellen van *ipso facto* bepalingen wijst Jackson erop dat de groep die met *ipso facto* bepalingen materieel instemt, een andere is dan de groep die de last van de bepaling moet dragen. Het zijn de aandeelhouders die via hun agenten (de bestuurders van de vennootschap) feitelijk met het *ipso facto* beding instemmen, terwijl het in geval van insolventie meestal de crediteuren zijn die de last ervan dragen.⁷⁶⁷

Naar huidig Nederlands recht kan de schuldenaar bij een contract dat als gevolg van een *ipso facto* clausule is beëindigd hooguit proberen met een beroep op misbruik van bevoegdheid dan wel art. 6:248 BW het contract hersteld te krijgen. De stelplicht en bewijslast rusten daarbij op de schuldenaar. Dit is niet kansrijk en vanwege de duur van de procedure veelal zinloos. Om de voornoemde redenen, zou een akkoordregeling de situatie moeten omkeren. Het contract zou ondanks een *ipso facto* of *change of control* bepaling in beginsel van kracht moeten blijven. Het contract zou uitsluitend te beëindigen moeten zijn nadat een rechter op verzoek van de contractspartij heeft bevestigd dat contractsvoortzetting als gevolg van het akkoord voor de contractspartij een reëel zakelijk bezwaar oplevert. De vaststelling hiervan zou in een snelle en eenvoudige procedure (bijvoorbeeld ten overstaan van

N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt (red.), Kluwer, 2012, p. 323. *Ipsa facto* clausules zijn nietig onder *Chapter 11* in de Verenigde Staten (zie hiervoor paragraaf 6.9). Wat continentaal Europa betreft, zijn *ipso facto* clausules in het kader van een insolventie- of pre-insolventieprocedure in ieder geval nietig in België, Frankrijk, Italië en Spanje; zie P.M. Veder, T.E. Booms en N.B. Pannevis, Rechtsvergelijkende verkenning in het kader van het programma herijking faillissementsrecht, Nijmegen: Onderzoekcentrum Onderneming & Recht 2013. Zie ook J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 264 die voorstelt om in het Engelse recht een regeling te introduceren die *ipso facto* bepalingen buiten werking te stelt en leveranciers en klanten verbiedt om eenzijdig contracten te beëindigen ter verbetering van de effectiviteit van *schemes*. In dezelfde zin ook G. O’Dea, Schemes of Arrangement, Oxford University Press, 2012, p. 6. Zie voorts O. Couwenberg and S. J. Lubben, Essential Corporate Bankruptcy Law, Eur. Bus. Org. Law. Rev. (2015), 16:39 – 61 die een mechanisme om contracten te kunnen behouden aanmerken als één van de essentiële “*asset stabilisation*” elementen die een faillissementssysteem zou moeten bevatten.

⁷⁶⁵ Section 365(e)(1) US Bankruptcy Code (waarover ook paragraaf 6.9 hiervoor). Zie in dit verband ook F.M.J. Verstijlen, De betrekkelijke continuïteit van het contract binnen faillissement, in: W.M.J. van Andel en F.M.J. Verstijlen, Materieel faillissementsrecht: de Peeters/Gatzen-vordering en de overeenkomst binnen faillissement (preadvies Vereniging van Burgerlijk Recht), Kluwer 2006, p. 144 – 160 en T.T. van Zanten, De overeenkomst in het insolventierecht, diss. Groningen 2012, Kluwer 2012, hoofdstuk 7.

⁷⁶⁶ Zie recommendatie 70 van de UNCITRAL Legislative Guide.

⁷⁶⁷ T.H. Jackson, The Logics and Limits of Bankruptcy Law, Cambridge MA: Harvard University Press 1986 p. 36 e.v.; T.H. Jackson, Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and Nonbankruptcy Rules, Am. Bankr. L.J. 399, 1986, p. 410.

de rechter-commissaris) moeten kunnen plaatsvinden hangende het akkoordtraject. Een bindende beslissing zou binnen een termijn van hooguit enkele weken (minder dan een maand) te verkrijgen moeten zijn. Indien het behoud van het contract essentieel is voor de voortzetting van de onderneming of de inhoud van het akkoord, zou daarover in een vroegtijdig stadium van het akkoordtraject definitief uitsluitel moeten kunnen worden verkregen.

8.2.7.2 Opschorting wegens onzekerheid over toekomstige nakoming

In de voorgaande subparagraaf ging het over de vraag hoe om te gaan met de contractuele bevoegdheid van een partij om de overeenkomst te beëindigen wegens het enkele aanbieden of tot stand brengen van een pre-insolventieakkoord.

Een daarmee samenhangende kwestie is de vraag naar de mogelijkheid van een contractspartij om een wettelijk opschortings- of ontbindingsrecht in te roepen en/of zekerheid te verlangen op grond van de enkele omstandigheid dat de schuldenaar in staat van insolventie verkeert en de mogelijke onzekerheid die dit met zich brengt over het vermogen van de schuldenaar om zijn toekomstige verplichtingen te kunnen nakomen.⁷⁶⁸ In de hier besproken situatie is de veronderstelling dat de schuldenaar aan al zijn eerdere verplichtingen heeft voldaan en niet in verzuim verkeert.

Naar huidig Nederlands recht geldt in geval van faillissement de regel dat een schuldenaar (althans zijn curator) slechts nakoming van een lopende overeenkomst van zijn contractspartij kan verlangen indien hij voor de nakoming van de tegenoverstaande verplichtingen van de schuldenaar zekerheid stelt.⁷⁶⁹

Een contractspartij is in het algemeen, buiten (verwacht) verzuim of faillissement van haar wederpartij, niet bevoegd om zekerheid van haar wederpartij te verlangen of haar prestaties van zekerheidstelling afhankelijk te stellen (tenzij zij dit heeft bedongen). In faillissement mag zij dit wel. Het faillissement wordt geacht de nakoming van de toekomstige verplichtingen van de schuldenaar zodanig onzeker

⁷⁶⁸ Vgl. art. 6:52 e.v., 6:80 en 6:81 BW en art. 6:262 – 265 BW.

⁷⁶⁹ Artikel 37 lid 2 Fw.

te maken dat in redelijkheid niet langer van de wederpartij kan worden verlangd zonder zekerheid door te blijven presteren.⁷⁷⁰

Een schuldenaar is veelal niet in staat om zekerheid te stellen. Indien een schuldenaar voor alle lopende contracten ineens zekerheid zou moeten gaan stellen op straffe van verval van het contract of de mogelijkheid van de contractspartij nakoming te verlangen, zou dat in de meeste gevallen de uitvoering van lopende overeenkomsten onmogelijk maken en de onderneming tot stilstand brengen.

De regel dat de schuldenaar, wil hij een lopende overeenkomst kunnen voortzetten, voor de nakoming van zijn verplichtingen zekerheid moet stellen, hoeft echter niet noodzakelijkerwijs te betekenen dat de contractspartij voor contractsvoortzetting ook altijd zekerheid zal eisen. Indien de overeenkomst voor de contractspartij commercieel aantrekkelijk is en de schuldenaar weliswaar niet in staat is zekerheid te stellen maar de contractspartij voldoende vertrouwen heeft dat nakoming zal volgen, zou de contractspartij kunnen besluiten om van het recht op zekerheid af te zien en het contract zonder zekerheid voort te zetten. In deze situatie heeft de regel dat de schuldenaar voor contractsvoortzetting zekerheid moet stellen, vooral tot gevolg dat dit de contractspartij de discretionaire ruimte geeft zelf te beoordelen en te beslissen of nakoming door de schuldenaar voldoende gewaarborgd is om het contract zonder zekerheid voort te kunnen zetten. Dit lijkt mij in de vaststaande omstandigheid dat de schuldenaar in insolventie verkeert niet onredelijk zolang de contractspartij er commercieel belang bij heeft om het contract te handhaven. Er valt dan aan te nemen dat de contractspartij het risico op niet-nakoming door de schuldenaar reëel zal wegen en de enkele omstandigheid dat de schuldenaar in insolventie verkeert niet zonder meer zal aangrijpen om zekerheid te eisen die de schuldenaar niet kan stellen om zich daarmee van haar verplichtingen te bevrijden.

Een probleem ontstaat in situaties waarin het contract is afgesloten tegen condities die voor de schuldenaar gunstiger en voor de contractspartij ongunstiger zijn dan marktconform of het contract anderszins voor de contractspartij een last vormt. In die gevallen zal de contractspartij een ongeclausuleerd recht op zekerheidsstelling

⁷⁷⁰ De wetgever overwoog: “*De mede-contractant moet, waar nakoming gekozen is, redelijkerwijze ook op nakoming kunnen rekenen; nu hij staat tegenover een failliete boedel, zal alleen zekerheid hem dat vertrouwen kunnen geven.*” S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet*. Heruitgave *Geschiedenis van de wet op het Faillissement en de Surséance van Betaling*, deel I, bewerkt door Mr. G.W. Baron van der Feltz, Haarlem 1896, W.E.J. Tjeenk Willink 1994, p. 409. Zie in dit verband ook T.T. van Zanten, *De overeenkomst in het insolventierecht*, diss. Groningen 2012, Kluwer, 2012, p. 153 e.v.

in beginsel wel aangrijpen om zich van haar verplichtingen te ontdoen, ongeacht de omvang van het werkelijke risico dat de schuldenaar zijn toekomstige verplichtingen niet nakomt.

Beschouwd weer vanuit de benadering van de *creditors' of stakeholders' bargain* valt niet aan te nemen dat onderdanen *ex ante* een insolventiesysteem zouden kiezen waarin een contractspartij de mogelijkheid heeft zich in geval van insolventie eenvoudig aan een contract te onttrekken op basis van de enkele vaststelling dat de schuldenaar insolvent is, terwijl het werkelijke risico op niet-nakoming door de schuldenaar niet materieel is gewijzigd ten opzichte van de situatie bij het aangaan van de overeenkomst of te gering is om stopzetting van het contract te rechtvaardigen.

Zoals hierboven is toegelicht (zie paragraaf 8.2.6), wettigt de enkele omstandigheid dat de schuldenaar in staat van insolventie verkeert, niet zonder meer de conclusie dat de schuldenaar verplichtingen uit lopende overeenkomsten niet langer zal kunnen nakomen. Schuldeisers met “oude” opeisbare vorderingen hebben er niet zonder meer belang bij om hun vordering “op te eisen” en daarmee te verhinderen dat de schuldenaar uitvoering geeft aan lopende contracten die “de boedel” (en daarmee ook de schuldeisers met de oude vorderingen) tot voordeel strekken. Desnoods zouden irrationeel handelende schuldeisers met behulp van een schorsingsmaatregel kunnen worden “bevroren” om te voorkomen dat zij de uitvoering van lopende contracten frustreren door hun vorderingen op te eisen in strijd met de belangen van de crediteuren als groep (tijdelijk wettelijk dwangkrediet).⁷⁷¹

Schuldeisers met oude vorderingen kunnen goede grond hebben om te vrezen dat de schuldenaar tekort zal schieten in de nakoming van zijn verplichtingen, wat de toestand van pre-insolventie zou kunnen doen intreden (zie ook hiervoor paragraaf 3.7). Tegelijkertijd hoeft dit (met de beschikbaarheid van een schorsingsmaatregel en/of een noodkrediet) niet te betekenen dat gegronde vrees bestaat dat de schuldenaar ook tekort zal schieten in de nakoming van nieuwe verplichtingen uit lopende of nieuwe overeenkomsten, welke conclusie het uitvoeren van lopende overeenkomsten en het verkrijgen van nieuwe prestaties zou kunnen beletten.

⁷⁷¹ Zie paragrafen 8.2.5 en 8.2.6 hierboven.

Een regel zoals deze in het huidige Nederlandse faillissementsrecht geldt, dat een contractspartij in geval van insolventie van de schuldenaar altijd en per definitie recht heeft op zekerheid wil zij tot nakoming kunnen worden genoopt, verdient in het kader van een pre-insolventieakkoord geen navolging. In het kader van een pre-insolventieakkoord zou het uitgangspunt niet moeten zijn dat het risico dat de schuldenaar zijn toekomstige verplichtingen niet zal kunnen nakomen per definitie zodanig groot moet worden geacht dat de schuldenaar uitsluitend contractsvoortzetting kan verlangen indien hij zekerheid stelt. Ook UNCITRAL adviseert als uitgangspunt dat de schuldenaar (of diens curator) in geval van insolventie voortzetting van lopende contracten zou moeten kunnen verlangen zonder de noodzaak zekerheid te stellen.⁷⁷²

In het kader van een pre-insolventieakkoord zou voor de voortzetting van lopende overeenkomsten het gemene verbintenissenrecht als uitgangspunt moeten dienen.⁷⁷³ Contractspartijen zouden slechts een opschortingsrecht moeten kunnen inroepen indien er daadwerkelijk een reëel risico bestaat dat de schuldenaar niet zal kunnen nakomen. Dit risico is met de enkele constatering dat de schuldenaar in de staat van insolventie verkeert niet per definitie gegeven. Waar het gaat om toekomstige verplichtingen uit lopende overeenkomsten die voor de bedrijfsvoortzetting nodig zijn of anderszins voor de crediteuren als groep voordeel opleveren, vormt de enkele omstandigheid dat de schuldenaar in insolventie verkeert - op zichzelf – onvoldoende reden voor gegronde vrees in de zin van artikel 6:80 lid 1 sub c BW en artikel 6:263 BW dat de schuldenaar tekort zal schieten in de nakoming van zijn toekomstige verplichtingen. Voor gegronde vrees voor tekortkoming zijn dan concrete aanvullende omstandigheden nodig.

Indien aan de hand van zulke concrete aanvullende omstandigheden een reëel risico op tekortkoming in de nakoming van nieuwe verplichtingen kan worden geacht te bestaan (ondanks de mogelijkheid van de schuldenaar om “oude” schulden met een schorsingsmaatregel te laten bevroren en daarmee extra financiële ruimte te creëren), moet de contractspartij haar verdere prestaties wel kunnen opschorten.

⁷⁷² UNCITRAL Legislative Guide, recommendation 80 en 81. Vergelijk in dit verband voorts de eis onder het Amerikaanse recht dat gedurende de Chapter 11 procedure de nakoming voldoende “*assured*” dient te zijn, wat minder vereist dan zekerheid stellen en zich wellicht het best laat vertalen als “gewaarborgd”. Zie paragraaf 6.9 hierboven.

⁷⁷³ In het bijzonder Titel 1, afdelingen 7 (opschortingsrechten) en 9 (de gevolgen van het niet nakomen van een verbintenis) en Titel 5, afdeling 5 (wederkerige overeenkomsten) van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek.

Verstrekt de schuldenaar in dat geval alsnog zekerheid, dan zou de opschortingsbevoegdheid van de contractspartij moeten komen te vervallen.⁷⁷⁴

Artikel 6:55 BW bepaalt voor opschorting in het algemeen dat zodra de wederpartij voor de voldoening van haar verbintenis zekerheid heeft gesteld, de bevoegdheid tot opschorting vervalt. Artikel 6:264 BW stelt deze bepaling buiten werking bij wederkerige overeenkomsten. De ratio hiervan is dat bij wederkerige overeenkomsten de opschortingsbevoegde partij in beginsel de keuze heeft tussen nakoming of ontbinding. Deze keuze zou de opschortingsbevoegde partij uit handen worden geslagen indien de wederpartij haar tegen zekerheidsstelling tot nakomen zou kunnen verplichten.⁷⁷⁵ Hartkamp en Sieburgh merken op dat uit de redelijkheid en billijkheid niettemin kan voortvloeien dat van de opschortingsbevoegde partij bij een wederkerige overeenkomst kan worden gevergd dat zij tegen zekerheidsstelling nakomt. Zij noemen als voorbeeld een wederpartij die in liquiditeitsproblemen verkeert en voor de nakoming van haar betalingsverplichtingen zekerheid stelt om een essentiële levering veilig te stellen.⁷⁷⁶ Dit is een ongelukkig voorbeeld omdat het suggereert dat de schuldenaar haar contractspartij kan dwingen tegen zekerheidsstelling met uitgestelde betaling genoeg te nemen en daarmee tegen zekerheidsstelling (en vergoeding van wettelijke rente) krediet te verlenen. Dit zou niet moeten kunnen. De contractspartij heeft recht op tijdige nakoming en, indien er een materieel risico op niet-nakoming bestaat, moet tijdige nakoming worden zekergesteld. Niettemin onderstreept het voorbeeld het belang om voortgezette levering van prestaties waar nodig tegen zekerheidsstelling veilig te kunnen stellen. In het kader van een pre-insolventieakkoord zou artikel 6:55 BW ook bij wederkerige overeenkomsten het uitgangspunt moeten vormen. Het zou te grote rechtsonzekerheid met zich brengen en een onwerkbaar situatie opleveren indien de schuldenaar in principe voor ieder afzonderlijk contract bij de rechter een beroep op de redelijkheid en billijkheid zou moeten doen om tegen zekerheidsstelling nakoming van haar contractspartij te kunnen verlangen. De belangen van de contractspartij zijn met zekerheidsstelling voldoende gewaarborgd. Indien de schuldenaar adequate zekerheid heeft verstrekt, weegt het verlies van de contractspartij van haar mogelijkheid tot ontbinding niet op tegen het waardeverlies van de crediteuren als groep dat zou optreden indien contractspartijen ondanks een aanbod van de schuldenaar tot zekerheidsstelling de uitvoering van lopende contracten zouden kunnen stopzetten. Het element van artikel 37 lid 2 Fw dat de schuldenaar (althans diens curator) in staat stelt tegen zekerheidsstelling nakoming van de contractspartij te verlangen en een eventueel ontbindingsrecht van de contractspartij daarmee opzij zet, verdient in een pre-insolventieprocedure wél

⁷⁷⁴ Vgl. art. 6:55 BW dat mijns inziens in afwijking van artikel 6:264 BW niet buiten werking zou moeten worden gesteld bij toepassing van de onzekerheidsexceptie van artikel 6:263 BW.

⁷⁷⁵ Asser/Hartkamp & Sieburgh, 6-I, Kluwer, 2012/283.

⁷⁷⁶ Idem.

navolging. Met toepasselijkheid van artikel 6:55 BW bij wederkerige overeenkomsten zou dit kunnen worden bereikt.

Verder valt er veel voor te zeggen in het kader van de totstandkoming van een akkoord contractspartijen de bevoegdheid te ontzeggen om ontbindings- of opschortingsrechten buitengerechtelijk in te roepen. De contractspartijen zouden opschortings- en ontbindingsrechten gedurende de akkoordprocedure dan slechts mogen inroepen na vooraf verkregen verlof van bijvoorbeeld de rechter-commissaris. Indien de rechter-commissaris er niet van is te overtuigen dat het risico op niet-nakoming opschorting rechtvaardigt, zou de rechter-commissaris het gevraagde verlof tot inroeping van een opschortings- of ontbindingsrecht moeten kunnen weigeren. Deze beslissing van de rechter-commissaris zou de bestuurders overigens niet moeten ontslaan uit mogelijke bestuurdersaansprakelijkheid. Indien achteraf zou komen vast te staan dat de bestuurders bij de voortzetting van de overeenkomst wisten of behoorden te weten dat de vennootschap de overeenkomst niet zou kunnen (blijven) nakomen (ondanks de mogelijkheid van schorsing), zouden de bestuurders met aansprakelijkheid rekening moeten houden.

8.2.7.3 Opschorting wegens verzuim in eerdere verplichtingen

In de vorige subparagraaf ging het om de vraag naar de bevoegdheid van een contractspartij om haar prestaties op te schorten op de enkele grond dat de schuldenaar in de financiële staat van insolventie verkeert en het gepercipieerde risico dat de schuldenaar hierdoor zijn toekomstige verplichtingen niet zal kunnen nakomen, zonder dat een daadwerkelijk verzuim zich heeft voorgedaan.

Wat nu indien de schuldenaar wel reeds in verzuim verkeert en tekort is geschoten in de nakoming van verplichtingen die vóór het inleiden van het akkoordtraject zijn ontstaan? Mag de wederpartij zich in die situatie wel onverkort op haar wettelijk opschortings- en/of ontbindingsrecht beroepen?

Verdedigbaar is de invoering van een regel inhoudende dat contractspartijen voor toekomstige prestaties geen opschortings- of ontbindingsrecht mogen inroepen op de grond dat oude vorderingen onvoldaan zijn gebleven, mits de schuldenaar voor de betaling van nieuwe prestaties voldoende zekerheid stelt of voldoende aannemelijk maakt (zodanig met “bevrozing” van oude schulden) in staat te zijn om zijn toekomstige verplichtingen te voldoen. De schuldenaar zou hiermee

dwangposities kunnen doorbreken en kunnen verhinderen dat wederpartijen opschortingsrechten inroepen om voldoening van oude vorderingen af te dwingen.

Een dergelijke voorziening zou echter niet noodzakelijkerwijs het resultaat voor de crediteuren als groep bevorderen. Deze zou vooral een afzwakking van de relatieve positie van de dwangcrediteur tot gevolg kunnen hebben. Dwangposities leiden veelal niet zozeer tot het staken van essentiële leveranties, maar vooral tot betaling van een verhoudingsgewijs groter deel van de vorderingen van de betrokken dwangcrediteuren. Anders gezegd: het doorbreken van opschortingsrechten zou niet zozeer de totale realisatie voor de crediteuren als groep vergroten, als wel wijziging brengen in de verdeling. Ik aarzel of dit wenselijk is. Opschortingsrechten zijn voor leveranciers een belangrijk middel om terugbetaling te bewerkstelligen. Zij bieden een feitelijke vorm van voorrang en zekerheid. Zwakt men deze opschortingsrechten te zeer af, dan zou dat de bereidheid van leveranciers om krediet te verstrekken en daarmee de financierbaarheid van ondernemingen te zeer kunnen aantasten. De UNCITRAL Legislative Guide hanteert mijns inziens dan ook terecht als uitgangspunt dat voortzetting van een lopende overeenkomst alleen van een contractspartij kan worden verlangd indien een eerder verzuim eerst wordt geheeld.⁷⁷⁷

8.2.8 Beëindiging van lopende overeenkomsten

8.2.8.1 Rechtvaardiging

Een waardevolle en mijns inziens noodzakelijke voorziening in het kader van een pre-insolventieakkoord is de mogelijkheid om de schuldenaar te bevrijden van lopende contracten⁷⁷⁸ die een negatieve waarde hebben, dat wil zeggen contracten waarbij de openstaande prestaties en tegenprestaties aan weerszijden voor de onderneming een per saldo last vormen. Ik duid dit soort contracten korthedshalve hier ook wel aan als “negatieve contracten”. In manifeste gevallen zou men deze ook beeldender kunnen omschrijven als “wurgcontracten”.⁷⁷⁹

⁷⁷⁷ Zie recommendation 79: “*The insolvency law should specify that where the debtor is in breach of a contract the insolvency representative can continue the performance of that contract, provided the breach is cured, the non-breaching counterparty is substantially returned to the economic position it was in before the breach and the estate is able to perform under the continued contract.*”

⁷⁷⁸ Onder lopende contracten versta ik contracten waarbij prestaties aan weerszijde van het contract nog openstaan; vgl. artikel 37 Fw.

⁷⁷⁹ Zie in dit verband ook B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispen, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in “Overeenkomsten en insolventie”, red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt,

In een situatie waarin de schuldenaar genoodzaakt is een akkoord aan te bieden, kampt de onderneming met het financiële onvermogen om alle bestaande en toekomstige verplichtingen (uit bestaande contracten) te voldoen. Worden toekomstige verplichtingen uit bestaande negatieve contracten volledig onaangetast gelaten, dan drukt dat de waarde van de onderneming en wordt het financiële onvermogen van de vennootschap uitsluitend afgewenteld op de groep van partijen met reeds bestaande vorderingen. De groep met toekomstige vorderingen uit reeds bestaande contracten wordt ontzien. Hier bestaat geen rechtvaardiging voor. Beide groepen hebben dezelfde obligatoire concurrente status. Zou geen akkoord tot stand komen en de onderneming in staat van faillissement geraken, dan zouden partijen met toekomstige vorderingen uit bestaande contracten in beginsel op dezelfde wijze worden getroffen als partijen met reeds bestaande vorderingen. Toekomstige vorderingen van de wederpartij uit bestaande negatieve contracten zouden in beginsel in een concurrente vordering tot schadevergoeding moeten (kunnen) worden omgezet om de gelijkheid van schuldeisers te waarborgen⁷⁸⁰ (voor zover voor afwijking van dit gelijkheidsbeginsel geen goede zakelijke reden bestaat in het belang van de crediteuren als groep; zie ook paragrafen 8.5 en 8.9.6.2 hierna).

8.2.8.2 Gevolgen van beëindiging: toekenning concurrente schadevordering

Om een onderneming van ongewenste contracten te bevrijden, zou degene die bevoegd is een akkoord aan te bieden de bevoegdheid moeten hebben om lopende contracten bij eenzijdige verklaring te beëindigen. Een voor de hand liggend eerste gevolg van de contractsbeëindiging zou zijn dat de wederpartij niet langer onverkort nakoming van de oorspronkelijk bedongen prestatie kan vorderen.

Een tweede gevolg van de beëindiging zou moeten zijn dat de wederpartij een concurrente vordering verkrijgt ter grootte van de volledige (bestaande en toekomstige) schade die zij als gevolg van de beëindiging lijdt.⁷⁸¹ Met andere woorden, de beëindigde (toekomstige) rechten van de wederpartij onder de

Kluwer, 2012, p. 323 en R. J. van Galen, Knelpunten in ons insolventierecht, *Ondernemingsrecht* 2014/81 en R.J. van Galen, De surseance als echte reorganisatieprocedure, *TvI* 2015/23.

⁷⁸⁰ Zie in dit verband ook T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986, p. 108 e.v.

⁷⁸¹ Zie in vergelijkbare zin de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 18.

overeenkomst converteren bij beëindiging in een contante vordering tot schadevergoeding. Dit sluit aan bij de regeling voor de niet-gestanddoening van wederkerige overeenkomsten in surseance of faillissement (vgl. artikelen 37, 37a en 236 en 236a Fw) en vertoont ook gelijkenis vertonen met de regeling voor *assumption* en *rejection* van contracten onder het Amerikaanse recht. Zie hierover nader paragraaf 6.9 hiervoor.

Deze in principe direct opeisbare concurrente schadevergoedingsvordering zou vervolgens moeten kunnen worden “meegenomen” in het akkoord. Indien onvoldoende liquide middelen beschikbaar zijn om de vordering onmiddellijk te voldoen, zou het akkoord de termijn van betaling uit kunnen stellen of de vordering kunnen omzetten in aandelen of andere instrumenten. Is er onvoldoende waarde beschikbaar om vorderingen met concurrente status (geheel) te voldoen, dan zou het akkoord de aanspraak kunnen reduceren of geheel elimineren. De omvang van de initiële schadevergoedingsvordering (voordat het akkoord deze eventueel converteert of reduceert) is van belang, omdat deze medebepalend is voor het relatieve aandeel dat de contractant als concurrent schuldeiser in de beschikbare waarde heeft en voor het stemrecht van de betrokken partij.

De totstandkoming van een akkoord kan nog steeds het belang van een contractspartij met toekomstige vorderingen dienen, ook al verliest de contractspartij haar recht op nakoming van de oorspronkelijk bedongen prestaties en worden de toekomstige vorderingen uit het contract in een contante vordering tot schadevergoeding geconverteerd. Het doel van het akkoord is immers om méér waarde te behouden dan het geval zou zijn in het alternatief van faillissement. Een wederpartij zal dan ook in de regel mogen verwachten met een akkoord een groter deel van haar contractbeëindigingsschade vergoed te krijgen dan anders in faillissement het geval zou zijn.

8.2.8.3 *Beëindiging geen akkoordbesluit*

Het ligt niet zonder meer voor de hand om een contractsbeëindiging te laten lopen via de band van een akkoord, althans om alle aspecten van de contractsbeëindiging te onderwerpen aan democratische besluitvorming.

De beëindiging en afwikkeling van een contract in het kader van een akkoordprocedure omvat drie elementen: i) de beëindiging als zodanig, ii) de

toekenning van een concurrente schadeloosstellingsvordering en iii) de behandeling van de aldus toegekende concurrente schadevordering onder het akkoord.

Het ligt niet voor de hand om het eerste element, de beëindiging zelf, onderwerp van groepsbesluitvorming te maken. Allereerst zijn veel contracten uniek. Alleen al om die reden zal een voorgestelde contractsbeëindiging zich voor groepsbesluitvorming niet vaak lenen.

Belangrijker is echter dat, zelfs als er meerdere identieke contracten met verschillende partijen zouden zijn afgesloten, contractsbeëindiging geen onderwerp is waar een groep gelijk geplaatste contractspartijen op zinvolle wijze over kan beslissen. Indien een contract een negatieve waarde heeft (per saldo een last voor de onderneming vormt), is beëindiging en conversie van de rechten onder het contract in een concurrente geldvordering in geval van insolventie in beginsel geboden om de gelijkheid van gelijk gerangschikte schuldeisers te waarborgen.⁷⁸² Of anders gezegd: de beëindiging en conversie van het contract is onder meer nodig om de positie tussen de groep van betrokken contractspartijen (met obligatoire aanspraken) gelijk te trekken met de positie van de groep van overige concurrente schuldeisers. Het gaat derhalve over de relatieve verhouding tussen verschillende groepen. De relatieve verhouding tussen verschillende groepen schuldeisers kan in beginsel geen onderwerp van democratische besluitvorming zijn. De groep van personen die partij zijn bij contracten met een voor de onderneming negatieve waarde (en voor de contractspartijen een positieve waarde) zullen wel altijd stemmen voor instandhouding en onverkorte uitvoering van de contracten, wat ten laste zou komen van de overige schuldeisers. Deze beslissing heeft geen democratische betekenis en mist bindend gezag.⁷⁸³ Ook de vraag of een contract een negatieve of positieve waarde heeft, is in beginsel geen vraag waarover de groep van betrokken contractspartijen zelf of een andere klasse democratisch kan besluiten. Dit is een vraag voor de schuldenaar en/of de aanbieder en/of financier van het akkoord.⁷⁸⁴

⁷⁸² Zie ook paragraaf 8.2.8.1 hiervoor.

⁷⁸³ Verschillende klassen kunnen elkaar niet binden; zie hierover uitgebreider paragraaf 4.3.6. Men zou hooguit kunnen aanvaarden dat negatieve contracten in stand kunnen blijven indien iedere klasse die de last daarvan draagt (dat wil zeggen niet de klasse van de betrokken contractspartijen) met onverkorte instandhouding en nakoming van de betrokken negatieve contracten bij meerderheidsbesluit instemt.

⁷⁸⁴ Als de aanbieder niet tevens de financier is van het akkoord, zal de aanbieder van het akkoord zijn standpunt hierover en de inhoud van het akkoord nauw met de financier afstemmen.

Kortom, de beëindiging van een lopend contract is geen onderwerp waarover democratisch kan worden beslist bij wijze van stemming. Dit is een bevoegdheid die zou moeten toekomen aan de schuldenaar en een eventuele derde die bevoegd is tot aanbidding van een akkoord (zie hierna paragraaf 8.3).⁷⁸⁵ Indien het de schuldenaar is die de bevoegdheid tot contractsbeëindiging uitoefent, zou de contractsbeëindiging plaats kunnen vinden bij wijze van zelfstandige voorziening los van een eventueel akkoord.⁷⁸⁶ Indien het een derde is die bevoegd is een akkoord aan te bieden die de bevoegdheid tot contractsbeëindiging inroept, zou de contractsbeëindiging uitsluitend kunnen plaatsvinden op voorwaarde van totstandkoming van het aangeboden akkoord. In alle gevallen zou de rechter moeten toetsen of de schuldenaar in staat van insolventie of pre-insolventie verkeert en conversie in een concurrente vordering tot schadevergoeding daarmee gerechtvaardigd is.

Wellicht ten overvloede merk ik op dat er wel een rechtvaardiging bestaat voor het volledig beëindigen van een lopend contract en het converteren daarvan in een concurrente schadevordering. Geen rechtvaardiging bestaat echter voor een eenzijdige gedeeltelijke aanpassing van een lopend contract waarbij ten nadele van de contractspartij een wijziging plaatsvindt van door de schuldenaar verschuldigde prestatie en/of de door de wederpartij verschuldigde tegenprestatie.⁷⁸⁷ Een contractspartij kan – vanzelfsprekend – niet worden gedwongen prestaties te leveren tegen andere condities dan waarmee zij heeft ingestemd. Indien de schuldenaar een aanpassing in het contract wenst aan te brengen, zal hij de gewenste aanpassing met de wederpartij moeten uitonderhandelen met de dreiging van volledige beëindiging en inkorting of eliminatie van de daaruit voortvloeiende schadevordering door middel van een akkoord als alternatief.

8.2.8.4 Vaststelling schadevordering mogelijk een akkoordbesluit

Het tweede element van de voortijdige beëindiging en afwikkeling van een lopende overeenkomst, te weten de vaststelling van de omvang van de toe te kennen schadevordering, kan ook niet zonder meer bij democratische besluitvorming

⁷⁸⁵ Zie in dezelfde zin de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 18.

⁷⁸⁶ Dit zou bijvoorbeeld nuttig kunnen zijn indien de schuldenaar over een herstructurering met alle overige betrokken schuldeisers overeenstemming heeft bereikt en zij instemmen met de volledige voldoening van de concurrente schadevordering uit de beëindiging van een negatief contract.

⁷⁸⁷ Zie in dit verband ook de UNCITRAL Legislative Guide, recommendation 73 met de bijbehorende toelichting.

plaatsvinden. Zoals in de voorgaande subparagraaf al is opgemerkt, zijn veel contracten uniek. De schade die voortvloeit uit de beëindiging van verschillende unieke contracten, zal naar alle waarschijnlijkheid voor ieder contract verschillend zijn. De vaststelling van de omvang van de contractbeëindigingsschade leent zich dan niet voor groepsbesluitvorming. Dit neemt niet weg dat er ook gevallen zijn waarin er meerdere vergelijkbare contracten met verschillende wederpartijen bestaan. De vaststelling van de omvang van de schade, of van de uitgangspunten voor de vaststelling van de schade, zou zich dan in principe wel voor groepsbesluitvorming kunnen lenen.

Het blijft echter de vraag of de vaststelling van de omvang van (schade)vorderingen door middel van groepsbesluitvorming verenigbaar is met grondrechten zoals het recht op toegang tot de rechter onder artikel 6 EVRM en het recht op ongestoord genot van eigendom onder artikel 1 van het eerste Eerste Protocol van het EVRM (zie ook hierna, paragraaf 8.10). De beantwoording van deze vraag valt buiten het bestek van dit boek en merk ik aan als onderwerp van nader onderzoek.

Indien vaststelling van betwiste (schade)vorderingen bij meerderheidsbesluit niet mogelijk is, zou in het kader van een akkoordtraject de rechter of de rechter-commissaris alleen een beslissing moeten nemen over de omvang van de betwiste vordering voor de toelating tot de stemming. De stemming zou dan alleen zien op de wijze van behandeling van de schadevordering als concurrente vordering onder het akkoord. De omvang van de vordering, voor de bepaling van de materiële aanspraak die deze onder het akkoord geeft, zou dan in een separate bodemprocedure moeten worden vastgesteld.

8.2.8.5 Behandeling concurrente schadevordering wel een akkoordbesluit

Het derde facet van de beëindiging en afwikkeling van een lopende overeenkomst betreft wijze waarop de toegekende concurrente schadevordering onder het akkoord wordt behandeld. Dit is een onderwerp van de gebruikelijke akkoordbesluitvorming. Contractspartijen wier contract voortijdig is beëindigd en die uit dien hoofde een concurrente schadevordering hebben verkregen, zullen in beginsel in de klasse van concurrente schuldeisers worden geplaatst. Indien deze klasse vóór het aangeboden akkoord stemt en het akkoord tot stand komt, is de minderheid in de klasse bij democratisch besluit gebonden. Indien de klasse van concurrente schuldeisers bij meerderheid tegen het akkoord stemt, zal het akkoord tot stand

moeten komen met een rechterlijke *cram down* beslissing. Zie ook paragrafen 4.1 en 4.3.6 hiervoor en paragrafen 8.9.5 – 8.9.7 hierna.

8.2.9 *Mogelijkheid om vroegtijdig geschilpunten te laten beslechten*

In het kader van de totstandbrenging van een akkoord is het van belang om zoveel mogelijk onzekerheden in een zo vroeg mogelijk stadium van het proces te kunnen elimineren. De aanbieder van het akkoord zou voorafgaand aan de stemming van de rechter over alle onderwerpen die de homologatie van het akkoord later in de weg zouden kunnen staan een bindende beslissing moeten kunnen vragen, voor zover daarover vóór de stemming een beslissing is te geven (“*directions from the court*”). De aanbieder kan het een en ander dan daarop aanpassen voordat hij het akkoord in stemming brengt.

De enige beslissingen die pas na de stemming kunnen worden genomen, zijn beslissingen die direct met de stemming en de stemuitslag verband houden. Andere beslissingen zouden, op verzoek van de aanbieder van het akkoord, eerder moeten kunnen worden gegeven. De belangrijkste beslissing die eerder zou moeten kunnen worden gegeven is die over de waardering (ik kom hier in paragraaf 8.6 uitgebreider op terug). Andere beslissingen die vóór de stemming zouden kunnen worden gegeven, zijn beslissingen over de juistheid van de klassenindeling en de deugdelijkheid van de voorgestelde stemprocedure. Een veelheid aan andere vragen kan echter opkomen. De bevoegdheid van de rechter om op verzoek van de aanbieder een uitlating te doen, zou niet tot een limitatieve lijst van specifieke onderwerpen beperkt moeten blijven.

Het is mijns inziens onwenselijk dat een ander dan de aanbieder van het akkoord de bevoegdheid heeft een tussentijdse beslissing van de rechter te vragen.

Dwarsliggende crediteuren kunnen dit aangrijpen om onnodige discussie op te werpen en het proces te ontregelen. Indien de aanbieder voldoende vertrouwen heeft dat alle relevante onderdelen bij de homologatie de toets der kritiek zullen doorstaan, moet hij het omwille van de snelheid zonder tussentijdse beslissing op de homologatie kunnen laten aankomen.

Om eventuele gebreken en klachten zo vroeg mogelijk aan het licht te brengen, zou de regeling crediteuren moeten verplichten klachten en geconstateerde gebreken zo vroeg mogelijk kenbaar te maken op straffe van verval van het recht om in een later

stadium alsnog op de klacht een beroep te doen.⁷⁸⁸ De aanbieder heeft dan gelegenheid de gebreken in een vroegtijdig stadium, vóór de stemming, te adresseren en waar nodig en mogelijk aan de klachten van de betrokkene tegemoet te komen. De aanbieder van het akkoord wordt dan niet pas achteraf, bij homologatie, door de geopperde bezwaren verrast op een moment waarop hij er niets wezenlijks meer aan kan doen, althans niet zonder de stemming opnieuw te doorlopen.

8.2.10 Gespecialiseerde insolventierechtbank

De introductie in het Nederlandse rechtssysteem van de mogelijkheid om herstructureringen te implementeren door middel van een (effectief) dwangakkoord, gaat ingewikkelde financieel-inhoudelijke beslissingen van de rechter vragen die tot nu toe niet eerder van de Nederlandse rechter zijn gevraagd (in het bijzonder maar niet uitsluitend over waardering).

De meeste reddingsoperaties in geval van insolventie (zonder medewerking van alle betrokken partijen) vinden thans via een doorstarttransactie uit faillissement plaats. Dit is een liquidatie waarbij de onderneming tegen betaling in contanten wordt verkocht na kortere of langere blootstelling aan de markt. De waardering vindt daarbij in beginsel door de markt plaats. De rechter hoeft zich over de waardering of de juistheid van de prijs niet diepgaand te buigen.

In het kader van de totstandkoming van een surseance- of faillissementsakkoord naar huidig recht, hoeft de rechter zich in beginsel ook niet of niet indringend met financieel-inhoudelijke onderwerpen in te laten, omdat de rechter onder de huidige akkoordregeling in surseance en faillissement geen algemene *cram down* bevoegdheid heeft. De rechter moet hooguit een vergelijking met liquidatie maken in het kader van het vaststellen van een akkoord als ware het aangenomen en/of bij het toetsen aan het homologatiecriterium of de baten van de boedel de aangeboden uitkeringen onder het akkoord overstijgen.⁷⁸⁹ Vanwege de gebreken die aan de huidige akkoordregeling kleven, komt een akkoord naar huidig recht echter zelden voor.

⁷⁸⁸ Vgl. de ontvankelijkheidsdrempel van artikel 2:349 BW voor het starten van een enquêteprocedure.

⁷⁸⁹ Vgl. artikel 146 en 153 lid 2 onder 1 respectievelijk 268 a en 272 lid 2 onder 1 Fw.

Bij de introductie van een dwangakkoord zoals voorzien in het Voorontwerp (waarover meer hierna in hoofdstuk 10) of zoals geschetst in dit boek, zal dit naar verwachting ingrijpend veranderen. De knelpunten van de huidige akkoordregeling zullen uit de weg zijn geruimd. Het aantal aangeboden akkoorden zal naar verwachting fors stijgen. De regeling zal in veel gevallen worden gebruikt voor herstructureringen, waarbij een waardering niet plaatsvindt door de markt maar (tenzij alle klassen instemmen) door de rechter. De bepleite mogelijkheid om tegenstemmende klassen van zowel *in* als *out of the money* vermogensverschaffers (waaronder aandeelhouders) krachtens rechterlijke beslissing te kunnen binden indien aan bepaalde economische criteria is voldaan (*cram down*), gaat een veelheid aan ingewikkelde financieel-inhoudelijke beslissingen van de rechter vragen, in het bijzonder over waardering, die de rechter tot nu toe niet heeft hoeven geven.

Daar komt bij dat in het kader van de behandeling van het akkoord de rechter, vanwege de urgentie die inherent is aan ondernemingen met een (dreigend) liquiditeitstekort, deze beslissingen binnen zéér kort tijdsbestek zal moeten kunnen geven (bij voorkeur in één instantie). Dit stelt extra hoge eisen aan de ervaring en deskundigheid van behandelende rechters.

Om de vereiste kwaliteit en snelheid van de rechterlijke besluitvorming te waarborgen, is het essentieel om de behandeling van akkoorden onder te brengen en te concentreren bij een daartoe gespecialiseerde (insolventie)rechtbank.⁷⁹⁰ Zolang een gespecialiseerde rechtbank niet bestaat, zou de akkoordprocedure moeten worden ondergebracht bij de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam.⁷⁹¹ Een alternatief zou zijn om accountants of andere financieel experts in ingewikkelde insolventiezaken als rechter bij te benoemen.

⁷⁹⁰ Zie ook G. O’Dea, Craving a cram-down: why English insolvency law needs reforming, *Journal of International Banking and Financial Law* (2009) 10 JIBFL 583, p. 10 die om deze redenen ook de invoering van een gespecialiseerde insolventierechtbank voorstelt in Engeland.

⁷⁹¹ Zie R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans, K.A.J. de Vries, Herijking faillissementsrecht en het informeel akkoord: gemiste kans of opportunity voor een Nederlandse scheme of arrangement, *TvI* 2013/2; R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans, K.A.J. de Vries, Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV, *TvI* 2013/20; R.D. Vriesendorp, Het buitengerechtelijk akkoord, Preadvis van de Vereniging Handelsrecht. Uitgeverij Paris, 2014, par. 4.3. en M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation? in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation* 2014-2015, p. 284. Zie over het belang van een gespecialiseerde insolventierechtbank ook S. Madaus, *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, *NACIIL Reports* 2012, p. 18 en S. Paterson, Bargain in Financial Restructuring: Market Norms, Legal Rights and Regulatory Standards, (2014) 14(2) *Journal of Corporate Law Studies* 337 – 342 die concludeert dat de gewone rechter onvoldoende geëquipeerd is om de waarderingsdiscussie te beslechten en voorstelt dat de *administrator* als een “*valuation ombudsman*” de waardering vaststelt.

In de *Impact Assessment* bij de Aanbeveling inzake een nieuwe aanpak van insolventie identificeert de Europese Commissie als één van de voornaamste implementatierisico's bij de invoering van gemoderniseerde herstructureringsprocedures “a failure to ensure the high quality of the judges (...)”.⁷⁹² De Commissie merkt op dat lidstaten die preventieve herstructureringsprocedures invoeren in training van hun rechters zullen moeten voorzien. De vruchten van training vloeien echter telkens weg en ervaring en expertise kan niet goed worden opgebouwd indien zaken niet worden geconcentreerd bij een gespecialiseerde rechtbank zonder roulatieplicht.

8.3 Bevoegdheid aan te bieden: ook crediteuren

Zoals hiervoor is uiteengezet, is het dwangakkoord in mijn opvatting primair een verhaalsinstrument dat ten dienste staat van de crediteuren.⁷⁹³ Reeds hieruit volgt dat niet alleen de schuldenaar, maar (vooral) ook de crediteuren de bevoegdheid zouden moeten hebben om een akkoord aan te bieden.⁷⁹⁴ Daarnaast zou men de bevoegdheid tot aanbidding ook toe kunnen kennen aan een stille toezichthouder en/of de bewindvoerder of curator in surseance of faillissement.^{795 796}

Is uitsluitend de schuldenaar bevoegd een pre-insolventieakkoord aan te bieden, dan kan dat de regeling in belangrijke mate van haar doeltreffendheid beroven. Weigert de schuldenaar eenvoudigweg een akkoord aan te bieden, dan houdt het daarmee al direct op. Als verhaalsinstrument van de crediteuren is het pre-insolventieakkoord dan bijzonder ineffectief. De regeling zal dan in veel gevallen waarin een controlerend aandeelhouder *out of the money* is, wat in geval van

⁷⁹² Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, SWD(2014) 62 final, p. 47.

⁷⁹³ Zie paragrafen 3.3, 3.5 en 3.6.1.

⁷⁹⁴ Zie ook hiervoor paragrafen 3.4.7.2, 3.6.1 en 8.2.3.

⁷⁹⁵ In een *Chapter 11* procedure hebben derden (“*any party in interest*”) na het verstrijken van de zogenoemde “*exclusivity period*” het recht een akkoord aan te bieden (section 1121(b) US Bankruptcy Code). In het Verenigd Koninkrijk hebben volgens de Companies Act 2006 ook individuele crediteuren en aandeelhouders en de “*liquidator*” of “*administrator*” het recht een *scheme of arrangement* aan te bieden (section 896(2) Companies Act 2006). Het recht voor crediteuren, althans ieder lid van de crediteurencommissie, om een akkoord aan te bieden is op 1 juli 2014 ingevoerd in het Franse recht (L 626-30-2 Code de Commerce). Zie over de wenselijkheid van het mogelijk maken van “*competing plans*” ook S. Madaus, Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans, NACIIL Reports 2012, p. 21.

⁷⁹⁶ Zie ook B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispén, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in: “Overeenkomsten en insolventie”, red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt, Kluwer, 2012, p. 312 e.v. en J. Jol, Wettelijk faciliteren van (financiële) herstructureringen: het dwangakkoord, in: Herstructurering en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?, Kluwer, 2013, p. 36 – 53.

insolventie doorgaans het geval is, niet zijn in te zetten of niet op een wijze die recht doet aan de onderliggende posities.⁷⁹⁷ De controlerend *out of the money* aandeelhouder zal immers in de regel zijn zeggenschappositie aanwenden om te voorkomen dat de vennootschap een akkoord aanbiedt dat recht doet aan het feit dat hij geen economisch belang meer heeft. Indien ook de crediteuren de mogelijkheid hebben een akkoord aan te bieden, kan een *out of the money* aandeelhouder niet verhinderen dat een akkoord tot stand komt dat de beschikbare waarde verdeelt overeenkomstig ieders recht zonder aan de aandeelhouder een belang toe te kennen waarop hij geen aanspraak heeft. Om de voorgaande redenen zou het bestuur ook niet de instemming van de algemene vergadering van aandeelhouders nodig moeten hebben om een akkoord aan te kunnen bieden.⁷⁹⁸

Biedt de schuldenaar een akkoord aan dat geen recht doet aan de onderscheiden posities en heeft uitsluitend de schuldenaar (feitelijk de aandeelhouder) het recht een akkoord aan te bieden, dan kunnen de crediteuren geen alternatief ontwikkelen. Het enige alternatief naast het aanbod van de schuldenaar/aandeelhouder is dan dat van faillissement. De schuldenaar/aandeelhouder kan en zal dit in de praktijk vaak strategisch gebruiken door slechts marginaal meer te bieden dan wat de schuldeisers in faillissement zouden ontvangen. Dit kan aanzienlijk minder zijn dan de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd of behouden. De crediteuren hebben feitelijk geen andere keuze dan om dit te aanvaarden. Het alternatief is immers nóg minder. De schuldenaar kan dit misbruiken om reorganisatiewaarde te doen toevloeien aan partijen die daartoe in principe niet gerechtigd zijn (aandeelhouders) ten koste van partijen die daar wel toe gerechtigd zijn (de crediteuren).

Dit was een belangrijke reden voor de Amerikaanse wetgever om in de huidige *Chapter 11* procedure ook derden, waaronder crediteuren, de bevoegdheid te geven om een akkoord aan te bieden. Aanvankelijk, onder de oude *Chapter XI* procedure, had alleen de schuldenaar deze bevoegdheid. De Amerikaanse wetgever trok zijn conclusies uit waar dit toe leidde, introduceerde alsnog ook voor crediteuren de bevoegdheid een akkoord aan te bieden, en merkte op:

“Within certain limits the Chapter XI debtor can effectively dictate the essential ingredients of a Chapter 11 plan to its creditors. In many cases, the alternative

⁷⁹⁷ Zie in dit verband ook paragraaf 3.4.7.2 hiervoor.

⁷⁹⁸ Anders INSOLAD surseancevoorstel art. 269 lid 2 en de Toelichting op het INSOLAD voorstel par. 103.

to creditors may be to accept the proverbial “ten cents on the dollar” offered or be confronted with an adjudication in bankruptcy and the resultant liquidation (...). The take-it-or-leave-it attitude on the part of debtors as permitted by Chapter XI is fraught with potential abuse. The granting of the authority to creditors to propose plans of reorganization and rehabilitation serves to eliminate the potential harm and disadvantages to creditors and democratizes the reorganization process.”⁷⁹⁹

Het is niet altijd noodzakelijk dat crediteuren van de bevoegdheid om een akkoord aan te bieden ook daadwerkelijk gebruikmaken om een resultaat te bereiken dat de onderliggende posities beter benadert. Reeds de druk die uitgaat van de mogelijkheid een concurrerend akkoord aan te bieden zal de schuldenaar (lees: aandeelhouder) vaak ertoe bewegen zich in te spannen meer dan het minimale aan de crediteuren aan te bieden en voorkomt dat de schuldenaar hiermee onnodig draait.⁸⁰⁰

Kent men ook aan derden het recht toe een akkoord aan te bieden, dan heeft dat recht uitsluitend praktische betekenis indien die derde niet alleen juridisch maar ook feitelijk in de mogelijkheid verkeert om een akkoord aan te bieden. Met name zou de derde recht op toegang tot (alle relevante informatie van) de onderneming moeten hebben en/of zou de figuur van een stille bewindvoerder moeten worden geïntroduceerd om het aanbieden van een concurrerend akkoord te faciliteren. Zie paragraaf 8.2.4 hiervoor. Het is voor een relatieve buitenstaander anders vrijwel onmogelijk om een akkoord aan te bieden en gefinancierd te krijgen.⁸⁰¹

Onder het Amerikaanse recht en andere rechtsstelsels heeft de schuldenaar gedurende enige tijd het exclusieve recht een akkoord aan te bieden voordat ook anderen dat mogen doen. Voor het bieden van exclusiviteit aan de schuldenaar bestaat mijns inziens geen goede reden.⁸⁰² Als in eerste instantie alleen de

⁷⁹⁹ Bankr. Act Revision, Serial No. 27, Part 3, Hearings on H.R. 31 and H.R. 32 before Subcomm. On Civil and Constitutional Rights of the Comm. On the Judiciary, 94th Cong., 2d Sess., at 1875-76 Mar.29, 1976); zie voorts R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 8-12 en p. 11-16.

⁸⁰⁰ Vgl. Y. Ren, A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 82 en Shannon R. Oehlke Lieke, Will Congress’s Proposal Cap on Extensions to the Debtors Exclusivity Period in Chapter 11 Solve the Problem of Creditor Preclusion, S. Tex. L. Rev. 2002, Vol. 43, p. 1310.

⁸⁰¹ Vgl. B.E. Nelan, Multiple Plans “On the Table” During the Chapter 11 Exclusivity Period, Bankr. Dev. J. 1989, Vol. 6.

⁸⁰² Zie nader paragraaf 6.16.3.

schuldenaar een akkoord kan aanbieden en dat akkoord vervolgens wordt verworpen, zal het veelal te laat zijn om een geheel nieuw akkoordtraject op te starten. Het verlenen van exclusiviteit aan de schuldenaar gedurende een zekere periode maakt het recht van derden om een akkoord aan te bieden veelal illusoir.

De ratio van de *exclusivity period* onder het Amerikaanse recht is dat dit de drempel voor de schuldenaar zou verlagen om *Chapter 11* aan te vragen en daarmee het vroegtijdig treffen van maatregelen bevordert, omdat de schuldenaar gedurende de *exclusivity period* geen vrees hoeft te hebben om controle te verliezen.⁸⁰³ Ik acht deze overweging onvoldoende zwaarwegend.⁸⁰⁴ Exclusiviteit leidt tot een suboptimaal resultaat waar een ander bereid zou zijn geweest om een beter akkoord aan te bieden en/of leidt tot onnodige vertraging. Een vroegtijdige opening van de procedure kan beter op andere wijze worden bevorderd, in het bijzonder door de procedure zodanig licht, efficiënt en effectief in te richten dat daarvan weinig onnodige publiciteit en schade te duchten valt.

8.4 Financiële toegangsdrempel met rechterlijke toets

8.4.1 *Geen verplichte ingangstoets voor de schuldenaar*

Hiervoor in paragraaf 3.6 heb ik uiteengezet dat een zelfstandig dwangakkoord uitsluitend beschikbaar zou moeten zijn in het kader van insolventie (waaronder ik hier ook versta pre-insolventie).⁸⁰⁵ Dit betekent echter niet dat men een financieel ingangscriterium zou moeten introduceren waaraan de rechter zou moeten toetsen voordat *de schuldenaar* een akkoordtraject kan opstarten.

⁸⁰³ Zie uitgebreider over de *exclusivity period* onder het Amerikaanse recht paragrafen 6.5 en 6.16.3 hiervoor.

⁸⁰⁴ Zie ook Y. Ren, *A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 44 e.v.

⁸⁰⁵ Het wetsvoorstel voor een “akkoord buiten faillietverklaring” uit 1893 ging er eveneens vanuit dat alleen de schuldenaar die financieel in staat van insolventie verkeerde het recht zou hebben om een akkoord buiten faillissement te laten homologeren. Artikel 1 van wetsvoorstel luidde: “*Ieder, die buiten staat is om zijne schulden ten volle te betalen, kan aanspraak maken op het recht van homologatie van akkoord buiten faillietverklaring (...)*”; zie Handelingen der Staten-Generaal, Bijlagen 1893-1894, 100.2. Frima stelde in de regeling die hij in 1992 opperde niet uitdrukkelijk de eis dat de schuldenaar financieel in staat van insolventie moest verkeren, maar stelde voor in beginsel aan “iedere schuldenaar” de bevoegdheid te geven om de rechtbank te verzoeken een door hem aangeboden onderhands akkoord te homologeren. Zie R.P.W. Frima, *De homologatie van het onderhands akkoord*, TVVS 1992, nr. 92/8, p. 194.

Het is van belang dat de schuldenaar het akkoordtraject zo vroeg en zo geruisloos mogelijk in kan leiden.⁸⁰⁶ Een rechterlijke ingangstoets zou voor de schuldenaar een onnodige drempel opwerpen. Het is onaannemelijk dat een schuldenaar zelf een akkoord aanbiedt indien zijn financiële situatie daar niet toe noopt. Zoals hiervoor al opgemerkt, heeft de Amerikaanse wetgever om deze reden bewust geen financieel criterium opgenomen voor het openen van een Amerikaanse *Chapter 11* procedure.⁸⁰⁷

De schuldenaar zou daarom de mogelijkheid moeten hebben om een akkoordtraject op te starten zonder dat een rechter eerst vooraf moet toetsen of de financiële toestand van de schuldenaar zulks rechtvaardigt. Wel zou de schuldenaar, indien hij over de bevoegdheid om een dwangakkoord tot stand te brengen twijfelt, de rechter moeten kunnen vragen om zich hierover vooraf uit te laten (zie ook paragraaf 8.2.9). Heeft de schuldenaar aan een voorafgaande uitspraak van de rechter hierover geen behoefte, dan zou de rechter in ieder geval in het kader van de homologatie van het akkoord moeten toetsen of de financiële toestand van de schuldenaar het tot stand brengen van een dwangakkoord rechtvaardigt (zie ook paragraaf 3.6 hiervoor en paragraaf 8.9.4.1 hierna).

Payne legt uit dat het feit dat een Engelse *scheme* ook buiten insolventie toepasbaar is, vroegtijdig ingrijpen mogelijk maakt daar waar dat onder insolventiesystemen in continentaal Europa niet mogelijk is:

“The fact that, in relation to creditor schemes, there is no requirement that there be any impending insolvency is a significant benefit of the scheme procedure. The ability to effect a restructuring before insolvency, and head off a liquidation, is therefore a potentially valuable aspect of the English scheme. Early attention may be given to corporate difficulties, which is particularly

⁸⁰⁶ Zie in dit verband ook J.B. Cleveland, Valuation in bankruptcy and a financial restructuring context, *Journal of Business Valuation* 7/15/2003 die vaststelt dat “*in virtually every restructuring situation, the subject company has waited too long to address its capital structure.*”; zie verder o.a. S. Madaus, *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, NACIIL Reports 2012, p. 18: “[The proceeding] *must provide for the “debtor in possession” and ensure for as little interruption in the continuation of the business as possible. To initiate such a proceeding, no insolvency test should be required and no liquidator or trustee should be appointed.*” Zie ook J. Payne, *Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform*, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, die eveneens het belang benadrukt van de afwezigheid van een insolventietest om vroegtijdig ingrijpen te faciliteren. Zie ook O. Couwenberg, *Reorganisatie-obstakels in faillissement, Ondernemingsrecht* 2004/223, par. 5.

⁸⁰⁷ E. Warren, Chapter 11: *Reorganizing American Businesses*, Wolters Kluwer 2008, p. 24; zie ook O. Couwenberg and S.J. Lubben, *Corporate Bankruptcy Tourists*, *The Business Lawyer*, 25 October 2015 en O. Couwenberg and S.J. Lubben, *Solving Creditor Problems in the Twilight Zone: Superfluous Law and Inadequate Private Solutions*, 34 *Int’l Rev. L. & Econ.* 61 (2013). Zie in dit verband voorts paragraaf 6.3 hiervoor.

*important in rescue scenarios. This facility is not available in all jurisdictions. In Germany, for example, there is a mechanism within the insolvency regime for an insolvency plan, which allows for a restructuring of the debts of the company, and includes a cramdown mechanism. However, there is no pre-insolvency mechanism for restructuring the debts of the company (...). This strict distinction between solvent and insolvent companies, with different regimes in place regarding their restructuring options is unhelpful. (...). The fact that a scheme can operate before insolvency is one of the reasons for a number of solvent but financially distressed foreign companies in recent years seeking to utilise the UK scheme jurisdiction.*⁸⁰⁸

Met de eis van pre-insolventie zou het voorgestelde dwangakkoord ontegenzeggelijk minder vroeg in te zetten zijn dan een *scheme*. Hiervoor in paragraaf 3.6 kwam ik echter tot de conclusie dat voor het eerder, buiten insolventie, opleggen van democratische of rechterlijke dwang aan onwillige partijen onvoldoende rechtvaardiging bestaat (afgezien van misbruik van bevoegdheid).

Het verschil ten opzichte van *schemes* zal echter minder groot zijn dan Payne hier suggereert. Ook bij *schemes* plegen ondernemingen vaak tot het allerlaatste moment te wachten voordat zij naar dit middel grijpen. Insolventie is dan vaak al in zicht. Zou men in de *scheme* regeling de mogelijkheid willen introduceren om tegenstemmende *out of the money* klassen te binden, dan valt bovendien ook in de Engelse *scheme* regeling aan de invoering van een insolventietoets niet te ontkomen. Zie hiervoor paragraaf 7.15.4.

8.4.2 Wel een verplichte ingangstoets voor een derde

De bevoegdheid van een *derde* om een akkoord aan te bieden, zou wél in *alle gevallen* aan een financiële toegangsdrempel en een voorafgaande rechterlijke toets onderworpen moeten zijn.⁸⁰⁹ De mogelijkheid van een derde om een akkoord aan te bieden, kan de schuldenaar aanzienlijke schade berokkenen. Denk bijvoorbeeld aan vertrouwelijke bedrijfsgevoelige informatie die de derde verspreidt ter ondersteuning van het akkoord. Denk ook aan de aantasting van vertrouwen bij handelspartijen die met een akkoordvoorstel van een derde worden benaderd of

⁸⁰⁸ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 177-178 en O. Couwenberg and S.J. Lubben, *Corporate Bankruptcy Tourists*, *The Business Lawyer*, 25 October 2015.

⁸⁰⁹ Zie ook paragraaf 6.3 hiervoor ten aanzien van het Amerikaanse recht.

anderszins lucht krijgen van de suggestie dat de schuldenaar niet in staat zou zijn om aan zijn verplichtingen te voldoen. Verder scheidt het recht van een derde om een akkoord aan te bieden de mogelijkheid om de onderneming gedwongen te verkopen of vijandig over te nemen. Voor dit alles is uitsluitend plaats indien aannemelijk is dat zonder de totstandkoming van een akkoord de schuldenaar in staat van insolventie zal geraken én de rechter dit vooraf heeft getoetst.

Een voorafgaande rechterlijke toets beschermt de schuldenaar tegen onbevoegdlijk gelanceerde akkoordvoorstellen van derden. Het neemt mogelijke onzekerheid weg over de vraag of de derde wel bevoegd is een akkoord aan te bieden en beschermt de derde tegen de aansprakelijkheidsrisico's van het prematuur en onbevoegdlijk lanceren van een akkoord.

Indien de schuldenaar zelf een akkoord aanbiedt, zal in de regel duidelijk zijn dat ook een schuldeiser de bevoegdheid heeft om een (concurrerend) akkoord aan te bieden. De voorafgaande rechterlijke toets zal daarom vooral betekenis hebben indien de schuldenaar zelf weigert een akkoord aan te bieden, terwijl een schuldeiser meent dat er een financiële noodzaak bestaat om in te grijpen en een akkoord geïmplementeerd wenst te zien om zijn belangen veilig te stellen.

Een derde die wenst dat tijdig wordt ingegrepen, zou in bewijsnood kunnen komen te verkeren. Intern kan vaststaan dat de onderneming afstevent op een liquiditeitstekort, terwijl de uiterlijke symptomen van de financiële problemen nog niet zichtbaar zijn. Indien de rechter twijfelt over de vraag of de schuldenaar bij het uitblijven van een akkoord in de faillissementstoestand zal komen te verkeren, zou hij daarom op verzoek de schuldeiser een deskundige moeten kunnen benoemen die in stilte en onder geheimhouding naar de financiële toestand van de schuldenaar onderzoek doet en aan de rechtbank rapporteert voordat de rechtbank een beslissing neemt. Is een schuldeiser pas in staat om in te grijpen op het moment dat de financiële problemen zich extern manifesteren, dan zal het meestal al te laat zijn.

8.5 Vrije inhoud en mogelijkheid tot binding van alle soorten vermogensverschaffers

De mogelijke inhoud van het akkoord moet niet aan beperkende regels onderhevig zijn, maar zou in beginsel vrij moeten zijn.⁸¹⁰ De grenzen van de toelaatbare inhoud van een akkoord volgen indirect uit de homologatiecriteria (zie daarover nader paragraaf 8.9 hierna).

De aanbieder van het akkoord zou allereerst de vrijheid moeten hebben om zelf te bepalen tot wie het akkoord zich richt.

Voorts moet de vrijheid bestaan om af te wijken van de *paritas creditorum* regel. Het “gelijkheid van schuldeisers beginsel”⁸¹¹ biedt in een continuïteitsscenario niet altijd een zinvol uitgangspunt.⁸¹² Het gaat ervan uit dat schuldeisers met een gelijke positie, gelijk worden behandeld. Het neemt daarbij echter slechts de juridische positie in ogenschouw en laat de commerciële en verdere positie van de schuldeisers buiten beschouwing, terwijl deze relevant kunnen zijn. Neem bijvoorbeeld de situatie van een onderneming met twee groepen concurrente schuldeisers: concurrente obligatiehouders en concurrente handelscrediteuren. Stel dat de handelscrediteuren tevens een dwangpositie hebben: zonder hun medewerking kan de onderneming niet worden voortgezet, althans niet zonder de financiële prestaties van de onderneming materieel aan te tasten. De onderneming genereert met haar activiteiten een substantiële EBITDA en heeft een kasstroomwaarde (*going concern* waarde) die aanzienlijk hoger ligt dan de activawaarde. Op basis van de *going concern* waarde kunnen de obligatiehouders nog een substantiële uitkering verwachten. Op basis van de activawaarde ontvangen zij met zekerheid niets. In een dergelijke situatie zou een akkoord moeten kunnen inhouden dat de dwangcrediteuren volledig in contanten worden voldaan, terwijl de obligatiehouders een inkorting van hun vordering en/of voldoening in andere vorm moeten accepteren. De rechtvaardiging voor deze voorkeursbehandeling van de dwangcrediteuren is dat dit de ongestoorde voortzetting van de bedrijfsactiviteiten waarborgt en daarmee het risico van een terugval in de EBITDA en daarmee aantasting van de *going concern* waarde voorkomt. Wordt de EBITDA en daarmee de *going concern* waarde aangetast, dan

⁸¹⁰ Zie ook B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispén, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in: “Overeenkomsten en insolventie”, red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt, Kluwer, 2012, p. 318 e.v.

⁸¹¹ Zie over het *paritas creditorum* beginsel (en de betrekkelijkheid ervan buiten faillissement) o.a. F. M.J. Verstijlen, De faillissementscurator, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998, p. 15 e.v. en p. 67 e.v.

⁸¹² Zie over het gelijkheidsbeginsel in het kader van een akkoord ook F.M.J. Verstijlen, Het insolventieakkoord, in: J.A. van de Hel, M.C.A. van den Nieuwenhuijzen, & J.H. Verdonschot (red.), Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd, *Ars Aequi*, p. 144 e.v.

ontvangen de obligatiehouders nog minder of niets. De obligatiehouders kunnen het in zulk een geval in hun eigen belang achten om de handelscrediteuren, hoewel deze dezelfde concurrente juridische status hebben, een voorkeursbehandeling te geven en volledig te laten voldoen. Waarom zou deze ogenschijnlijk ongelijke behandeling niet mogen indien dit in het belang is van beide groepen en de obligatiehouders hier (bij meerderheid) mee instemmen? Er bestaat in ieder geval geen goede reden om een ongelijke behandeling te verbieden, indien de voorkeursbehandeling van de ene groep leidt tot een hogere opbrengst voor de crediteuren als groep en de minder gunstig behandelde deelgroep van de ongelijke behandeling geen nadeel ondervindt.⁸¹³ Of anders gezegd: een ongelijke behandeling van gelijk gerangschikte crediteuren is toelaatbaar als dat ten goede komt van de crediteuren als groep en niemand erop achteruit gaat ten opzichte van de situatie met gelijke behandeling.

Verder zou het akkoord, om effectief te zijn, alle partijen in de kapitaalstructuur moeten kunnen binden: aandeelhouders, achtergestelde crediteuren, concurrente crediteuren, preferente crediteuren en geseceerde crediteuren.⁸¹⁴

De onmogelijkheid om aandeelhouders te binden, kan het akkoord van zijn inzetbaarheid en effectiviteit beroven. Aandeelhouders zijn als eersten *out of the money* en moeten daarom in beginsel als eersten in het akkoord worden betrokken. Zolang geen effectieve mogelijkheid bestaat om aandeelhouders in een akkoord te betrekken, hetzij omdat het akkoord aandeelhouders niet bindt, hetzij omdat (feitelijk) uitsluitend de aandeelhouder (via de schuldenaar) het recht heeft een akkoord aan te bieden, is het akkoord slechts inzetbaar in die gevallen waarin de bestaande aandeelhouder *in the money* is of nieuw geld verschaft of de *in the money* crediteuren bereid zijn *out the money* aandeelhouders af te kopen of te laten zitten (*hold-out value*).

De onmogelijkheid aandeelhouders in het akkoord te betrekken is, behalve in Nederland, ook een probleem in andere jurisdicties zoals Spanje, Frankrijk en tot

⁸¹³ Gerefereerd wordt aan het Pareto-criterium, zie hierover nader paragraaf 2.6.5 hierboven.

⁸¹⁴ Zie over de noodzaak ook geseceerde schuldeisers te kunnen binden ook F.M.J. Verstijlen, Het insolventieakkoord, in: J.A. van de Hel, M.C.A. van den Nieuwenhuijzen, & J.H. Verdonschot (red.), Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd, *Ars Aequi*, p. 135 e.v. Zie over de noodzaak aandeelhouders te binden o.a. J. Jol, Wettelijk faciliteren van (financiële) herstructureringen: het dwangakkoord, in: *Herstructurering en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?*, Kluwer, 2013, p. 36 – 53.

voor kort ook Duitsland.⁸¹⁵ Het is dan ook onbegrijpelijk dat de Aanbeveling van de Europese Commissie met geen woord over de positie van de aandeelhouder rept.⁸¹⁶ De weerstand tegen de mogelijkheid om in het kader van insolventie met rechterlijke dwang de juridische rechten van *out of the money* aandeelhouders te ontnemen, is niet terecht. Dit is niet meer dan de inherente manifestatie van het tekort.⁸¹⁷ Waarom zou het wel mogelijk zijn om de rechten van *out of the money* crediteuren te ontnemen, maar zou het niet mogelijk zijn de rechten van aandeelhouders te ontnemen, terwijl een crediteur in geval van insolventie een *sterker* recht heeft dan een aandeelhouder? Daar bestaat geen goede verklaring voor. Laat men aandeelhouders een aanspraak behouden, terwijl er onvoldoende waarde beschikbaar is om alle crediteuren te voldoen, dan moet de beschikbare waarde effectief in verdunde vorm worden uitgesmeerd over crediteuren én aandeelhouders. De aandeelhouders ontvangen dan méér dan waar zij recht op hebben en de crediteuren minder.

8.6 Waarderingsbeslissing los van en eerder dan homologatietoets

Zoals bleek in paragraaf 4.1 hiervoor, heeft een akkoordprocedure behalve een democratisch element, ook een belangrijk zuiver judicieel element: de vaststelling van wie *in* en wie *out of the money* is (beslechting van de waarderingsdiscussie).

Alleen de *out of the money* crediteuren zelf kunnen bij meerderheid beslissen dat zij *out of the money* zijn. Tenzij de *out of the money* crediteuren (bij meerderheid) met het inleveren van hun positie vrijwillig instemmen of door de *in the money*

⁸¹⁵ Sinds de inwerkingtreding in Duitsland van de ESUG in maart 2012 biedt het *Insolvenzplan* ook de mogelijkheid aandeelhouders te binden; zie hierover ook P.M. Veder, T.E. Booms en N.B. Pannevis, Rechtsvergelijkende verkenning in het kader van het programma herijking faillissementsrecht, Nijmegen: Onderzoekcentrum Onderneming & Recht 2013, p. 10 e.v. Zie wat betreft de recente wijzigingen in Frankrijk: Practical Law, Restructuring and Insolvency, “*Restructuring and insolvency in France: overview*”, 2014 Practical Law, p. 8; P. Rossi, L’ordonnance du 12 mars 2014 peut être entièrement mise en application, Bulletin Joly Entreprises en difficulté, Juillet – Août 2014; Jean-François Barbiéri, L’ordonnance du 12 mars 2014 et le droit des sociétés, Restructuration des sociétés en difficulté, Juin 2014; P.R. Gallem, La réforme du droit des entreprises en difficulté par l’ordonnance du 12 mars 2014, Revue des sociétés, Juin 2014. Zie in dit verband ook O. Couwenberg and S.J. Lubben, Corporate Bankruptcy Tourists, The Business Lawyer, 25 October 2015.

⁸¹⁶ Commission Recommendation of 12 March 2014 on a new approach to business failure and insolvency, C(2014) 1500 final. De daarbij behorende *Impact Assessment* en het daarvoor uitgebrachte rapport van INSOL Europe maken evenmin melding van de positie van de aandeelhouder; Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, SWD(2014) 62 final en INSOL Europe, Study on a new approach to business failure and insolvency – Comparative legal analysis of Member States’ relevant provisions and practices. Zie anders: S. Madaus, Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans, NACIL Reports 2012 die verdedigt dat het enkele feit dat een aandeelhouder “*out of the money*” is onvoldoende reden zou zijn om in het kader van een herstructurering diens rechten te ontnemen.

⁸¹⁷ Zie ook paragraaf 4.1 hiervoor.

crediteuren worden afgekocht, is een gerechtelijke waarderingsbeslissing niet te voorkomen. De gerechtelijke vaststelling wie *in* en wie *out of the money* is, vormt dan ook een van de meest wezenlijke onderdelen van een op insolventie toegesneden akkoordprocedure, hoewel deze vaststelling louter gerechtelijk van aard is en met een “akkoord” in de zin van “overeenstemming” niets te maken heeft. Zie ook hiervoor paragraaf 4.1.

Er wordt veelal gezegd dat *out of the money* crediteuren of aandeelhouders worden “onteigend”. Bij een echte onteigening vertegenwoordigen de onteigende rechten doorgaans waarde en is er een schadeloosstelling verschuldigd, terwijl de in het kader van een herstructurering onteigende rechten van *out of the money* vermogensverschaffers juist geen waarde meer vertegenwoordigen. Van onteigening is eerder sprake bij de wijziging van de rechten van *in the money* vermogensverschaffers, waarbij het de vraag is of de nieuwe aanspraken die zij onder het akkoord verkrijgen adequate compensatie bieden voor de oude rechten die het akkoord aan hen ontnemt.

De vaststelling of een partij *in* of *out of the money* is, vereist overigens niet alleen een waardering van de onderneming, maar kan ook een vaststelling van schulden vereisen. Indien de omvang van alle schulden niet ter discussie staat, hoeft de rechter alleen de waarde van de onderneming (en de onder het akkoord toe te kennen rechten) te bepalen. Staat de omvang van de schulden die op basis van hun rang mogelijk *in the money* zijn wel ter discussie, dan zal het antwoord op de vraag wie *in* en *out of the money* afhankelijk zijn van de uitkomst van het geschil over de omvang en/of rang van die schulden. De vraag of een geschil over de omvang of rang van vorderingen in het kader van een akkoord bij democratisch besluit of door de rechter in een versnelde procedure (in één instantie) kan worden beslecht, laat ik in dit boek rusten en merk ik aan als onderwerp van nader onderzoek.⁸¹⁸

Geschillen in het kader van herstructureringen hebben vaak uitsluitend te maken met de vraag wie *in the money* en wie *out of the money* is en niet met de vraag of de *in the money* crediteuren zouden moeten doorfinancieren en zo ja in welke vorm. In sommige gevallen bestaat tussen de relevante *in the money* crediteuren unanieme overeenstemming over de wijze van herstructurering. Alleen een gerechtelijke beslissing is dan nodig om de *out of the money* crediteuren uit de kapitaalstructuur te elimineren. Het democratische element, de stemprocedure die

⁸¹⁸ Zie over de behandeling van betwiste vorderingen in het kader van een akkoord paragraaf 8.10 hierna.

uitmondt in een bindende beslissing van alle *in the money* klassen over de wijze van aanwending van de beschikbare waarde, is dan niet nodig.

In alle akkoordprocedures die mij bekend zijn, is de materiële vraag naar de waardering (wie is *in* en wie is *out of the money*) pas aan het eind van de procedure aan de orde te stellen in het kader van de homologatie. Dit is niet efficiënt. Als op voorhand duidelijk is dat de als *out of the money* aangemerkte klassen tegen zullen stemmen, moet het mogelijk zijn om de gerechtelijke procedure tot ontneming van hun (waardeloos te verklaren) rechten eerder en los van de stemprocedure te voeren.⁸¹⁹ Indien alle *in the money* crediteuren met de wijze van herstructurering instemmen, moet het voorts mogelijk zijn te volstaan met de gerechtelijke procedure tot ontneming van de rechten van de *out of the money* vermogensverchaffers en de stemprocedure voor de *in the money* crediteuren geheel achterwege te laten.

Zoals hierboven al werd opgemerkt, geldt in het algemeen dat punten van geschil in een zo vroeg mogelijk stadium van het proces uit de weg moeten kunnen worden geruimd. Dit geldt in het bijzonder voor de grootste onzekerheid, namelijk die van de waardering. Waarom zou men de gehele stemprocedure moeten doorlopen om dan pas geheel aan het eind van het traject uit te vinden dat de rechter de waardering anders ziet en het akkoord anders had moeten worden ingericht? Indien tevoren een beslissing over de waardering is te verkrijgen, kan de aanbieder het akkoordvoorstel daarop aanpassen voordat hij het in stemming brengt. Als de waarderingvraag eenmaal is beslecht, zullen de kaarten in veel gevallen al voldoende zijn geschud om de herstructurering met medewerking van alle betrokkenen te kunnen effectueren en zal het doorlopen van de stemprocedure niet nodig zijn.

Kortom, de rechter zou de mogelijkheid moeten hebben om, op verzoek van de schuldenaar of een schuldeiser die bevoegd is een akkoord aan te bieden, zich

⁸¹⁹ Vgl. ook L.M. LoPucki and W.C. Whitford, Preemptive Cram Down, 65 Am. Bankr. L.J. 625 1991, die op basis van empirisch onderzoek vaststellen dat het Amerikaanse recht aandeelhouders te veel gelegenheid geeft proces te frustreren en daarmee *nuisance value* te bedingen. Zij stellen daarom een snelle procedure voor om vervroegd klassen te kunnen elimineren die duidelijk *out of the money* zijn: “we concluded that these distributions [to equity, NT] were, in substantial part, the result of equity’s potential, under current procedures, to obstruct the plan process. In essence, equity holders were being paid the nuisance value of their positions. Our proposal addresses the problem by inviting any party in interest to seek a determination, early in the case, that one or more classes of equity interests are clearly under water and there is no reasonable probability that they will cease to be under water by confirmation. The determination would be in the form of an order extinguishing those interests. We found in our data reason to believe that motions for preemptive cram down would rarely be contested and that, when they were granted, they would greatly reduce the obstructionist potential of equity.”

zelfstandig uit te spreken over de waardering en rechten van *out of the money* crediteuren te ontnemen of te wijzigen zonder dat dit hoeft te lopen via de omslachtige weg van een “akkoord” met een stemprocedure waar dat niet nodig is.⁸²⁰

De criteria voor toewijzing van een ontnemingsverzoek zouden op hoofdlijnen de vaststelling moeten inhouden dat: i) de schuldenaar in staat van insolventie of pre-insolventie verkeert⁸²¹ en ii) dat de betrokken crediteur of aandeelhouder *out of the money* is. Dit is niets nieuws. Het is slechts een ontkoppelde zelfstandige toepassing van het judicieel element van de akkoordprocedure, waar men dit element ook zou toepassen met dezelfde gevolgen bij een gekoppelde toepassing met de rest van de akkoordprocedure.

Neem als voorbeeld een situatie met een enig aandeelhouder die tevens een achtergestelde lening aan de vennootschap heeft verstrekt. De aandeelhouder is zowel als aandeelhouder als in hoedanigheid van achtergesteld schuldeiser *out of the money*. De aandeelhouder is niet bereid of in staat nieuw geld te verschaffen. Hij is evenmin bereid plaats te maken voor een nieuwe financier. Alle *in the money* crediteuren zijn bereid de helft van hun vordering te verlengen en de andere helft om te zetten in aandelen. Daarvoor is wel medewerking van de zittende aandeelhouder nodig, welke medewerking uitblijft. Men zou dan moeten kunnen volstaan met een verzoek aan de rechtbank om de aandeelhouder te bevelen mee te werken aan overdracht van zijn aandelen of uitgifte van nieuwe aandelen en kwijtschelding van de achtergestelde lening, waarbij uitsluitend de enig aandeelhouder wordt opgeroepen om te worden gehoord. Men kan dan een precisie-ingreep uitvoeren zonder met een breder uitgemeten akkoordprocedure te moeten werken waar deze niet nodig is en anders doelloos zou moeten worden doorlopen. In dit voorbeeld zou men anders een akkoord moeten aanbieden dat zich alleen tot de aandeelhouder richt en een stemming voor alleen de aandeelhouder moeten organiseren (met alle termijnen die daarbij horen) terwijl men op voorhand weet dat de aandeelhouder tegen zal stemmen en het om een gerechtelijke *cram down* beslissing (gerechtelijke waardering) zal aankomen. Het zijn precies dit soort nutteloze schijnhandelingen die een efficiënte regeling moet zien te voorkomen. Een

⁸²⁰ Zie in dit verband ook G.J.L. Bergervoet, De positie van de aandeelhouder bij een gedwongen omzetting van schuld in aandelenkapitaal buiten insolventie, MvV 2015, p. 317: “*Zeker als bekend is dat de zittende aandeelhouders tegen gaan stemmen, stel ik me de eerste ronde van stemming in het kader van een door de schuldeisers voorbereide debt for equity swap voor als een pure formaliteit.*”

⁸²¹ Zie paragrafen 3.6 – 3.7 hiervoor.

versnelde toegang tot de gerechtelijke *cram down* procedure zonder onnodige rompslomp zou men ook kunnen bereiken door te bepalen dat vermogensverschaffers die niets onder het akkoord ontvangen worden geacht tegen te stemmen, in welk geval (indien een stemming ook voor het overige niet nodig is) een stemming achterwege kan blijven en men direct door kan naar de gerechtelijke *cram down* procedure (die dan feitelijk neerkomt op de voorgestelde zelfstandige ontnemingsprocedure).⁸²²

De analogie met de noodzaakfinancieringsrechtspraak van de Ondernemingskamer ligt voor de hand.⁸²³ De voorgestelde ontnemingsvoorziening hoort niettemin thuis bij de rechter die over akkoorden in het algemeen beslist, omdat deze rechter dergelijke beslissingen ook zal moeten nemen in het kader van volwaardige akkoorden en omdat de Ondernemingskamer geen voorzieningen kan treffen ten aanzien van *out of the money* schuldeisers - niet zijnde aandeelhouders - waarbij de noodzakelijke voorziening louter vermogensrechtelijk van aard is.⁸²⁴

Indien de rechter zich vóór de stemming over de waardering heeft uitgesproken, bestaat er geen reden meer vermogensverschaffers waarvan de rechter heeft vastgesteld dat deze *out of the money* zijn, bij de stemming te betrekken. Bij de stemming worden dan uitsluitend nog betrokken crediteuren die *in the money* zijn en wier rechten onder het akkoord wijziging ondergaan of wier belangen het akkoord materieel raakt.⁸²⁵

De gerechtelijke procedure voor het vaststellen van de waardering en het ontnemen van rechten die geen economisch belang meer vertegenwoordigen, zou snel en efficiënt moeten zijn, maar gelet op de inhoud van de materie en de ingrijpende aard van de beslissing tegelijkertijd met voldoende waarborgen moeten zijn omkleed om aan de daaraan te stellen rechtstatelijke vereisten te voldoen. De procedure zou hetzelfde zijn ongeacht of de waardering plaatsvindt in het kader van de

⁸²² Onverminderd de mogelijkheid *out of the money* vermogensverschaffers bij de stemming te betrekken. Het kan van praktische waarde zijn om *out of the money* klassen bij de stemming te betrekken: indien iedere *out of the money* klasse bij meerderheid vóór het akkoord stemt, kan een rechterlijke *cram down* beslissing en de bijbehorende gerechtelijke waarderingsprocedure achterwege blijven. Zie hierover ook paragraaf 8.7.2 hiervoor.

⁸²³ Zie o.a. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 januari 2000, JOR 2000/74 (Skygate Holding); Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 15 november 2001, JOR 2002/6 (Decidewise); Hof Amsterdam 31 december 2009, JOR 2010/60 (Inter Access); zie voor verdere verwijzingen o.a. F. Veenstra, Overleven dankzij het enquêterecht, TvI 2015/7.

⁸²⁴ HR 15 december 2005, JOR 2005/295 (Unilever).

⁸²⁵ Zie paragraaf 8.7.2.1 hiervoor.

homologatie van een akkoord of in het kader van een zelfstandig ontnemingsverzoek los van een akkoord.

De rechtbank zou de procedure voor het vaststellen van de waardering zelf in grote mate moeten kunnen bepalen om de nodige flexibiliteit te bieden. Niet elke zaak vergt een even uitgebreide procedure. In uitgebreide vorm, voor relatief complexe zaken, zou de gerechtelijke waarderingsprocedure er op hoofdlijnen als volgt uit kunnen zien:

- de aanvrager verzoekt de rechtbank zich uit te spreken over de waardering, waarbij hij zijn eigen waardering overlegt met onderbouwende stukken. De aanvrager kan de rechtbank daarbij voorts verzoeken de rechten van *out of the money* crediteuren te ontnemen of te wijzigen;
- de rechtbank benoemt een deskundige die zich uitlaat over de door de aanvrager overgelegde waardering en/of een eigen waarderingsrapport in concept opstelt. In ingewikkelde gevallen zou de rechtbank meerdere deskundigen kunnen benoemen, bijvoorbeeld drie, waarbij de rechtbank het gemiddelde hanteert van de door hen geproduceerde waarderingen;⁸²⁶
- de deskundige zendt zijn rapport in concept vorm voor commentaar toe aan alle partijen die door de gevraagde voorzieningen worden getroffen;
- partijen reageren op het conceptrapport van de rechtbankdeskundige al dan niet onder overlegging van waarderingsrapporten van hun eigen partijdeskundigen (eerste schriftelijke ronde);
- de rechtbankdeskundige verwerkt het ontvangen commentaar in het rapport. Daarin geeft hij gemotiveerd zijn reactie op het ontvangen commentaar weer en geeft hij aan in hoeverre de reacties tot een wijziging van het rapport hebben geleid. Een kopie van de ontvangen reacties van partijen (inclusief hun eigen waarderingsrapporten) wordt aan het rapport gehecht;
- voordat de rechtbankdeskundige het rapport in definitieve vorm uitbrengt, stelt hij partijen in de gelegenheid om ten overstaan van de rechtbank te

⁸²⁶ Vgl. K. Sharfman, Valuation Averaging: A New Procedure for Resolving Valuation Disputes, 88 Minn. L. Rev. 357, 364-65 (2003) en D.G. Baird & D. Bernstein, Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 Yale L.J. 1930 – 1970, (2006), p. 1969. Zie in dit verband ook S. Paterson, Bargain in Financial Restructuring: Market Norms, Legal Rights and Regulatory Standards, (2014) 14(2) Journal of Corporate Law Studies 337 – 342 die concludeert dat de gewone rechter onvoldoende geëquipeerd is om de waarderingdiscussie te beslechten en voorstelt dat de *administrator* als een “*valuation ombudsman*” de waardering vaststelt.

- worden gehoord en hun zienswijze over de voorgestelde waardering mondeling toe te (laten) lichten (eerste mondelinge behandeling);
- daarna stelt de rechtbankdeskundige zijn definitieve rapport vast;
 - de rechtbank stelt mede aan de hand van het definitieve rapport de waardering vast in een voorlopige beschikking. De voorlopige beschikking zendt de rechtbank toe aan partijen voor commentaar;
 - partijen kunnen op het definitieve rapport en de voorlopige beschikking van de rechtbank schriftelijk reageren (tweede schriftelijke ronde);
 - vervolgens bestaat gelegenheid voor een mondelinge behandeling (de tweede mondelinge behandeling). De rechtbankdeskundige is daarbij aanwezig om zijn standpunt waar nodig aan de rechtbank toe te lichten en vragen van de rechtbank te beantwoorden;
 - daarna geeft de rechtbank de definitieve beschikking af.

De procedure heeft dan twee schriftelijke en twee mondelinge behandelingen: één bij de deskundige (die inhoudelijk een belangrijke stempel drukt) en één bij de rechter (die de uiteindelijke beslissing neemt). In minder complexe zaken zou de rechtbank een eenvoudiger procedure moeten kunnen vaststellen.

De hiervoor beschreven procedure is uitvoerig. De waarderingsbeslissing kan complexe materie betreffen en is ingrijpend. Dit vereist adequate waarborgen en ruime gelegenheid voor deskundigeninbreng en hoor en wederhoor.

Tegelijkertijd moet een definitieve beslissing snel tot stand kunnen komen. De onderneming zou anders in de tussentijd kunnen komen te “overlijden”. De procedure zou in ingewikkelde gevallen niet langer dan 2 à 3 maanden mogen duren en in eenvoudigere gevallen korter.

Omwille van snelheid en de gewenste finaliteit van de beslissing zou hoger beroep en cassatie uitgesloten moeten zijn. Zelfs met de meest gecoprimeerde tijdslijnen is het niet realistisch om aan te nemen dat een beslissing in hogere instantie binnen een tijdsbestek van 2 à 3 maanden is af te geven. Met hoger beroep en cassatie zou een definitieve beslissing minimaal 4 à 6 maanden extra op zich kunnen laten wachten. Veel bedrijven in moeilijkheden kunnen het zo lang niet meer uitzingen. Waardering is geen exacte wetenschap en in grote mate subjectief. Er bestaat niet

één juiste waarde.⁸²⁷ Een in de Amerikaanse literatuur veel aangehaalde typering van een waardering is “*a guess compounded by an estimate*.”⁸²⁸ Wellicht levert in hoger beroep een tweede “*guess compounded by an estimate*” een iets andere uitkomst op, maar het valt niet met zekerheid te zeggen dat deze tweede “*guess compounded by an estimate*” noodzakelijkerwijs beter is dan de eerste, terwijl de vertraging van het hoger beroep aanzienlijke schade kan veroorzaken en een succesvolle herstructurering onder omstandigheden zelfs onmogelijk kan maken. Een akkoordregeling wordt minder toegankelijk en minder aantrekkelijk indien op voorhand het risico bestaat dat de herstructurering wegens de enkele vertraging van een mogelijk hoger beroep niet succesvol zal zijn af te ronden (ook al is de uitkomst van het hoger beroep inhoudelijk gunstig). Zie in verband met de noodzaak rechtsmiddelen uit te sluiten ook paragraaf 8.2.1 hiervoor.

Indien de waarderingsbeslissing wordt gevraagd en gegeven vóór de stemming over het akkoord, is het in theorie denkbaar dat, nadat de rechter zich over de waardering heeft uitgesproken maar vóórdat het akkoord definitief tot stand is gekomen, een van de zittende vermogensverschaffers of een derde een (onvoorwaardelijk en volledig gefinancierd) bod in contanten op de onderneming uitbrengt dat hoger ligt dan de door de rechter vastgestelde waarde. In dat geval zou het mogelijk moeten zijn om de waarderingsbeslissing van de rechter te herzien en het hogere bod van de derde tot uitgangspunt te nemen. Om die reden zou de rechter zijn waarderingsbeslissing moeten geven onder voorbehoud van een (onvoorwaardelijk en volledig gefinancierd) hoger bod in contanten dat wordt uitgebracht voordat het akkoord verbindend wordt.

8.7 Het stemmen

8.7.1 *Stemmen in klassen*

Omdat het akkoord alle soorten vermogensverschaffers moet kunnen binden, is het nodig om te kunnen stemmen in klassen. Zie voor een meer uitgebreide bespreking van de ratio en het systeem van het stemmen in klassen paragraaf 4.3 hiervoor.

⁸²⁷ F. Black, Noise, 41 J. Fin 529, 533 (1986) toonde aan dat zonder onzekerheid over de waardering effectenmarkten niet zouden kunnen bestaan. Hij constateerde dat “*all estimates of value are noisy*” en betoogde dat in een efficiënte markt de waarde ergens ligt tussen de helft en twee keer de marktprijs.

⁸²⁸ Deze omschrijving is oorspronkelijk afkomstig van P.F. Coogan, Confirmation of a Plan Under the Bankruptcy Code, 32 Case W. Res. L. Rev. 301 n. 62 (1982).

8.7.2 *Wie moeten bij de stemming worden betrokken?*

8.7.2.1 *Het betrekken van partijen wier belangen (mogelijk) worden geraakt*

Bij de beantwoording van de vraag wie bij de stemming moeten worden betrokken, is het goed om de ratio van stemming voor ogen te houden. De stemming maakt het mogelijk om bij democratisch besluit te beslissen. Een indringende financieel-economische homologatietoets van de rechter is dan niet of op minder onderdelen nodig.⁸²⁹ De rechter toetst dan vooral de procedurele aspecten, toetst inhoudelijk slechts marginaal en respecteert in beginsel het besluit van de meerderheid.⁸³⁰

Indien de aanbieder van het akkoord bepaalde partijen niet bij de stemming betreft of klassen onjuist samenstelt waardoor de vereiste legitimatie voor democratische besluitvorming ontbreekt, hoeft dat niet noodzakelijkerwijs te betekenen dat het akkoord niet tot stand kan komen. Dit hoeft slechts te betekenen dat de rechter voor elke partij die het akkoord materieel in haar belangen raakt of zou kunnen raken en die niet door democratische besluitvorming wordt gebonden, moet toetsen of aan de criteria voor *cram down* is voldaan.⁸³¹ Dit vergt wel een indringende financieel-inhoudelijke toets die aanzienlijke kosten, vertraging en onzekerheid met zich kan brengen. De belasting van deze indringende rechterlijke *cram down toets* zou de totstandkoming van het akkoord alsnog ernstig kunnen bemoeilijken of belemmeren. De aanbieder van het akkoord heeft er dus zelf belang bij alle partijen die het akkoord materieel in hun belangen zou kunnen raken bij de stemming te betrekken, de klassen op juiste wijze samen te stellen en binding van tegenstemmers tot stand te brengen langs democratische weg om een uitgebreid financieel-inhoudelijk debat in rechte met alle vertraging, kosten en onzekerheid van dien te voorkomen.

Hiervoor is opgemerkt dat de aanbieder van het akkoord in beginsel vrij moet zijn om te bepalen tot wie het akkoord zich richt. Het ligt daarom voor de hand om bij de stemming over het akkoord allereerst te betrekken alle partijen in wier rechten het akkoord wijziging brengt.

⁸²⁹ Indien alle klassen vóór stemmen is in ieder geval geen toets van de omvang en juiste verdeling van de reorganisatiewaarde nodig. De vraag of de rechter nog steeds zou moeten toetsen of alle crediteuren minimaal hun aanspraak van de liquidatiewaarde ontvangen, zou afhangen van de vraag of men deze toets als algemeen homologatiecriterium zou willen handhaven. Zie hierover nader paragraaf 8.9.3.3.

⁸³⁰ Zie nader paragraaf 8.9.2.

⁸³¹ Zie hierover nader paragraaf 8.9.6 – 8.9.7.

De aanbieder van het akkoord kan er voorts belang bij hebben om bij de stemming ook te betrekken de vermogensverschaffers in wier rechten het akkoord weliswaar geen wijziging brengt in juridische zin, maar wier belangen het akkoord wel materieel raakt of (afhankelijk van de uitkomst van de waarderingsvraag) zou kunnen raken.

In beginsel zullen crediteuren die buiten het akkoord blijven er niet op achteruit gaan, maar juist vooruit. Hun rechten blijven ongewijzigd en zij zien de financiële toestand van hun schuldenaar als gevolg van het akkoord verbeteren.

Dit hoeft echter niet altijd het geval te zijn. Denk bijvoorbeeld aan een akkoord dat voorziet in de overdracht van de onderneming of alle activa van de vennootschap aan een nieuwe entiteit. Aandeelhouders en crediteuren die niet bij het akkoord zijn betrokken en met ongewijzigde rechten in de oude vennootschap zonder verhaal achterblijven, zouden als gevolg van het akkoord materieel in hun belangen kunnen worden geschaad. Of dat het geval is, zou in een dergelijk geval weer afhangen van de vraag of de achterblijvende partijen *in of out of the money* zijn.

Crediteuren in wier rechten het akkoord juridisch geen wijziging brengt, kunnen ook in hun belangen worden geschaad zonder dat een overdracht plaatsvindt. Denk bijvoorbeeld aan een akkoord dat zich louter richt tot senior crediteuren met als doel om de opeisbaarheid van hun vorderingen uit te stellen tegen ophoging van de rente en junior crediteuren en aandeelhouders ongemoeid laat. Een onevenredig grote verhoging van de rente op de senior schuld kan de rechten van de junior crediteuren en aandeelhouders materieel aantasten zonder dat de rechten van de junior crediteuren of aandeelhouders juridisch wijziging ondergaan en zonder dat een overdracht van de activa of onderneming van de vennootschap plaatsvindt.

Als vuistregel geldt dat alle crediteuren die lager gerangschikt zijn dan de hoogst gerangschikte klasse wier rechten wijziging ondergaat, in de regel door het akkoord zullen worden geraakt. Klassen die hoger gerangschikt zijn dan de hoogste gerangschikte klassen wier rechten wijziging ondergaat, hebben minder gauw iets te vrezen, maar ook zij kunnen materieel in hun belangen worden geraakt zonder dat hun rechten in juridische zin wijziging ondergaan. Denk bijvoorbeeld weer aan een onevenredige renteverhoging die (bijvoorbeeld in ruil voor verlenging) aan een junior klasse wordt aangeboden en die de kasstromen van de onderneming gevaarlijk onder druk zet. Dat zou ook de positie van senior schuldeisers, wier rechten

juridisch geen wijziging ondergaan, nadelig kunnen beïnvloeden. Alleen schuldeisers die onder het akkoord volledig in contanten worden voldaan, hebben niets te vrezen.

Crediteuren wier rechten onder het akkoord geen wijziging ondergaan maar die als gevolg van het akkoord materieel in hun belangen zouden kunnen worden geraakt, moeten in ieder geval tijdig alle relevante informatie ontvangen en de gelegenheid krijgen tegen de homologatie van het akkoord op te komen.⁸³² Indien de mogelijk in hun belang geraakte partijen in representatieve klassen zijn onder te brengen en deze bij meerderheid het akkoord steunen, doet de aanbieder van het akkoord er in beginsel goed aan deze partijen bij de stemming te betrekken. De aanbieder kan dan binding van de tegenstemmende minderheid langs democratische weg tot stand brengen zonder dat een belastende juridische *cram down* procedure noodzakelijk is. Betrokkenheid bij de stemming dient niet zozeer het belang van tegenstanders van het akkoord, maar vooral het belang van de aanbieder (en andere voorstanders van de inhoud van het akkoord) om binding langs democratische weg tot stand te brengen en een indringende financieel-inhoudelijke homologatietoets te voorkomen. Tegenstanders die menen dat het akkoord hun belangen schaadt, hebben er eerder belang bij om bij de stemming te worden overgeslagen, waardoor zij niet bij meerderheidsbesluit worden gebonden en de rechter in alle gevallen inhoudelijk aan de economische *cram down* criteria moet toetsen.⁸³³ Dit geldt temeer omdat bij binding krachtens rechterlijke *cram down* beslissing de tegenstanders altijd ontvangen waar zij krachtens hun wettelijke rang aanspraak op hebben, terwijl bij binding krachtens democratische stemming tegenstanders gebonden kunnen worden aan een verdeling van de reorganisatiewaarde die in hun nadeel afwijkt van de wettelijke rangorde. Zie hierna paragrafen 8.8, 8.9.2 en 8.9.6 – 8.9.7.

De klassenindeling van de mogelijk materieel in hun belangen geraakte partijen zou op basis van dezelfde criteria kunnen plaatsvinden als bij de klassenindeling van de partijen in wier rechten het akkoord wijziging brengt.⁸³⁴ In dezelfde klasse kunnen dan uitsluitend worden ondergebracht partijen die i) vergelijkbare oude rechten hebben, en die ii) op vergelijkbare wijze onder het akkoord worden behandeld. Dat

⁸³² Zie ook hierna paragraaf 8.9.4.2.

⁸³³ Zie hierna paragrafen 8.9.6 – 8.9.7. Een tegenstander kan zich uiteraard niet aan democratische binding onttrekken door zich te onthouden van deelname aan de stemming terwijl zijn klasse en hij als lid van die klasse bij de stemming zijn betrokken. Het gaat hier om de situatie waarin een tegenstander en degenen die met hem een representatieve klasse zouden kunnen vormen, geheel buiten het stemproces worden gelaten.

⁸³⁴ Zie hierover paragraaf 4.3.1 hiervoor.

het akkoord in juridische zin geen wijziging in de rechten van deze partijen brengt, doet voor de klassenindeling niet terzake.

8.7.2.2 *Het betrekken van partijen die “out of the money” zijn*

In principe moet het mogelijk zijn *out of the money* crediteuren bij de stemming te betrekken. *Out of the money* crediteuren hebben geen economisch belang en behoren om die reden geen blokkerende of “negatieve” zeggenschap te hebben. Zij zullen in beginsel niets onder het akkoord ontvangen en zullen om deze reden in beginsel altijd tegen stemmen. Deze tegenstem zal vaak eerder door eigen belang of opportunisme zijn ingegeven dan door een objectieve beoordeling van de waardering en de merites van het akkoord. Het feit dat een *out of the money* klasse die niets onder het akkoord ontvangt, tegenstemt, vormt dan ook niet noodzakelijkerwijs een relevante uitspraak over de deugdelijkheid van de waardering die aan het akkoord ten grondslag ligt en de redelijkheid van de behandeling die de *out of the money* klasse op basis daarvan ten deel valt. Een tegenstem van een *out of the money* klasse is dan ook van geen of beperkte betekenis. Zie ook paragraaf 4.1 hierboven.

Aan een *out of the money* klasse kan echter wel “positieve” zeggenschap worden toegekend. Indien een *out of the money* klasse die niets of weinig onder het akkoord ontvangt vóór het akkoord stemt, kan dat wél relevante betekenis hebben. Het feit dat een *out of the money* klasse haar ongunstige positie en behandeling onder het akkoord aanvaardt, vormt een relevante uitspraak over de aanvaardbaarheid van de waardering die aan het akkoord ten grondslag ligt en de redelijkheid van de behandeling die de *out of the money* klassen onder het akkoord op basis van die waardering ontvangen.

De instemming met het akkoord van alle *out of the money* klassen kan, zoals uit het voorgaande bleek, van grote praktische waarde zijn. Indien alle *out of the money* klassen vóór stemmen, verschaft dat namelijk de democratische legitimatie om de waardering die aan het akkoord ten grondslag ligt en de behandeling die de *out of the money* klassen op basis daarvan ten deel valt, aanvaardbaar te achten en een gerechtelijke waardering achterwege te laten. De tegenstemmende minderheid van crediteuren binnen een *out of the money* klasse wordt dan democratisch gebonden door de vóór stemmende meerderheid van de crediteuren binnen diezelfde *out of the money* klasse. Toepassing van een *cram down* bevoegdheid die een

gerechtelijke waardering vereist en die aanzienlijke extra kosten, vertraging en onzekerheid met zich brengt, is dan niet nodig. Dit vormt de belangrijkste reden om *out of the money* klassen bij de stemming te betrekken.

Een andere meer praktische reden om ook de *out of the money* klassen bij de stemming te betrekken, is dat ten tijde van de stemming niet noodzakelijkerwijs al in rechte zal zijn vastgesteld wie *in* en wie *out of the money* is en het is niet altijd nodig of wenselijk om dit (vooraf) te laten vaststellen. Indien de rechter de waarderingsvraag wel al vóór de stemming heeft beslecht,⁸³⁵ bestaat er in beginsel geen reden meer om de partijen van wie de rechter bindend heeft vastgesteld dat deze geen economisch belang hebben bij de stemming te betrekken. Bij de stemming worden dan uitsluitend de getroffen *in the money* vermogensverschaffers betrokken.

8.7.3 *Geen stemvergadering vereist*

Men kan zich de vraag stellen of het nodig is om de stemmen van de crediteuren te vergaren op een formeel daartoe te houden vergadering. Men zou de instemming van crediteuren ook buiten een vergadering kunnen vergaren, bijvoorbeeld in de vorm van een eenvoudige brief of een (digitaal) stemformulier waarin de crediteur zijn standpunt uit zonder dat hij dit nog door middel van stemuitbrenging op een formeel daartoe te houden vergadering hoeft te bevestigen.⁸³⁶ Heeft de aanbieder van het akkoord langs deze meer informele weg voldoende stemmen verzameld, dan zou hij zich naar de volgende stap van homologatie moeten kunnen begeven zonder nog een formele stemvergadering te hoeven houden.

Het voornaamste voordeel van een stemvergadering is dat crediteuren gedachten kunnen uitwisselen en nog de kans hebben om te proberen elkaar van elkaars standpunt te overtuigen. Deze functie komt op stemvergaderingen, in ieder geval in de Nederlandse praktijk, niet tot haar recht. Ten eerste wordt vaak bij volmacht gestemd waarbij de crediteuren vóór de vergadering aan de schuldenaar of bewindvoerder een stemvolmacht met steminstructie geven. Een crediteur die zich

⁸³⁵ Zie paragraaf 8.6 hiervoor.

⁸³⁶ Zie in dit verband ook het voorstel van de Engelse regering in het kader van de hervorming van het Engelse insolventierecht om de verschaffing van informatie en de stemming op het akkoord elektronisch te laten plaatsvinden; Insolvency Service, A Review of the Corporate Insolvency Framework, May 2016, p. 25: “*To retain the efficiency and speed of the current regime, it is proposed that the company will, by default, provide relevant information to creditors and shareholders electronically and that voting on a proposal will take place electronically.*”

vol goede moed naar de vergadering begeeft om een vlammend betoog te houden zijn stemadvies op te volgen, zal waarschijnlijk niemand aantreffen om zijn betoog aan te horen. De stemming heeft feitelijk al vóór de vergadering plaatsgevonden. Daarnaast is de materie doorgaans te complex om tijdens het korte bestek van een vergadering werkelijk op zinvolle wijze van gedachten te kunnen wisselen. Voor een zinvolle gedachtewisseling is een uitruil en vergelijking van financiële informatie en analyses nodig die veel meer tijd en studie vereisen dan bestaat binnen het bestek van een vergadering.

Een stemvergadering is vaak een onnodige formaliteit die vertragend en kostenverhogend werkt.⁸³⁷ Het houden van een stemvergadering zou vanzelfsprekend mogelijk moeten zijn, maar niet verplicht.⁸³⁸ Ook in *Chapter 11* vinden geen stemvergaderingen plaats. Stemuitbrenging in *Chapter 11* vindt schriftelijk plaats door middel van “*voting ballots*”.⁸³⁹

Daar staat tegenover dat de procedure wel materieel invulling zou moeten geven aan de legitieme behoefte die crediteuren kunnen hebben aan een reële gelegenheid om met andere crediteuren te overleggen en om andere crediteuren van hun standpunt te overtuigen. Zoals de Engelse rechter in het kader van de klassensamenstelling herhaaldelijk heeft aangegeven, moet het voor de crediteuren mogelijk zijn “*to consult together with a view to their common interest*”.⁸⁴⁰ Dat “*consulten*” moet dan wel praktisch mogelijk worden gemaakt. Dit zou bijvoorbeeld mogelijk kunnen worden gemaakt door de schuldenaar te verplichten een crediteur op verzoek in contact te brengen met de andere crediteuren. Via email, besloten internetsites of een andere IT-oplossing is een effectieve gedachten- en informatie-uitwisseling tussen de crediteuren eenvoudig en efficiënt te organiseren. Door discussies tussen de crediteuren te volgen, kan de aanbieder direct op vragen van crediteuren reageren, nadere informatie verstrekken waar deze nodig is en het akkoord op basis van deze interactie waar nodig bijstellen.

⁸³⁷ Zie in dit verband ook S. Madaus, *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, NACIIL Reports 2012, p. 36.

⁸³⁸ Zie ook Commission Staff Working Document, *Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency*, SWD(2014) 62 final, p. 35. Anders: INSOLAD surseance-akkoord voorstel art. 272 en de Toelichting op het INSOLAD voorstel par. 110 e.v.

⁸³⁹ Rule 3018 of the Federal Rules of Bankruptcy Procedure.

⁸⁴⁰ *Re Sovereign Life Assurance Company v Dodd* [1892] 2 QB 573 CA; *re Hawk Insurance Co Ltd* [2001] EWCA Civ 241, [2001] 2 BCLC 480.

Tot slot merk ik meer terzijde op dat een nieuwe akkoordregeling ook een bepaling naar analogie van artikel 2:119 BW zou moeten bevatten.⁸⁴¹ Deze zou de vennootschap de bevoegdheid moeten geven om te bepalen dat als stemgerechtigde houders van beursgenoteerde effecten (aandelen of obligaties) die bij het akkoord worden betrokken, hebben te gelden zij die op een door de vennootschap vast te stellen dag als zodanig zijn geregistreerd, ongeacht wie ten tijde van de stemming daadwerkelijk tot de betreffende effecten gerechtigd zijn (*voting record date*). Degenen die stemgerechtigd zijn, zijn dan niet noodzakelijkerwijs degenen die op de dag van de stemming de betreffende effecten houden.

8.8 Vereisten voor het aannemen van een akkoord

8.8.1 *Meerderheid in bedrag in alle klassen, zonder head count*

Het akkoord zou in beginsel slechts als aangenomen moeten worden beschouwd indien alle klassen vóór hebben gestemd.⁸⁴² Een klasse heeft vóór gestemd indien een bepaalde meerderheid binnen die klasse vóór heeft gestemd.

De per klasse vereiste meerderheid zou slechts een meerderheid in bedrag moeten zijn, geen meerderheid in het aantal schuldeisers (*head count*).

Naar huidig Nederlands recht is dit anders. Op grond van artikel 145 Fw is zowel een meerderheid van het aantal schuldeisers nodig, als een meerderheid in bedrag. Met de cumulatieve eis van het aantal stemgerechtigde schuldeisers en het bedrag van de vorderingen waarvoor een stem mag worden uitgebracht, wilde de wetgever bereiken dat noch grote aantallen kleine schuldeisers noch enkele grote schuldeisers de uitslag van de stemming kunnen bepalen.⁸⁴³ De eis van de meerderheid van het aantal schuldeisers (*de head count*) is bedoeld om de “kleine schuldeisers” te beschermen, dat wil zeggen schuldeisers met relatief kleine vorderingen. Schuldeisers met kleine vorderingen kunnen grote partijen zijn. Het is

⁸⁴¹ Zie in dit verband o.a. P.R.W. Schaik, Surséance als vehikel voor debt-for-equity swaps, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 173 e.v.; R.J. van Galen, Kabels en knopen, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 247 e.v.; Rb. Amsterdam 21 februari 2002, JOR 2002/107 (GTS) m.nt. P. M. Veder en HR 26 augustus 2003, JOR 2003/211 (UPC) m.nt. J.J. van Hees.

⁸⁴² Zie ook paragraaf 4.3.7 hiervoor.

⁸⁴³ S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet. Heruitgave Geschiedenis van de wet op het Faillissement en de Surséance van Betaling*, deel I, bewerkt door Mr. G.W. Baron van der Feltz, Haarlem 1896, W.E.J. Tjeenk Willink 1994, p. 164.

de vraag waarom partijen met kleine vorderingen extra bescherming verdienen en méér zeggenschap zouden moeten hebben in verhouding tot hun belang dan schuldeisers met grote vorderingen (die gemeten naar omvang ook relatief klein kunnen zijn). De schuldeisers met kleine vorderingen zijn niet op voorhand als “zwak” of anderszins “zielig” aan te merken. Zij hebben eerder geluk dat hun verlies in het faillissement relatief beperkt is gebleven. Is een grote leverancier die met zijn commerciële onderhandelingsmacht stipte betaling heeft weten af te dwingen en daardoor een relatief kleine achterstand heeft opgelopen als “zieliger” aan te merken dan een handelspartij die deze macht niet heeft en daardoor een relatief grote achterstand heeft opgelopen? Handelscrediteuren bestaan niet alleen uit kleine eenmanszaken en familiebedrijven, maar ook uit grote internationale al dan niet beursgenoteerde ondernemingen. Handelscrediteuren zijn niet op voorhand als zieliger of zwakker aan te merken dan andersoortige crediteuren, nog afgezien van het feit dat handelscrediteuren ook nog een commerciële of feitelijke dwangpositie kunnen uitoefenen die andersoortige crediteuren meestal niet hebben. Ook door de opkomst van nieuwe financiële diensten en partijen is op voorhand bepaald niet te zeggen dat schuldeisers met kleine vorderingen extra bescherming verdienen. Grote kredietverzekeraars treden vaak in de plaats van de handelscrediteuren. Hedgefondsen kopen vaak kleine vorderingen op om daarmee voor een relatief gering bedrag informatie en een “plek aan tafel” te krijgen (*“information piece”*). Dit zijn allemaal partijen die mijns inziens niet méér zeggenschap in verhouding tot hun belang verdienen dan de partijen die een groter verlies in het faillissement lijden.

Een *head count* heeft in belangrijke mate een arbitrair karakter en kan tot onnodige en tijdrovende complicaties leiden. Zo maakt een *head count* het nodig om aan verhandelbare obligaties en andere bij het akkoord betrokken effecten een afzonderlijke stem toe te kennen, omdat het aantal stemmen als gevolg van verhandeling van de instrumenten anders voortdurend zou fluctueren. Het behandelen van effecten als afzonderlijke schuldeisers heeft echter weer als nadeel dat het de uitslag grotendeels willekeurig maakt. Het aantal stemmen dat een effectenhouder heeft, is dan afhankelijk van de toevallige coupuregrootte of het nominaal bedrag van het effect. Er bestaat geen goede reden waarom een obligatie- of effectenhouder zoveel stemmen zou moeten hebben als dat hij effecten heeft, terwijl een gewone schuldeiser slechts één stem heeft ongeacht het aantal en de omvang van de vorderingen die hij houdt. De *head count* leidt ook tot complicaties bij de verhandeling van gewone vorderingen op naam wat mede als gevolg van de intrede van *“distressed investors”* in toenemende mate voorkomt. Indien een

investeerder van vele verschillende partijen vorderingen opkoopt en overneemt, verliest hij door de *head count* de daarbij behorende stemmen. Hij heeft slechts één stem, ongeacht het aantal vorderingen dat hij verwerft. Ook dit heeft een arbitrair element en leidt tot het optuigen van allerlei constructies om aan de gevolgen daarvan te ontkomen. Tot slot leidt een *head count* ertoe dat de mate van zeggenschap niet evenredig is aan het gehouden economisch belang. Neem het voorbeeld van twee crediteuren, een crediteur met een kleine vordering van 1 en een crediteur met een grote vordering van 1.000. Met een *head count* vereiste heeft de crediteur met de kleine vordering blokkerende zeggenschap, terwijl deze minder dan 1 promille van het economische belang vertegenwoordigt. In de praktijk kunnen de kleinste en de grootste vorderingen nog aanzienlijk verder uit elkaar liggen. Een *head count* geeft kleine crediteuren een onevenredige mate van zeggenschap die in geen verhouding staat tot hun economisch belang. Dit kan leiden tot allerlei manipulatie waarbij de kleine crediteuren worden bevoordeeld om de stemuitslag te beïnvloeden.⁸⁴⁴ Bij vennootschappelijke besluitvorming, zoals in een algemene vergadering van aandeelhouders, bestaat geen *head count* maar slechts een meerderheidsvereiste in bedrag. Niet valt in te zien waarom dat bij besluitvorming in het kader van een herstructurering anders zou moeten zijn.

Van het opnemen van een *head count* heeft de Engelse wetgever afgezien bij het invoeren van de CVA (*Company Voluntary Arrangement*). De CVA procedure kent slechts een meerderheidsvereiste in bedrag.⁸⁴⁵

O'Dea pleit ervoor de *head count* ook voor de Engelse *scheme of arrangement* af te schaffen: "*In the authors' opinion section 899 of Companies Act 2006 [dat het meerderheidsvereiste voor schemes of arrangement bevat] should be amended so as to eliminate the numerosity test as well. The numerosity requirement is an anachronism⁸⁴⁶, and issues concerning the oppression of minorities can be considered in the round at the sanction hearing.*"⁸⁴⁷

⁸⁴⁴ Zie in dit verband ook B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispén, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in "Overeenkomsten en insolventie", red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt, Kluwer, 2012, p. 319.

⁸⁴⁵ Section 1.19(2) Insolvency Rules 1986 ten aanzien van crediteuren: "*A resolution to approve the proposal or a modification is passed when a majority of three-quarters or more (in value) of the present and voting in person or by proxy have voted in favour of it*". Section 1.19(2) Insolvency Rules 1986 ten aanzien van aandeelhouders: "*Subject as follows, and to any express provision made in the articles, at a company meeting any resolution is to be regarded as passed if voted for by more than one-half (in value) of the members present in person or by proxy and voting on the resolution.*"

⁸⁴⁶ Betekent: niet van deze tijd.

⁸⁴⁷ G. O'Dea, *Schemes of arrangement*, Oxford University Press, 2012, p. 6 en p. 109.

Zie voor een uitgebreid pleidooi voor afschaffing van de *head count* bij *schemes of arrangement* ook Jennifer Payne, die erop wijst dat verschillende landen die *schemes of arrangement* in hun wetgeving hebben geïmporteerd de *head count test* hebben afgeschaft, zoals New Zeeland, Canada en India en dat andere landen thans overwegen de *head count test* af te schaffen zoals Singapore, Australië en Hong Kong.⁸⁴⁸ Ook in andere landen is of wordt de *head count* afgeschaft of staat deze aan kritiek bloot.⁸⁴⁹ Intussen adviseert ook de Wereldbank om bij het formuleren van een meerderheidseis een *head count* achterwege te laten en uitsluitend aan te knopen bij het vertegenwoordigde bedrag.⁸⁵⁰

Afschaffing of het achterwege laten van een *headcount* kan ontegenzeggelijk de democratische legitimatie van de besluitvorming onder druk zetten. Het is denkbaar dat één enkele schuldeiser, of een kleine minderheid van schuldeisers binnen de klasse de meerderheid in bedrag houdt en daarmee de meerderheid in aantal kan binden. Dit is echter inherent aan het wegen van stemmen naar economisch belang. Bij aandeelhoudersbesluitvorming bij vennootschappen werkt dit niet anders. Waar een minderheid van schuldeisers in aantal de meerderheid in bedrag houdt en de stemming controleert, moet de rechter extra alert zijn dat de schuldeisers met de dominante posities niet stemmen met het oog op belangen die niet representatief zijn voor of in strijd zijn met de belangen van de klasse. Zie in dit verband ook paragraaf 4.3.3.

⁸⁴⁸ J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 61 e.v.

⁸⁴⁹ In Spanje is de *head count* op kritiek gestuit, met name op de grond dat de mate van zeggenschap die de *head count* toekent niet overeenstemt met het economisch belang en het feit dat de *head count* manipulatie in de hand werkt. Zie “*Comentarios a la Ley de suspensión de pagos*” Sagraera Tizón, J.M. Tomo III. Editorial Barcelona Bosch, 1974, “*Las causas de impugnación al convenio en la suspensión de pagos*”; Sala Reixachs, A. Editorial Labor, 1988; “*La suspensión de pagos*” Torres de Cruells, J. Editorial Bosch, 1995. Om deze redenen heeft de Spaanse wetgever de *head count* afgeschaft. Er is thans slechts een meerderheid in bedrag vereist. Zie artikelen 124, 125 en 134 van de Spaanse Faillissementswet met betrekking tot een akkoord in een formele insolventieprocedure en de additionele bepaling #4 met betrekking tot de nieuwe Spaanse “*scheme of arrangement*”. Om vergelijkbare redenen heeft Frankrijk ook de *head count* afgeschaft (L. 626-30-2 de Code Commerce). Engeland heeft afgezien van het opnemen van een *head count* bij de invoering van de Company Voluntary Arrangement (section 1.19(2) Insolvency Rules 1986). In Duitsland bestaat geen *head count* voor beslissingen van obligatiehoudersvergaderingen (art. 6 SchVG) en de crediteurencommissie (art. 76 InsO). Voor beslissingen over het aannemen van een akkoord bestaat de *head count* in Duitsland nog wel (art. 244 InsO). In Italië bestaat geen *head count* voor een schuldhierstructureringsovereenkomst (*accordo di ristrutturazione dei debiti*) (art. 182bis van de Italiaanse Insolventiewet). Voor een formeel akkoord bestaat er in Italië een meerderheidsvereiste van het aantal claims vergelijkbaar met de meerderheidseis in *Chapter 11*.

⁸⁵⁰ World Bank, *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes*, Revised 2015, p. 26, principle C.14.3: “*For voting purposes, classes of creditors may be provided with voting rights weighted according to the amount of a creditor’s claim.*” Zie ook World Bank, *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*, April 2001, p. 50: “*Voting should be simplified – voting by amount of debt rather than number of creditors (...)*”.

8.8.2 Welk meerderheidspercentage in bedrag?

Het percentage in bedrag dat men als meerderheidsvereiste hanteert, is grotendeels arbitrair. Het is duidelijk dat hoe lager het meerderheidspercentage, hoe effectiever het *hold-out* of *anticommons* probleem is te bestrijden. Hoe hoger het meerderheidspercentage, hoe geringer de inzetbaarheid.

Ren bespreekt in haar proefschrift de redenen die in de Amerikaanse literatuur zijn aangehaald voor de versterkte meerderheidseis van 66% in *Chapter 11*.⁸⁵¹ Zij concludeert dat er onvoldoende grond bestaat om in het kader van een insolventie-akkoord waarbij in klassen wordt gestemd een versterkte meerderheid in plaats van een gewone meerderheid voor te schrijven.⁸⁵²

Een meerderheidspercentage net boven 50% lijkt mij bezwaarlijk omdat dit 100% zuivere besluitvorming veronderstelt. De rechten en met name de belangen van de stemgerechtigden binnen een klasse zijn zelden gelijk en er zal altijd een zekere mate van informatieongelijkheid bestaan. Belangenconflicten zijn niet volledig uit te sluiten.

Imperfecties in de besluitvorming kunnen ertoe leiden dat een akkoord wordt verworpen of dat een akkoord wordt aangenomen terwijl bij volledig zuivere besluitvorming de stemuitslag anders zou zijn uitgevallen. Vanwege de ingrijpende aard van gedwongen binding krachtens meerderheidsbesluit lijkt het mij van belang om bij het bepalen van een meerderheidsdrempel een ruime marge te hanteren als “buffer” om eventuele imperfecties in de besluitvorming te compenseren. Dat een akkoord als gevolg van imperfecties als verworpen wordt beschouwd terwijl zonder imperfecties in de besluitvorming een meerderheid vóór het akkoord zou kunnen blijken te bestaan, lijkt mij minder bezwaarlijk omdat in de contractuele sfeer het uitgangspunt is dat niemand tegen zijn wil kan worden gebonden. Het uitgangspunt is dat voor binding in beginsel unanimiteit is vereist (100% vóór). Dat men in het kader van een insolventie-akkoord accepteert dat binding ook kan ontstaan indien een minderheidspercentage tegen is, is te rechtvaardigen, maar dat minderheidspercentage mag – om rekening te houden met mogelijke imperfecties - de uiterste grens van net onder 50% niet te dicht naderen. Het feit dat men met

⁸⁵¹ Y. Ren, *A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 96 – 99.

⁸⁵² Y. Ren, *A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 99.

imperfecte besluitvorming heeft rekening te houden, rechtvaardigt een hoger meerderheidspercentage voor het aannemen van een akkoord zodat een zekere marge bestaat om voor onzuiverheden in de besluitvorming te compenseren en te verzekeren dat de veronderstelde meerderheid ook daadwerkelijk bestaat.⁸⁵³ Een ruime meerderheidsmarge is te meer aangewezen indien men de meerderheidseis in aantal (*head count*) afschaft, zoals ik in de voorgaande paragraaf bepleit.

Het vaststellen van een meerderheidspercentage blijft arbitrair, maar met de bovenstaande factoren in gedachten komt mij een percentage onder 60% aan de lage kant voor en een percentage boven 75% als te hoog. Een percentage er tussenin, bijvoorbeeld 66%, lijkt mij aanvaardbaar en loopt internationaal niet uit de pas. Het meerderheidspercentage in bedrag in *Chapter 11* is bijvoorbeeld 66%.⁸⁵⁴ Het meerderheidsvereiste in gesyndiceerde leningen gebaseerd op de standaard van de Loan Market Association is voor de meeste besluiten ook 66%.

8.9 Homologatie

8.9.1 *De procedure tot homologatie*

Het is allereerst goed om stil te staan bij de vraag of een homologatiebeslissing wel nodig is. Bij een akkoord dat één of meer klassen hebben verworpen, is het antwoord hierop zonder meer bevestigend: de *cram down* van een tegenstemmende klasse vereist een rechterlijke beslissing. Deze kan dan worden gegeven in het kader van de homologatie.

Bij een akkoord dat alle klassen hebben aangenomen, ligt de situatie genuanceerder. De legitimatie van de bindende kracht van een aangenomen akkoord staat of valt bij de deugdelijkheid van de crediteurenbesluitvorming. Een crediteur zou daarom in ieder geval de mogelijkheid moeten hebben om de deugdelijkheid van de besluitvorming en daarmee de bindende kracht van het akkoord te laten toetsen. Indien deze mogelijkheid voor lange tijd openstaat, hangt er te lang onzekerheid boven het akkoord. Er is dus behoefte aan een snelle rechterlijke beslissing die de bindende kracht en finaliteit van het akkoord bevestigt. Deze beslissing is echter niet in alle gevallen nodig. Deze is slechts nodig indien

⁸⁵³ Zie in dit verband ook G.H. Gispen, Wetsvoorstel 27 244: derde nota van wijziging, TvI 2004, 14 die eveneens een versterkte meerderheidseis voorstaat.

⁸⁵⁴ § 1126(c) US Bankruptcy Code.

één of meer crediteuren menen dat er iets aan (de procedure van totstandkoming van) het akkoord schort.

Ter bevordering van de snelheid en efficiëntie zou het daarom wenselijk zijn om een systeem te hanteren waarbij een akkoord dat door alle klassen is aangenomen in beginsel van rechtswege zonder homologatie verbindend wordt, tenzij de schuldenaar⁸⁵⁵ of een belanghebbende partij binnen een periode van bijvoorbeeld één of twee weken na kennisgeving van de uitslag van de stemming om een homologatiezitting verzoekt. Blijft een verzoek binnen de termijn uit, dan wordt het akkoord automatisch verbindend. Dit zou aanzienlijke tijdswinst kunnen opleveren en onnodig kosten kunnen besparen.⁸⁵⁶

Een dergelijk “piepsysteem” zou vergelijkbaar zijn met het systeem van de Engelse CVA procedure. Onder de Engelse CVA procedure is het akkoord in principe verbindend nadat het op de vergadering is aangenomen. Crediteuren hebben vervolgens de mogelijkheid om binnen een termijn van 28 dagen na kennisgeving van de uitslag van de stemming het akkoord op grond van “*unfair prejudice*” of “*material irregularity*” te bestrijden.⁸⁵⁷ Ook in andere rechtstelsels is een rechterlijke homologatietoets niet verplicht, tenzij een of meer belanghebbenden daarom verzoekt.⁸⁵⁸

Partijen die het akkoord materieel raakt, die niet bij het akkoord zijn betrokken en die niet tijdig vóór de totstandkoming van het akkoord ervan op de hoogte zijn gebracht, zouden niet aan het akkoord moeten zijn gebonden. Dit geldt ook indien een homologatiezitting niets slechts op verzoek maar altijd van rechtswege plaatsvindt. Het risico van het betrekken van slechts een deelselectie en het niet informeren van alle relevante partijen ligt bij de aanbieder (en financier) van het akkoord. Hebben de aanbieder en de financier van het akkoord voldoende vertrouwen dat alle relevante partijen zijn betrokken of tijdig op de hoogte zijn

⁸⁵⁵ De schuldenaar zou belang kunnen hebben bij een homologatiebeslissing om redenen van internationale erkenning.

⁸⁵⁶ Zie in dit verband ook R.J. van Galen, De surseance als echte reorganisatieprocedure, TvI 2015/23.

⁸⁵⁷ Zie section 5 en 6 Insolvency Act 1986.

⁸⁵⁸ Legislative Guide on Insolvency Law Part I and II (2004) van de United Nations Commission on International Trade Law (de “UNCITRAL Legislative Guide”), te vinden op www.uncitral.org, p. 226, par. 56: “*Not all States require the court to confirm a plan that has been approved by creditors; approval by the requisite majority of creditors is all that is required for the plan to become effective and dissenting creditors will be bound by virtue of the operation of the insolvency law. In those systems, the court will still have to play a role with regard to review of the plan where dissenting creditors or other parties in interest, including the debtor, challenge the plan itself or the means by which approval was procured.*”

gesteld, zou dit geen bezwaar moeten opleveren. Zijn zij onzeker, dan hebben zij de mogelijkheid om die onzekerheid weg te nemen door alsnog meer of alle partijen van het voorgestelde akkoord in kennis te stellen en hen gelegenheid te bieden tijdig tegen het akkoord op te komen.

Zoals betoogd in paragraaf 8.2.9, zouden beslissingen die de rechter doorgaans in het kader van de homologatie geeft zoveel mogelijk in het proces naar voren moeten kunnen worden gehaald. Dit geldt bijvoorbeeld voor de vaststelling van de juistheid van de klassenformatie, de deugdelijkheid van de voorgestelde stemprocedure, de vraag of de schuldenaar adequaat op informatieverzoeken van schuldeisers heeft gereageerd en de waardering (voor zover nodig). Het geldt ook voor een levensvatbaarheids- (*feasibility*) en/of liquidatie-uitkeringstoets (*best interests test*) indien men ervoor zou kiezen deze als homologatiecriteria te introduceren of te handhaven.⁸⁵⁹

Voor het toetsen van al deze onderwerpen is niet nodig dat de stemming eerst heeft plaatsgevonden. Integendeel, als het akkoord op één of meer van deze punten niet voldoet, moeten de aanbieder het akkoord tijdig kunnen bijstellen voordat hij dit in stemming brengt en het gehele verdere traject voor niets doorloopt.

Alleen beslissingen die noodzakelijkerwijs pas na de stemming kunnen worden genomen, zouden tot na de stemming moeten worden uitgesteld. Dit geldt bijvoorbeeld voor de vaststelling van de juistheid van de stemuitslag. Ook de toepassing van de *cram down* bevoegdheid zal doorgaans pas na de stemming aan de orde zijn, omdat dit alleen nodig is indien blijkt dat één of meer klassen hebben tegengestemd. Mocht op voorhand echter al duidelijk zijn dat een bepaalde klasse tegen zal stemmen, dan zou een gerechtelijke *cram down* procedure ook vóór of zelfs geheel los van een stemming moeten kunnen worden gevoerd. Zie ook paragraaf 8.6 hiervoor.

Om efficiëntieredenen zou de rechter de bevoegdheid moeten hebben om een akkoord te homologeren ondanks het bestaan van een formeel technisch gebrek in de besluitvorming. Indien de rechter bij een vóór stemmende klasse een besluitvormingsgebrek vaststelt, zou hij de bevoegdheid moeten hebben het akkoord evengoed te homologeren indien duidelijk is dat het akkoord ook zonder dat gebrek tot stand zou zijn gekomen, bijvoorbeeld omdat ook zonder het gebrek de

⁸⁵⁹ Zie hierover verder paragraaf 8.9.3 hierna.

vereiste meerderheid binnen de klasse zou zijn behaald of omdat ten aanzien van de betreffende klasse is voldaan aan de criteria voor het opleggen van een akkoord aan een tegenstemmende klasse. Dit zou onder meer dienstig kunnen zijn indien de klassen onjuist zijn samengesteld, maar een juiste samenstelling tot hetzelfde resultaat zou hebben geleid.⁸⁶⁰

Zoals hiervoor in paragraaf 8.2.9 is aangegeven, zouden partijen die verzuimd hebben een eventuele klacht onverwijld aan de aanbieder van het akkoord ter kennis te brengen zich in het kader van de homologatie niet alsnog op de klacht moeten kunnen beroepen.

Om eerder genoemde redenen dient de homologatiebeslissing niet open te staan voor hoger beroep of cassatie. Zie verder paragrafen 8.2.1 en 8.6 hiervoor. Zie voor een overzicht op hoofdlijnen van de van de gehele voorgestelde akkoordprodecure paragraaf 8.12 hierna.

8.9.2 Aangenomen akkoord: de wijze van besluitvorming toetsen

In deze paragraaf tot en met paragraaf 8.9.4 gaat het om de algemene homologatiecriteria die zouden moeten gelden voor ieder akkoord en daarmee ook voor een akkoord waarmee alle klassen hebben ingestemd.

In de paragrafen 8.9.5 tot en met 8.9.7 daarna gaat het om de additionele homologatiecriteria die zouden moeten gelden voor het opleggen van een akkoord aan een tegenstemmende klasse.

Waar binding tot stand komt krachtens democratisch meerderheidsbesluit is in de eerste plaats van belang dat de rechter toetst of het meerderheidsbesluit op deugdelijke wijze tot stand is gekomen. De rechter toetst dan onder meer of de betrokken crediteuren op behoorlijke wijze zijn opgeroepen en voldoende gelegenheid hebben gekregen om zich een oordeel te vormen en waar nodig nadere informatie op te vragen. Ook toetst de rechter of de klassen op de juiste wijze zijn ingedeeld, de vereiste meerderheden zijn behaald, de crediteuren niet hebben gestemd met het oog op andere belangen dan de belangen die representatief zijn voor de klasse (belangenconflicten) en of er geen sprake is geweest van misleiding of bedrog.

⁸⁶⁰ Zie in dezelfde zin: J. Payne, *Schemes of Arrangement*, Cambridge University Press, 2014, p. 71.

Indien het akkoord is aangenomen en alle klassen vóór hebben gestemd, hoeft de rechter zich in beginsel niet in te laten met de inhoudelijke aspecten van het akkoord. Hij zou zich dan kunnen en mijns inziens moeten beperken tot de formele aspecten. Heeft de rechter eenmaal vastgesteld dat de democratische besluitvorming op deugdelijke wijze tot stand is gekomen, dan zou de rechter het besluit van de crediteuren in beginsel moeten respecteren.⁸⁶¹ Zou de rechter in een beoordeling van de inhoud van het akkoord treden en zijn oordeel in de plaats van de meerderheidsbeslissing van de crediteuren kunnen stellen, dan doet dit de voordelen van een democratisch systeem in belangrijke mate teniet. Van de zelfbeschikkingsmacht van de crediteuren om over hun eigen economische belangen te beslissen, blijft dan weinig over. Ook de *deal certainty* van een akkoord waarover reeds met de vereiste meerderheid overeenstemming is bereikt, komt dan op losse schroeven te staan.

Het uitgangspunt dat de rechter de homologatie van een aangenomen akkoord in beginsel niet op grond van de financiële inhoud van het akkoord zou mogen weigeren, zou betekenen dat het akkoord, ervan uitgaande dat alle klassen ermee hebben ingestemd, de beschikbare waarde vrij over de klassen zou kunnen verdelen op een wijze die afwijkt van de wettelijke rangorde. Dit zou in ieder geval moeten gelden voor de reorganisatiewaarde. Of een aangenomen akkoord, met instemming van alle klassen, ook de geschatte liquidatiewaarde op een wijze zou moeten kunnen verdelen die van de wettelijke rangorde afwijkt, waardoor sommige crediteuren onder het akkoord mogelijk minder ontvangen dan dat zij naar verwachting in geval van liquidatie zouden doen, hangt af van de vraag of men de geschatte liquidatie-uitkering als minimale financiële ondergrens voor de homologatie van ieder akkoord (ook een aangenomen akkoord) zou wensen te hanteren. Ik heb grote aarzeling of het wenselijk is om een liquidatie-uitkeringstest

⁸⁶¹ Zie in dit verband ook World Bank, *Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes*, Revised 2015, p. 26, principle C.14.3: “Where court confirmation is required, the court should normally defer to the decision of the creditors based on a majority vote.” Zie ook *Legislative Guide on Insolvency Law Part I and II* (2004) van de United Nations Commission on International Trade Law (de “UNCITRAL Legislative Guide”), te vinden op www.uncitral.org, p. 229, par. 63: “The more complex the decisions the court is asked to make in terms of approval or confirmation, the more relevant knowledge and expertise is required of the judges and the greater the potential for judges to interfere in what are essentially commercial decisions of creditors to approve or reject a plan. In particular, it is highly desirable that the law not require or permit the court to review the economic and commercial basis of the decision of the creditors (including issues of fairness that do not relate to the approval procedure, but rather to the substance of what has been agreed) nor that it be asked to review particular aspects of the plan in terms of their economic feasibility unless the circumstances in which this power can be exercised are narrowly defined or the court has the competence and experience to exercise the necessary level of commercial and economic judgement.”

als algemeen homologatiecriterium te hanteren, althans in al te rigide vorm. Zie paragraaf 8.9.3.3 hierna.

Naast de deugdelijkheid van de besluitvorming zou de rechter bij de homologatie van ieder akkoord ook moeten kunnen worden geroepen om te toetsen of de schuldenaar in financiële staat van insolventie (waaronder te verstaan pre-insolventie) verkeert en of het akkoord belangen schaadt van partijen die niet bij de totstandkoming van het akkoord zijn betrokken. Dit zijn nieuwe algemene homologatiecriteria die eigen zijn aan een pre-insolventieakkoord. In een formele meeromvattende insolventieprocedure staat de staat van insolventie immers in de regel vast en richt de procedure zich niet slechts tot een deelselectie van de crediteuren, zoals dat met een pre-insolventieakkoord in de voorgestane vorm wel mogelijk is. Over deze nieuwe algemene homologatiecriteria handelt paragraaf 8.9.4. In de onderstaande paragraaf heroverweeg ik echter eerst een drietal gebruikelijke algemene homologatiecriteria die in bestaande akkoordssystemen plegen voor te komen.

8.9.3 Handhaven van gebruikelijke algemene weigeringsgronden?

Akkoordregelingen in enkele rechtsstelsels, waaronder de huidige Nederlandse en de Amerikaanse, bevatten financieel-inhoudelijke criteria op basis waarvan de rechter homologatie van het akkoord verplicht is te weigeren ook al hebben alle klassen bij deugdelijk tot stand gekomen democratisch besluit aangegeven de totstandkoming van het akkoord te wensen.

Het gaat dan met name om de toets of i) aan de crediteuren voldoende informatie is verstrekt, ii) of de nakoming van het akkoord voldoende is gewaarborgd en de onderneming na totstandkoming van het akkoord voldoende levensvatbaar is en iii) of de crediteuren onder het akkoord minimaal ontvangen wat zij in geval van vereffening zouden hebben ontvangen (liquidatie-uitkeringstest).⁸⁶²

Deze verplichte weigeringsgronden worden in het algemeen zonder veel discussie aanvaard. Ik zou niet noodzakelijkerwijs integrale afschaffing van deze weigeringsgronden willen bepleiten. Wel zou ik kritische kanttekeningen willen plaatsen. Aan indringende rechterlijke toetsing aan deze financieel-inhoudelijke

⁸⁶² Zie in dit verband ook INSOL Europe, Study on a new approach to business failure and insolvency – Comparative legal analysis of Member States’ relevant provisions and practices.

normen kleven zwaarwegende bezwaren. Indien men ervoor zou kiezen de hier besproken weigeringsgronden op te nemen of te handhaven, behoort de rechter het primaat in beginsel aan de crediteuren te laten. De voornoemde criteria zou hij hooguit marginaal moeten toetsen waarbij hij slechts controleert op een manifeste schending en een ruime bevoegdheid heeft om opgeworpen discussiepunten op basis van summierlijk onderzoek af te doen zonder uitgebreide bewijslevering of deskundigenonderzoek (en zonder de mogelijkheid van hoger beroep en cassatie).

8.9.3.1 Toereikende informatieverstrekking / disclosure

De eerste inhoudelijke weigeringsgrond waar ik kritische kanttekeningen bij plaats, betreft de toets of de schuldenaar voldoende financieel-inhoudelijke informatie aan de crediteuren heeft verstrekt (tenzij de schuldenaar misleidende informatie heeft verstrekt en het akkoord op oneerlijke wijze tot stand is gekomen). Uiteraard moet de schuldenaar aan de crediteuren voldoende informatie verstrekken. Het is echter de vraag of een leidende rol voor de rechter is weggelegd om dit te toetsen. Is het niet primair aan de crediteuren zelf om de verstrekte informatie te beoordelen en te bepalen of zij voldoende geïnformeerd zijn? Indien de crediteuren de verstrekte informatie ontoereikend achten, kunnen zij dat gedurende het proces zelf tijdig aan de onderneming kenbaar maken en om nadere informatie verzoeken en indien toereikende informatie desondanks achterwege blijft, tegenstemmen.

Het is met name in dit vraag-en-antwoordspel dat er een toetsingsrol voor de rechter is weggelegd. Betrokken crediteuren moeten voldoende gelegenheid krijgen om ontvangen informatie te bestuderen, daarover vragen te stellen en nadere informatie op te vragen. De aanbieder van het akkoord dient op redelijke vragen en informatieverzoeken adequaat te reageren (aan de verstrekking van informatie zou de schuldenaar de voorwaarde van geheimhouding moet kunnen verbinden). Het is met name dit dat de rechter zou moeten toetsen. Rechterlijke toetsing van de informatievoorziening heeft dan vooral een procedureel karakter.

Het inhoudelijk beoordelen van de juistheid en volledigheid van de te verstrekken informatie is geen sinecure (liquidatie-analyse, historische resultaten en vermogenspositie van de onderneming, commerciële aannames die aan prognoses ten grondslag liggen, visie op marktontwikkelingen, etc.). Het is de vraag of een uitgebreid en gedetailleerd debat in rechte over de inhoud van de verstrekte informatie en de daaraan ten grondslag liggende aannames het inzicht zodanig zal

bevorderen dat dit opweegt tegen de daarmee gemoeide kosten en vertraging. Buiten de extreme gevallen zal de rechter over de accuraatheid van de verstrekte informatie en gehanteerde aannames geen zinvol antwoord kunnen geven, of niet zonder een onevenredige inspanning terwijl de meerwaarde van de uitkomst van het onderzoek beperkt is. Nu de crediteuren toch bij het proces betrokken zijn, zou ook de beoordeling van de verstrekte informatie primair aan de crediteuren (en hun financiële adviseurs) zelf moeten worden overgelaten. Indien alle klassen met het akkoord hebben ingestemd, kan de rechter er in beginsel vanuit gaan dat de crediteuren zich (bij meerderheid) voldoende voorgelicht achten en dat de verstrekte informatie toereikend is. De rechter zou de homologatie van het akkoord dan slechts moeten weigeren indien blijkt dat de besluitvorming tot stand is gekomen op basis van manifeste gebreken in de informatieverstrekking of sprake is geweest van misleiding of bedrog.

8.9.3.2 Nakoming voldoende gewaarborgd / feasibility test

Een tweede verplichte inhoudelijke weigeringsgrond waar ik kanttekeningen bij plaats, betreft de vraag of de nakoming van het akkoord voldoende is gewaarborgd en de daarmee samenhangende vraag of de onderneming na totstandkoming van een herstructurering levensvatbaar zal zijn. Ook hier geldt dat kan worden aangenomen dat de crediteuren zich over de nakoming van het akkoord en de levensvatbaarheid van de onderneming een oordeel zullen hebben gevormd. Indien een meerderheid voor het akkoord heeft gestemd, kan aan worden genomen dat de crediteuren de nakoming van het akkoord voldoende gewaarborgd achten en is het niet aan de rechter om zijn eventueel andersluidende oordeel tegen de wil van de meerderheid daarvoor in de plaats te stellen.

Het criterium voor homologatie, dat nakoming van het akkoord voldoende gewaarborgd is, is nog betrekkelijk eenvoudig toe te passen bij een percentage-akkoord, althans een akkoord waarin de uitkering plaatsvindt in contanten. De rechter kan dan om een concrete vorm van zekerheid vragen, zoals een bankgarantie. Dat is overzichtelijk. Maar hoe moet men het criterium bijvoorbeeld toepassen indien het akkoord voorziet in betaling in aandelen? Dat de vennootschap de aandelen kan en zal uitgeven, valt wel aan te nemen. Het waarborgen van de nakoming van deze verplichting heeft weinig betekenis. Hetzelfde geldt als het akkoord voorziet in betaling in obligaties. Het waarborgen

van de nakoming van de verplichting onder het akkoord om obligaties uit te geven, is eveneens betrekkelijk zinledig.

In het verlengde hiervan kan men zich de vraag stellen of de rechter dan behoort te toetsen of de onderneming niet alleen haar directe verplichtingen onder het akkoord zal nakomen, maar in de toekomst ook meer algemeen in staat zal zijn aan haar verplichtingen te voldoen. Zou de rechter bijvoorbeeld niet alleen moeten toetsen of de vennootschap haar verplichting onder het akkoord tot uitgifte van obligaties zal kunnen nakomen, maar ook haar toekomstige betalingsverplichtingen onder de uitgegeven obligaties? Dit zou neerkomen op een “levensvatbaarheidstest” vergelijkbaar met de *feasibility test* onder het Amerikaanse recht. De crediteuren kunnen evenzeer worden geacht zich over de levensvatbaarheid van de geherstructureerde onderneming een beeld te hebben gevormd. Dit is evenmin een onderwerp waarmee de rechter zich in het kader van de homologatie van een aangenomen akkoord (indringend) inhoudelijk zou moeten inlaten. Het beoordelen van de levensvatbaarheid van een onderneming is bepaald geen eenvoudige opgave, houdt een voorspelling in van de toekomst en is inherent met een grote mate van speculatie en onzekerheid omgeven. Brengt men deze beoordeling bij de rechter onder, dan zal dit eveneens een uitgebreide en kostbare discussie opleveren die tot vertraging en onzekerheid leidt terwijl een eenduidig antwoord meestal niet is te geven. De crediteuren moeten zich bij het beoordelen van het aangeboden akkoord zelf een beeld vormen van de levensvatbaarheid van de geherstructureerde onderneming. Indien de crediteuren bij meerderheid de goede en kwade kansen wensen te nemen, is dat een kans-inschatting die in beginsel aan de crediteuren zou moeten worden gelaten.⁸⁶³ Zie ook mijn kritiek in paragraaf 6.16.5 op het Amerikaanse systeem in dit verband.

8.9.3.3 *Liquidatie-uitkeringstest / best interests test*

Een laatste verplichte inhoudelijke weigeringsgrond waar ik kritische opmerkingen bij plaats, is het criterium dat de schuldeisers minimaal zouden moeten ontvangen wat zij naar verwachting in geval van wettelijke liquidatie zouden ontvangen. Deze toets is ook van zeer betrekkelijke waarde. Wat de schuldeisers bij liquidatie zouden ontvangen valt niet werkelijk vast te stellen en blijft in hoge mate speculatief. Een liquidatie-analyse is vaak met zulke grote onzekerheden omgeven dat deze geen

⁸⁶³ Zie anders: M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation? in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015, p. 284.

vergelijking oplevert waar reële betekenis aan kan worden gehecht. Aan de actiefzijde kunnen grote onzekerheden niet alleen zitten in de waardering van de bekende activa, maar ook in eigendomsposities (eigendomsvoorbeholden) en andere aanspraken van derden zoals rechten van reclame en retentierechten, potentiële claims, verrekeningsmogelijkheden, et cetera. Aan de passiefzijde kunnen grote onzekerheden zitten in de omvang en rang van de in te dienen vorderingen (waaronder de fiscale positie), de geldigheid van zekerheidsrechten (verpandingsverboden), de omvang van de schadeclaims die als gevolg van de vereffening ontstaan en andere betwiste vorderingen. Men moet de uitkomst van het gehele vereffening- en verificatieproces voorspellen. Dit is vaak niet met een betekenisvolle mate van nauwkeurigheid te doen.

Tegelijkertijd is het goed mogelijk dat een meerderheid van de crediteuren het risico aannemelijk acht dat de uitkering bij liquidatie in werkelijkheid ook wel eens lager zou kunnen uitvallen dan ingeschat. Een uitkering bij vereffening zou ook veel langer op zich kunnen laten wachten dan een uitkering onder het akkoord. Crediteuren kunnen in dit soort situaties een goede reden hebben om “één vogel in de hand” de voorkeur te geven boven “tien in de lucht”. Niet goed valt in te zien waarom het in een dergelijk geval onredelijk zou zijn de stem van de meerderheid te laten gelden. Waarom zou de rechter in zulk een geval de voordelen van het akkoord aan de meerderheid moeten onthouden, deze moeten opzadelen met de risico's en vertraging van vereffening en de wens van de minderheid door moeten drukken?

Een liquidatie-uitkeringstest zoals de Amerikaanse *best interests* test is verder betrekkelijk omdat deze crediteuren niet werkelijk brengt in de situatie waarin zij bij liquidatie zouden verkeren. Bij een echte liquidatie ontvangen de crediteuren een uitkering in harde contanten. Een liquidatie-uitkeringstest zoals in het Nederlandse en Amerikaanse recht staat echter toe dat crediteuren een uitkering anders dan in contanten ontvangen met slechts een veronderstelde *waarde* die gelijk is aan het bedrag dat zij naar verwachting in geval van liquidatie zouden ontvangen. Zoals uitgebreider toegelicht in paragraaf 2.6.6 hierboven, is een uitkering anders dan contanten aanzienlijk minder aantrekkelijk dan een uitkering in contanten ook al wordt deze gesteld dezelfde waarde te vertegenwoordigen. Beschermenswaardig is dan ook niet zozeer de waarde van de uitkering waarop crediteuren in faillissement aanspraak hebben, maar de liquidatie-aanspraak op een uitkering *in contanten*. Dit beschermt de *best interests* test niet.

Voorziet het akkoord niet in een uitkering in contanten, maar in een uitkering anders dan in geld, dan wordt het nog ingewikkelder en heeft de vergelijking nog minder betekenis. De rechter zal om een vergelijking te kunnen maken met de theoretische liquidatie-uitkering, niet alleen een liquidatie-analyse moeten verrichten om vast te stellen wie wat zou kunnen verwachten te ontvangen in geval van vereffening (wat al moeilijk genoeg is) maar ook nog de aangeboden niet-contante uitkering onder het akkoord moeten waarderen, zoals de uitgeven schuldinstrumenten en (minderheids)aandelenbelangen, om vast te stellen of de waarde daarvan overeenkomt met het bedrag dat de crediteuren in vereffening naar beste schatting zouden ontvangen. Dit leidt tot dubbel giswerk, met een bijbehorende vermenigvuldiging van de omvang van het debat, de daarmee gemoeide kosten, vertraging en onzekerheden, en dit alles louter met als doel om een vergelijking te kunnen maken met onzekerheidsmarges die zo groot zijn dat zij alleen een schijnantwoord kunnen opleveren.⁸⁶⁴

Van Galen betoogt dat ontvangst van minder dan liquidatiewaarde onteigening zonder adequate compensatie zou opleveren en dat een crediteur zich dit niet zou hoeven te laten welgevalen, ook niet als een meerderheid van zijn klasse wel met de aangeboden uitkering instemt.⁸⁶⁵

Onteigening zonder adequate compensatie kan onder omstandigheden schending van artikel 1 van het Eerste Protocol van het Europees Verdrag voor Rechten van de Mens opleveren (EP EVRM). Op grond van vaste rechtspraak van het Europees Hof voor de Rechten van de Mens is een inbreuk op het eigendomsrecht slechts toegestaan indien de inbreuk (i) is voorzien bij wet, (ii) het algemeen belang dient en (iii) proportioneel is.⁸⁶⁶

Het komt mij voor dat het enkele feit dat crediteuren onder het akkoord mogelijk minder ontvangen dan zij *naar schatting* (eventueel) in geval van liquidatie zouden ontvangen niet zonder meer een schending van art. 1 EP EVRM hoeft op te leveren. Deze mogelijke “inbreuk” zou onder omstandigheden proportioneel kunnen zijn en in

⁸⁶⁴ Zie in dit verband ook Y. Ren, A Comparative Study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, p. 104 en Natalic Regoli, Confirmation of Chapter 11 Bankruptcy: A Practical Guide to the Best Interest of Creditors Test, Tex.J.Bus.L. 2005, Vol. 41, p. 29 – 30.

⁸⁶⁵ R.J. van Galen, De surseance als echte reorganisatieprocedure, TvI 2015/23.

⁸⁶⁶ Zie A.J.P. Schild, De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht, diss. Leiden, Kluwer, 2012, p. 126 e.v. voor een uitvoerig overzicht en bespreking van de rechtspraak.

verhouding kunnen staan tot de duur, de risico's en de onzekerheid van vereffening en met name het algemeen belang dat ermee is gediend om insolventie op een doelmatige manier op te lossen en af te wikkelen.

In dit boek hanteer ik als randvoorwaarde voor een nieuwe regeling dat deze voldoet aan de Pareto-efficiëntiestandaard: niemand mag met de voorgestelde regeling erop achteruitgaan ten opzichte van de situatie zonder de voorgestelde regeling.⁸⁶⁷ Hieruit zou volgen dat een tegenstemmende minderheid binnen een bij meerderheid voor stemmende klasse niet minder zou mogen ontvangen onder het akkoord dan deze minderheid zou ontvangen zonder akkoord. De vraag is echter: hoe stelt men dit vast? De liquidatiewaarde is slechts een *taxatie*. Deze is in hoge mate speculatief. Het is niet denkbeeldig dat crediteuren in geval van liquidatie in werkelijkheid minder ontvangen dan de getaxeerde liquidatiewaarde.

Diepgaander onderzoek naar de vraag in hoeverre een akkoord dat crediteuren weliswaar (mogelijk) minder aanbiedt dan zij in geval van liquidatie naar schatting zouden mogen verwachten te ontvangen, maar dat iedere betrokken klasse bij meerderheid ondersteunt, toelaatbaar is onder artikel 1 EP EVRM valt buiten het bestek van dit boek. Niettemin ben ik voorsnog geneigd aan te nemen dat een uitkering onder het akkoord die *klaarblijkelijk* (reeds na summierlijk onderzoek zichtbaar) lager ligt dan de uitkering die de crediteuren in geval van liquidatie naar schatting mogen verwachten met art. 1 EP EVRM op gespannen voet staat. De uitkering die crediteuren onder het akkoord ontvangen zou ten minste in redelijke verhouding tot de geschatte uitkering bij liquidatie moeten staan. Daarbij zou rekening moeten kunnen worden gehouden met factoren zoals de tijds waarde van geld (het voorkomen van de vertraging die het wachten op een liquidatie-uitkering met zich brengt), het voorkomen van risico (het risico dat de liquidatie-uitkering uiteindelijk lager blijkt te zijn dan vooraf getaxeed) en liquiditeit. De vraag is vooral hoe men vaststelt of de uitkering onder het akkoord in redelijke verhouding staat tot de geschatte uitkering bij liquidatie. Het is mijns inziens wenselijk deze vaststelling in eerste instantie aan de crediteurendemocratie over te laten. Indien de meerderheid van de crediteuren vóór heeft gestemd en de besluitvorming zuiver tot stand is gekomen, zou de rechter er in beginsel vanuit moeten gaan dat de omvang van de onder het akkoord aangeboden uitkering kan worden geacht in redelijke verhouding te staan tot de geschatte uitkering bij liquidatie en daarmee toereikend is. De rechter zou de homologatie van een akkoord dat alle klassen hebben

⁸⁶⁷ Zie paragraaf 2.6.5.

aangenomen dan slechts moeten weigeren indien voorshands, op basis van summierlijk onderzoek, duidelijk is dat tegenstemmende crediteuren binnen een klasse wezenlijk minder onder het akkoord ontvangen dan zij zouden ontvangen in geval van faillissement en daar, reeds na summierlijk onderzoek, onvoldoende rechtvaardiging voor blijkt te bestaan.

Indien een gehele klasse tegenstemt en de rechter wordt gevraagd het akkoord aan een tegenstemmende klasse op te leggen, zou de toets van de rechter veel verder moeten gaan. De rechter moet dan vaststellen i) wat het bedrag is dat de crediteuren in geval van liquidatie zouden mogen wachten te ontvangen, ii) dat de crediteuren van de tegenstemmende klasse onder het akkoord een bedrag ter grootte van de verwachte liquidatie-uitkering ook daadwerkelijk *in contanten* krijgen aangeboden, en iii) dat de crediteuren onder het akkoord voorts de mogelijkheid hebben om hun aandeel in de reorganisatiewaarde eventueel anders dan in contanten te realiseren. Zie hierover nader paragraaf 3.4.7 hiervoor en paragrafen 8.9.6 en 8.9.7 hierna.

In de Amerikaanse *Chapter 11* procedure hebben de *feasibility test* (levensvatbaarheidstest) en “best interest of creditors” test (liquidatie-uitkeringstest) geleid tot omvangrijke financieel-inhoudelijke debatten voor de rechter met “*expert testimony*” van zakenbankiers en andere financiële deskundigen. Het zijn onder meer dit soort gerechtelijke geschillen in de *Chapter 11* procedure die tijdrovend en kostbaar zijn, terwijl zij vooral theoretische betekenis hebben, die de *Chapter 11* procedure onaantrekkelijk en voor minder grote bedrijven ontoegankelijk hebben gemaakt. Zie ook hiervoor paragraaf 6.16.5.

Bij een akkoord dat één of meer *in the money* klassen hebben verworpen, valt voor het ten gronde toetsen van de hiervoor besproken criteria een rechtvaardiging aan te reiken.⁸⁶⁸ Het gaat erom dat voor een indringende rechterlijke toetsing van deze criteria mijns inziens onvoldoende rechtvaardiging bestaat indien alle klassen met het akkoord hebben ingestemd. Anders moet de rechter zich bij *ieder* akkoord over al deze ingewikkelde financieel-inhoudelijke onderwerpen ten gronde een oordeel vormen, ook al hebben alle relevante klassen op basis van deugdelijke besluitvorming vóór gestemd, met alle onnodige vertraging en kosten van dien.

8.9.4 Nieuwe algemene weigeringsgronden

⁸⁶⁸ Zie in dit verband F.M.J. Verstijlen, Het Insolventieakkoord, in: N.E.D. Faber (red.), De Bewindvoerder een Octopus, Serie Onderneming en Recht deel 44, Kluwer, 2008, p. 141 die de toepassing van een *best interests test* bepleit in geval van *cram down*.

8.9.4.1 *Schuldenaar niet in staat van insolventie of pre-insolventie*

In paragraaf 3.6 hiervoor heb ik uiteengezet waarom een zelfstandig dwangakkoord zoals hier geschetst uitsluitend toepasbaar zou moeten zijn indien de schuldenaar in financiële staat van insolventie of pre-insolventie verkeert. Omdat de huidige akkoordregeling uitsluitend toepassing kan vinden binnen het kader van een formele surseance- of faillissementsprocedure wordt insolventie of het vooruitzicht van insolventie thans bij de homologatie verondersteld. Het hier besproken pre-insolventieakkoord zou echter vooral toepassing vinden buiten het kader van een surseance- of faillissementsprocedure. De wettelijke veronderstelling van het bestaan of het vooruitzicht van insolventie is dan afwezig. De financiële toestand moet daarom in het kader van een pre-insolventie akkoordprocedure afzonderlijk worden getoetst.

Zoals toegelicht in paragraaf 8.4, betekent dit niet dat de rechter de financiële toestand van de schuldenaar altijd eerst zou moeten toetsen voordat de schuldenaar een akkoordtraject kan inleiden.⁸⁶⁹ De schuldenaar zou ook zonder financiële ingangstoets een akkoordtraject moeten kunnen opstarten. De rechter zou de vraag of de toestand van insolventie of pre-insolventie bestaat uiterlijk moeten toetsen in het kader van de homologatie, tenzij de schuldenaar de rechter vraagt zich hier eerder over uit te laten.⁸⁷⁰

8.9.4.2 *Niet betrokken crediteuren geschaad*

Het feit dat een pre-insolventieakkoord zich kan richten tot slechts een selectie van de crediteuren vereist de introductie van een tweede nieuwe algemene homologatietoets. Deze zou moeten inhouden dat de belangen van crediteuren die niet bij het akkoord zijn betrokken niet materieel worden geschaad. Crediteuren wier rechten het akkoord juridisch ongewijzigd laat maar wier belangen het akkoord mogelijk wel materieel zou kunnen raken, zouden alle informatie die voor de besluitvorming over het akkoord relevant is, tijdig moeten ontvangen en in de gelegenheid moeten worden gesteld om tegen de homologatie van het akkoord op

⁸⁶⁹ Zou een derde een akkoord willen aanbieden, dan zou deze daartoe wel voorafgaand verloop van de rechter nodig moeten hebben. Zie paragraaf 8.4.2.

⁸⁷⁰ Zie in dit verband ook M.L. Lennarts, *De WCO II: solide basis voor herstructureren of voor voor litigation?*, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2015*, Kluwer, 2015, p. 269 – 288.

te komen.⁸⁷¹ Het vereist oplettendheid van de rechter om te signaleren of het akkoord materieel nadelige gevolgen zou kunnen hebben voor partijen anders dan degenen tot wie het akkoord zich uitdrukkelijk richt. De rechter zou hier niet alleen ambtshalve op moeten letten. De aanbieder van het akkoord zou de verplichting moeten hebben de rechter uitdrukkelijk te wijzen op de mogelijke gevolgen die het akkoord (afhankelijk van het antwoord op de waarderingsvraag) zou kunnen hebben voor anderen dan degenen tot wie het akkoord zich uitdrukkelijk richt. Zie in dit verband verder paragraaf 8.7.2.1 hiervoor.

8.9.5 *Cram down van “out of the money” klasse: welke waarderingsmaatstaf?*

Hiervoor in paragrafen 8.9.2 tot en met 8.9.4 ging het over de algemene homologatiecriteria die wel of niet zouden moeten gelden voor ieder akkoord, ook voor een akkoord dat door alle klassen is aangenomen.

In deze en de volgende paragrafen tot en met paragraaf 8.9.7 gaat het over de homologatiecriteria die zouden moeten gelden voor een akkoord dat één of meer klassen hebben verworpen.

Zoals wij hiervoor in paragraaf 4.3.6 zagen, kan binding op basis van democratische besluitvorming slechts plaatsvinden binnen een klasse. Binding op basis van democratische besluitvorming kan niet plaatsvinden tussen klassen: een meerderheid van vóór stemmende klassen kan een minderheid van tegenstemmende klassen niet binden. Een tegenstemmende klasse kan derhalve uitsluitend worden gebonden door een rechterlijke beslissing. Het gaat nu meer specifiek om de vraag of en zo ja onder welke omstandigheden de rechter de bevoegdheid zou moeten hebben om een akkoord aan een tegenstemmende klasse op te leggen. Ik beschouw deze vraag eerst voor een tegenstemmende *out of the money* klasse.

Indien er tegenstemmende klassen bestaan die geen economisch belang meer hebben, dat wil zeggen op basis van hun wettelijke rang geen aanspraak hebben op de beschikbare waarde (*out of the money*), moet de rechter zonder meer de bevoegdheid hebben om een akkoord dat niets aan deze klassen toekent aan deze klassen op te leggen. Crediteuren die geen economisch belang hebben, behoren

⁸⁷¹ Zie hiervoor paragraaf 8.7.2.2.

geen blokkerende zeggenschap te hebben en behoren de totstandkoming van een akkoord dat hen niets toekent niet te kunnen tegenhouden.

De gerechtelijke bevoegdheid om een akkoord met dwang op te leggen aan een tegenstemmende klasse die geen economisch belang meer heeft, is een noodzaak die voortvloeit uit het inherente waardetekort dat zich in de regel bij insolventie voordoet. Zonder de mogelijkheid om de inherente gevolgen van het tekort met rechterlijke dwang aan een tegenstemmende *out of the money* klasse op te leggen, kan een akkoordregeling als insolventie-instrument niet goed dienst doen. Deze is dan in het bijzonder niet in staat om een verdeling van de beschikbare waarde te faciliteren onder (alleen) hen die tot de beschikbare waarde gerechtigd zijn.

Het waarborgen van een eerlijke verdeling overeenkomstig ieders rang is één van de kernfuncties van een insolventie-instrument. Het met rechterlijke dwang opleggen van een akkoord of het ontnemen van juridische rechten aan klassen die *out of the money* zijn, vormt geen materiële inbreuk op rechten. De rechten van *out of the money* klassen vertegenwoordigen in geval van insolventie geen materiële aanspraak. Het *ontbreken* van de mogelijkheid om een akkoord op te leggen, of juridische rechten te ontnemen aan een *out of the money* klasse kan echter wél tot een inbreuk leiden op de rechten van klassen die *in the money* zijn: zij dreigen dan waarde waartoe zij exclusief gerechtigd zijn te zien wegvloeien naar partijen die daarop geen recht hebben. Over de mogelijkheid van *cram down* van *out of the money* klassen in het kader van insolventie behoort dan ook geen aarzeling te bestaan. Zie ook paragrafen 4.1 en 7.15.4 hiervoor.

De vervolgvraag is op basis van welke waarde de rechter vast moet stellen wie *in* en wie *out of the money* is? Het antwoord daarop luidt: de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd of behouden. In navolging van de Amerikaanse terminologie duid ik deze waarde aan als de reorganisatiewaarde ("*reorganization value*").⁸⁷² Het gaat niet om de waarde die gerealiseerd zou worden indien het akkoord *niet* tot stand

⁸⁷² Zie in dit verband ook J.B. Cleveland, Valuation in bankruptcy and a financial restructuring context, Journal of Business Valuation 7/15/2003. In het rapport van de American Bankruptcy Institute, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 207 wordt de "*reorganisation value*" omschreven als: "(i) if the debtor is reorganizing under the plan, the enterprise value attributable to the reorganized business entity, plus the net realizable value of its assets that are not included in determining the enterprise value and are subject to subsequent disposition as provided in the confirmed plan; or (ii) if the debtor is selling all or substantially all of its assets under section 363x or a Chapter 11 plan, the net sale price for the enterprise plus the realizable value of its assets that are not included in such sale and are subject to subsequent disposition as provided in the confirmed plan or as contemplated at the time of the section 363x sale". Zie ook paragraaf 5.9.6 hiervoor.

zou komen.⁸⁷³ Het gaat om de waarde die gerealiseerd zou worden indien het akkoord *wel* tot stand komt. Drijft de schuldenaar een onderneming en is het doel van de beoogde reorganisatie om de onderneming *going concern* te behouden, dan is de reorganisatiewaarde de *going concern* waarde van de onderneming in gereorganiseerde toestand. Het is echter ook denkbaar dat een voortzetting van de onderneming *going concern* niet haalbaar is. Een akkoord zou in zo'n geval de functie kunnen hebben om een gecontroleerde liquidatie buiten faillissement te bewerkstelligen waarmee een hogere liquidatie-opbrengst mogelijk te realiseren valt dan met een (ongecontroleerde) liquidatie in faillissement het geval zou zijn (liquidatie-akkoord).⁸⁷⁴ De hogere liquidatie-opbrengst die met het akkoord is te behalen, is dan de reorganisatiewaarde.⁸⁷⁵ Zie over de term reorganisatiewaarde ook paragrafen 3.4.7.2 en 5.9.6 hiervoor.

Waarom moet men bij het bepalen van het punt waar de waarde “breekt” (wie *in of out of the money* is) de hogere reorganisatiewaarde hanteren en niet de lagere liquidatiewaarde in geval van vereffening? Uitgangspunt is dat men de aanspraak en zeggenschap van partijen beoordeelt aan de hand van de waarde die met het akkoord daadwerkelijk wordt gerealiseerd. Dat is niet de liquidatiewaarde bij wettelijke vereffening. Het akkoord strekt er juist vaak toe wettelijke vereffening te voorkomen of een hogere liquidatie-opbrengst te realiseren dan met wettelijke vereffening mogelijk zou zijn (herstructurering of gecontroleerde liquidatie buiten faillissement). Er is geen goede reden om de daadwerkelijke waarde die met het akkoord zou worden gerealiseerd en waarop een grotere groep crediteuren in principe aanspraak heeft, uitsluitend in handen te laten vallen van de kleinere groep crediteuren die ook nog een aanspraak zouden hebben in geval van wettelijke liquidatie, die niet aan de orde is. Deze kleinere groep crediteuren wordt dan overbedeeld, terwijl andere crediteuren verstoken blijven van hun aanspraak op de daadwerkelijk gerealiseerde waarde. Zie over het hanteren van de

⁸⁷³ Zie ook paragraaf 3.4.7.2 hiervoor. Zie anders o.a. B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispen, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in “Overeenkomsten en insolventie”, red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt, Kluwer, 2012, p. 320 waarin zij schrijven: “Niet valt in te zien waarom schuldeisers die zonder een akkoord zeker niets uit de opbrengsten van de activa van de schuldenaar zouden ontvangen, een sanering en reorganisatie zouden kunnen tegenhouden” (onderstreping toegevoegd); zie voorts J. Payne, Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for Reform, University of Oxford, Research Paper No 89/2013, p. 26 die eveneens meent dat vertrekpunt zou moeten zijn de situatie indien het akkoord niet tot stand komt.

⁸⁷⁴ Zowel *Chapter 11 plans* als Engelse *schemes* worden gebruikt om liquidatie-akkoorden te implementeren. Zie R.F. Broude, Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, Law Journal Press, 2013, p. 8-12b en J. Payne, Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014, p. 279 – 285.

⁸⁷⁵ Vgl. onder het Amerikaanse recht in re *Cypress Land Partners, I*, 409 B.R. 396, 426-427 (bankr. S.D. Tex. 2009).

reorganisatiewaarde als toepasselijke maatstaf in dit kader ook paragrafen 3.4.7.2, 6.14.3.2, 7.13 en 10.15.3.

Voorbeeld: de reorganisatiewaarde is 100, de opbrengst bij wettelijke vereffening zou 20 zijn, de senior crediteuren hebben een vordering van 50 en de junior crediteuren hebben ook een vordering van 50. Het akkoord komt tot stand. De reorganisatiewaarde wordt geacht te zijn gerealiseerd (100).

Zou bij de vaststelling van het punt waar de waarde breekt de opbrengst bij wettelijke vereffening worden gehanteerd, dan zouden alleen de senior crediteuren als *in the money* worden beschouwd, terwijl de junior crediteuren als *out of the money* zouden hebben te gelden. De volledige, door middel van het akkoord daadwerkelijk gerealiseerde reorganisatiewaarde van 100 zou dan uitsluitend aan de senior crediteuren kunnen worden toebedeeld, zonder dat de junior crediteuren, die immers als *out of the money* zouden zijn aangemerkt en geen blokkerende zeggenschap zouden hebben, dat zouden kunnen tegenhouden. De senior crediteuren zouden dan inderdaad twee keer zoveel kunnen ontvangen (100) als waar zij op grond van het nominale bedrag van hun vorderingen recht op hebben (50), terwijl de junior crediteuren ten onrechte niets ontvangen en dit niet met een tegenstem kunnen blokkeren.

Kortom, bij het opleggen van een akkoord aan een tegenstemmende *out of the money* klasse (*cram down*) dient de beoordeling van de vraag wie *in* en wie *out of the money* is, plaats te vinden aan de hand van de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd (reorganisatiewaarde), niet de geschatte opbrengst bij wettelijke vereffening (liquidatiewaarde).

Men moet dit onderscheiden van de liquidatie-uitkeringstest die veelal⁸⁷⁶ wordt gehanteerd voor de homologatie van ieder akkoord (ook een aangenomen akkoord).⁸⁷⁷ Deze minimumgrens is wel gebaseerd op het scenario waarin de crediteuren zouden verkeren indien het akkoord *niet* tot stand zou komen. Daarvoor is de geschatte uitkering bij wettelijke vereffening, niet de reorganisatiewaarde, bepalend.

⁸⁷⁶ Vgl. INSOL Europe, Study on a new approach to business failure and insolvency – Comparative legal analysis of Member States' relevant provisions and practices.

⁸⁷⁷ Zie paragraaf 8.9.3.3 hiervoor.

Dus samenvattend:

Bij een *aangenomen* akkoord waarmee alle klassen hebben ingestemd, is de financiële ondergrens voor homologatie (indien een dergelijke ondergrens als wenselijk zou worden beschouwd) dat iedere individuele tegenstemmende crediteur binnen de vóór stemmende klasse minimaal aan waarde ontvangt wat hij aan waarde in geval van wettelijke vereffening naar verwachting zou hebben ontvangen (liquidatiewaarde).⁸⁷⁸

Bij een *verworpen* akkoord waarmee niet alle klassen hebben ingestemd, geldt voor de beantwoording van de vraag of een tegenstemmende klasse als *out of the money* heeft te gelden en het akkoord daarmee aan die klasse kan worden opgelegd als uitgangspunt de reorganisatiewaarde.

Wij zullen hierna zien dat bij het opleggen van een akkoord aan een tegenstemmende *in the money* klasse, behalve de reorganisatiewaarde, ook de liquidatiewaarde van belang is.

8.9.6 Cram down van tegenstemmende “in the money” klasse

8.9.6.1 Respecteren van het recht op contanten (executie)

Het gaat op deze plaats om *cram down* van een *in the money* klasse die tegen heeft gestemd. Voor het toekennen van de bevoegdheid aan de rechter om een tegenstemmende klasse die *in the money* is met dwang aan het akkoord te binden, bestaat, anders dan bij een tegenstemmende klasse die *out of the money* is, geen of minder insolventierechtelijke noodzaak. Het met rechterlijke dwang opleggen van een akkoord aan een tegenstemmende *in the money* klasse kan, anders dan bij een *out of the money* klasse, wél tot een materiële inbreuk op rechten leiden. Hier is grote terughoudendheid op zijn plaats. Een klasse die een economisch belang heeft (*in the money* is) behoort in het kader van een akkoord zeggenschap te hebben. De rechter zou dan ook de meerderheidsbeslissing van een *in the money* klasse in beginsel moeten eerbiedigen, ook als deze klasse tegen het akkoord stemt en daarmee aangeeft wettelijke liquidatie te verkiezen.⁸⁷⁹

In the money crediteuren kunnen allerlei verschillende redenen hebben om tegen het voorgestelde akkoord te stemmen. Een reden zou kunnen zijn dat de

⁸⁷⁸ Zie over de wenselijkheid van het hanteren van een liquidatie-uitkeringstest als algemeen homologatiecriterium paragraaf 8.9.3.3. hiervoor.

⁸⁷⁹ Zie ook D.G. Baird, *Bankruptcy's Uncontested Axioms*, 108 Yale L.J., 1998, p. 586.

crediteuren een *going concern* verkoop aan een derde tegen betaling en met een uitkering in contanten (liquidatie) verkiezen boven een voorstel om de onderneming in één of andere vorm te blijven doorfinancieren (herstructurering). Nog een reden zou kunnen zijn dat de voorkeur wordt gegeven aan een concurrerend akkoord dat een betere propositie biedt. Weer een andere reden zou kunnen zijn dat het akkoord de betreffende klasse een geringer deel toekent van de met het akkoord gerealiseerde waarde dan waar de betreffende klasse op basis van haar rang recht op heeft. Dit zijn stuk voor stuk legitieme redenen om tegen te stemmen. De rechter zou deze tegenstem in beginsel moeten respecteren.

In the money crediteuren moeten in het bijzonder niet tegen hun (meerderheids)wil kunnen worden gedwongen door te financieren. Zij moeten door stemuitbrenging in klassen tot liquidatie kunnen besluiten indien zij dat om zakelijke redenen opportuun vinden. Of liquidatie zakelijk opportuun is of niet, moet niet aan de rechter, maar in beginsel aan de discretionaire beoordeling van de crediteuren zelf worden overgelaten.

In paragrafen 2.6.4 en 2.6.5 hierboven heb ik uiteengezet dat voor een alternatief verhaalssysteem (een akkoordregeling) slechts voldoende rechtvaardiging bestaat indien alle betrokkenen er met het alternatieve systeem op vooruitgaan, althans op voorhand geen deelgroep valt aan te wijzen die er met het alternatieve systeem op achteruit kan gaan.

Aandeelhouders en crediteuren die bij wettelijke vereffening (liquidatie) niets zouden ontvangen (die ik hier aanduid als junior crediteuren) kunnen met een alternatief verhaalssysteem er hooguit op vooruitgaan. De groep die met een akkoordssysteem erop achteruit zou kunnen gaan, is de groep die in geval van wettelijke vereffening (liquidatie) een uitkering in contanten zou ontvangen (die ik hier aanduid als de senior crediteuren).

Indien het alternatieve systeem voorziet in een uitkering aan senior crediteuren in een andere vorm dan waarop zij onder het referentiesysteem van wettelijke vereffening aanspraak hebben (contanten) terwijl deze afwijkende uitkeringsvorm niet de voorkeur van de senior crediteuren heeft, kunnen de senior crediteuren met het alternatieve systeem er in termen van nut op achteruit gaan.⁸⁸⁰

⁸⁸⁰ Gerefereerd wordt het criterium voor Pareto-efficiëntie besproken in paragraaf 2.6.5 hierboven.

Om zeker te stellen dat er geen deelgroep bestaat die er met het alternatieve akkoordstelsel op achteruit kan gaan, stel ik als waarborgen voor i) dat de getroffen groep bij representatieve meerderheid moet instemmen, of ii) indien de getroffen klasse niet bij meerderheid instemt, de crediteuren van de tegenstemmende klasse onder het akkoord de mogelijkheid hebben om kiezen voor een uitkering in contanten die minimaal gelijk is aan de uitkering in contanten die zij naar schatting in geval van wettelijke vereffening zouden hebben ontvangen. Hiermee wordt gewaarborgd dat, indien de democratische legitimatie ontbreekt om tegenstanders te binden, in redelijkheid geen deelgroep kan worden geacht te bestaan die slechter af is dan in de uitgangspositie van wettelijke liquidatie. Zie verder paragraaf 3.4.7.1 hiervoor. Indien een klasse bij meerderheid tegenstemt en niet is voldaan aan de waarborg dat de leden van die klasse onder het akkoord de mogelijkheid hebben om te kiezen voor een uitkering in contanten die gelijk is aan de verwachte liquidatie-uitkering, moet daadwerkelijke wettelijke liquidatie volgen.

Beschouw het volgende voorbeeld. De vennootschap heeft direct opeisbare schulden van in totaal 50. De reorganisatiewaarde wordt getaxeerd op 100. De opbrengst bij wettelijke vereffening wordt geschat op 50. De crediteuren hebben de mogelijkheid op korte termijn hun positie te liquideren en hun geld volledig terug te krijgen. Op voorstel van de aandeelhouder biedt de vennootschap een akkoord aan dat inhoudt dat de crediteuren hun lening met 5 jaar verlengen (doorrollen) tegen ophoging van de rente. De crediteuren stemmen tegen. Zij wensen hun geld terug te krijgen en hun risicoblootstelling aan de onderneming te beëindigen. De tegenstemmende klasse van crediteuren moet in zo'n situatie niet onderworpen kunnen worden aan een *cram down* en gedwongen kunnen worden door te financieren (tegen een rente die zij te laag en/of met een risicoprofiel dat zij te hoog achten en/of terwijl zij zelf aan liquide middelen behoefte hebben en om die reden tot liquidatie van de post willen of moeten overgaan). Het gaat niet aan om de aandeelhouder tegen de wens van de meerderheid van de crediteuren een wettelijke "herkansing" te geven om eventuele overwaarde te realiseren door executie uit te stellen, ten koste van het recht van de crediteuren om door middel van executie te liquideren en hun geld terug te krijgen.

Zoals opgemerkt in paragraaf 6.16.7 hiervoor is het wezenskenmerk van vreemd vermogen en is het kenmerkende verschil tussen vreemd vermogen en eigen vermogen, dat verschaffers van vreemd vermogen op een zeker moment het recht hebben om terugbetaling in contanten af te dwingen. Om zijn geld (anders dan op

vrijwillig basis) terug te krijgen, is een schuldeiser afhankelijk van zijn recht om tot gedwongen executie of liquidatie te kunnen overgaan.

Een insolventiesysteem (waaronder ik ook versta een pre-insolventieakkoord) behoort zoveel mogelijk recht te doen aan de gerechtvaardigde verwachtingen die partijen op basis van hun eerder verkregen rechten hebben. Aandeelhouders hebben een ongelimiteerde aanspraak op de *upside* maar mogen daartegenover in beginsel verwachten dat, indien de vennootschap niet tijdig aan haar opeisbare verplichtingen kan voldoen, verhaalsobjecten tegen liquidatiewaarde kunnen worden geëxecuteerd en dat eventuele overwaarde die bij het uitblijven van executie te realiseren zou zijn, verloren kan gaan.

Kortom, indien een klasse *in the money* crediteuren niet bij meerderheid instemt met een uitkering in een andere vorm dan contanten, moeten de leden van die klasse, wil men het akkoord aan hen kunnen opleggen, onder het akkoord kunnen opteren voor een uitkering in de vorm van contanten ter grootte van het contante bedrag dat zij naar verwachting in geval van wettelijke liquidatie zouden hebben ontvangen.

8.9.6.2 *Respecteren aanspraak op reorganisatiewaarde*

In the money crediteuren moeten een akkoord niet alleen kunnen tegenhouden indien zij de voorkeur geven aan liquidatie, maar ook indien zij een herstructurering op zich steunen maar het aangeboden akkoord hen minder toekent dan het aandeel in de reorganisatiewaarde waar zij volgens hun rang aanspraak op hebben. Zie hierover nader paragraaf 3.4.7.2.

Neem als voorbeeld een situatie waarin de vennootschap een senior schuld heeft van 60 en een junior schuld van 25. De reorganisatiewaarde is 100. De liquidatiewaarde is 50. Het aangeboden akkoord houdt in dat de senior klasse 50 aan contanten ontvangt en 100% van de aandelen. De junior schuldeisers en de bestaande aandeelhouders ontvangen onder het akkoord niets. De senior klasse stemt vóór. De junior crediteuren en aandeelhouders stemmen tegen. Het akkoord overbedeelt de senior crediteuren die 100 aan reorganisatiewaarde ontvangen en daarmee 40 méér dan waar zij recht op hebben (60) en onderbedeelt de junior crediteuren en aandeelhouders die op basis van hun positie respectievelijk 25 en 15 van de met het akkoord gerealiseerde reorganisatiewaarde zouden moeten verkrijgen maar niets ontvangen. In een dergelijke situatie moeten de junior

schuldeisers en aandeelhouders het akkoord kunnen blokkeren door hun meerderheidsinstemming aan het akkoord te onthouden.⁸⁸¹

Het kan voorkomen dat verschillende groepen gelijk gerangschikte crediteuren in verhoudingsgewijs ongelijke mate in de reorganisatiewaarde delen. Dit kan zich onder meer voordoen indien een groep onder het akkoord een inkorting van haar rechten ondergaat, terwijl een gelijk gerangschikte andere groep geheel buiten het akkoord blijft en volledig wordt voldaan of zijn rechten in onaangetaste vorm behoudt. Een ongelijke behandeling van gelijk gerangschikte schuldeisers hoeft niet noodzakelijkerwijs te betekenen dat de minder bedeelde groep minder ontvangt dan het aandeel in de reorganisatiewaarde waarop zij op grond van haar rang recht heeft. Het is mogelijk dat de gunstige behandeling van de bevoordeelde groep noodzakelijk is om de reorganisatiewaarde te realiseren en daarmee het belang dient van de crediteuren als groep (waaronder het belang van de tegenstemmende minderbedeelde klasse). De reorganisatiewaarde bestaat dan uit de waarde na aftrek van deze noodzakelijk geachte “kosten”.⁸⁸² Indien voor een ongelijke behandeling van gelijk gerangschikte groepen schuldeisers geen zakelijke rechtvaardiging bestaat en een groep daadwerkelijk minder aan reorganisatiewaarde ontvangt dan waarop zij overeenkomstig haar rang recht heeft, kan het akkoord slechts worden gehomologeerd indien de onderbedeelde klasse bij meerderheid met die onderbedeling instemt. Een klasse kan er belang bij hebben in te stemmen met een afwijkende verdeling van de reorganisatiewaarde om een waarderingsgeschil in het kader van *cram down* te voorkomen.⁸⁸³

Hetzelfde geldt *mutatis mutandis* indien een lager gerangschikte klasse onder het akkoord enige waarde ontvangt, terwijl één of meer hoger gerangschikte klassen onder het akkoord niet volledig worden voldaan. Ook dit hoeft niet te betekenen dat de hoger gerangschikte klassen noodzakelijkerwijs minder ontvangen dan het aandeel in de reorganisatiewaarde waar zij op grond van hun rang recht op hebben. De toedeling van enige waarde aan een lager gerangschikte klasse kan nodig zijn

⁸⁸¹ Bij het bespreken van de *absolute priority rule* (waarover later meer) merkt Van Galen op dat in het kader van de onderhandelingen over een akkoord schuldeisers “*niet minder zullen willen ontvangen dan zij in geval van liquidatie zouden willen ontvangen (...)*” (liquidatiewaarde); zie R.J. van Galen, De surseance als echte reorganisatieprocedure, TvI 2015/23 en de consultatieversie van de Toelichting op het INSOLAD surseancevoorstel par. 96. Mij komt voor dat schuldeisers niet minder zullen willen ontvangen dan hun rechtmatig aandeel in de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd (reorganisatiewaarde). Zij moeten de mogelijkheid hebben een akkoord dat hen minder biedt tegen te houden (door middel van een meerderheidsbeslissing van een klasse die op basis van de reorganisatiewaarde in the money is).

⁸⁸² Zie ook paragrafen 6.14.1 en 8.5 hiervoor.

⁸⁸³ Zie ook paragrafen 6.7 en 6.14.3.3 hiervoor ten aanzien van het Amerikaanse recht.

om de reorganisatiewaarde te realiseren. Denk bijvoorbeeld weer aan de toekenning van enige waarde aan een directeur grootaandeelhouder om zich van diens voortgezette betrokkenheid bij de onderneming te verzekeren.⁸⁸⁴ Indien toekenning van enige waarde aan een lager gerangschikte klasse niet nodig is om de reorganisatiewaarde te realiseren, leidt dit er in beginsel toe dat hoger gerangschikte klassen die niet volledig worden voldaan minder ontvangen dan het aandeel in de reorganisatiewaarde waartoe zij op grond van hun rang gerechtigd zijn. Toedeling van enige waarde aan een lager gerangschikte klasse is dan slechts mogelijk indien alle hoger gerangschikte klassen die minder ontvangen dan waarop zij formeel recht hebben hiermee instemmen, bijvoorbeeld om de steun van de lager gerangschikte klasse te verwerven en daarmee weer een gerechtelijke *cram down* en waarderingsprocedure te voorkomen.

8.9.7 *Criteria voor cram down van een tegenstemmende klasse*

Uit het voorgaande volgen de criteria voor gerechtelijke *cram down* van een tegenstemmende klasse. Voor *cram down* van een tegenstemmende klasse dient het akkoord de leden van de tegenstemmende klasse een keuze te bieden tussen i) een contant bedrag ter grootte van de contante uitkering die zij op grond van hun rang bij liquidatie zouden kunnen verwachten te ontvangen, of ii) een eventueel niet-contante uitkering met een waarde die gelijk is aan het aandeel in de reorganisatiewaarde waarop zij op grond van hun rang aanspraak hebben. De keuzemogelijkheid die leden van een tegenstemmende klasse zouden moeten hebben, wil de rechter het akkoord aan die tegenstemmende klasse kunnen opleggen, is nog compacter als volgt te formuleren: aandeel in liquidatiewaarde in contanten of aandeel in reorganisatiewaarde eventueel anders dan in contanten.

De reden waarom leden van een tegenstemmende klasse slechts de keuze hiertussen zouden moeten hebben, en niet aanspraak kunnen maken op zowel een uitkering in contanten ter grootte van hun aandeel in de liquidatiewaarde als een eventueel niet-contante uitkering ter grootte van hun aandeel in het meerdere, is toegelicht in paragraaf 3.4.7.4 hierboven.

De flexibiliteit zou moeten bestaan om het akkoord zo in te richten dat een stem niet alleen vóór of tegen het akkoord is uit te brengen, maar dat de stemgerechtigden ook de mogelijkheid hebben om aan te geven of zij een voorkeur hebben voor de

⁸⁸⁴ Zie ook paragrafen 5.9.6 en 6.14.5 hiervoor.

contante-uitkering ter grootte van hun aandeel in de liquidatiewaarde dan wel voor de eventueel niet-contante uitkering ter grootte van hun aandeel in de reorganisatiewaarde. Men zou dit kunnen vergelijken met de mogelijkheid onder het Amerikaanse recht om bij gelijktijdig voorliggende concurrerende akkoorden een voorkeur aan te geven voor het ene dan wel het andere akkoord. De minderheid binnen de klasse zou dan aan de voorkeur van de meerderheid zijn gebonden.⁸⁸⁵

De voorgestelde criteria gelden zowel voor *cram down* van een tegenstemmende klasse die *out of the money* is als voor *cram down* van een tegenstemmende klasse die *in the money* is, zij het dat de uitkomst van de toepassing van de criteria in de onderscheiden gevallen anders zal uitvallen.

Voor het hierboven in paragraaf 8.9.6.2 geschetste voorbeeld zouden de voorgestelde *cram down* criteria betekenen dat, indien de senior klasse tegen zou stemmen, de rechter het akkoord slechts aan de tegenstemmende senior klasse zou kunnen opleggen indien het akkoord de crediteuren van de senior klasse een keuze geeft tussen hetzij 50 in contanten hetzij 60 (geheel of gedeeltelijk) anders dan in contanten.

Mocht een klasse van junior schuldeisers of aandeelhouders tegenstemmen, dan zou de rechter het akkoord slechts aan die tegenstemmende klasse kunnen opleggen indien het akkoord de leden van die klasse een uitkering al dan niet in contanten met een waarde van respectievelijk 25 en 15 aanbiedt. Omdat de junior schuldeisers en aandeelhouders bij liquidatie geen contante uitkering mogen verwachten, zou het akkoord hen geen (keuze voor een) uitkering in contanten hoeven aan te bieden.

De voorgestelde *cram down* criteria zullen in de praktijk betekenen dat, indien en voor zover een senior klasse tegen heeft gestemd en op basis van liquidatiewaarde *in the money* is, de aanbieder van het akkoord de vorderingen van die tegenstemmende senior klasse zal moeten herfinancieren voor een bedrag ter grootte van het aandeel van die senior klasse in de liquidatiewaarde om de rechter het akkoord aan die tegenstemmende senior klasse op te kunnen laten leggen. Junior klassen en aandeelhouders hebben er belang bij de eventueel benodigde herfinanciering te verschaffen of te arrangeren om hun aanspraak op de reorganisatiewaarde veilig te stellen. Is geen herfinanciering beschikbaar dan zal de

⁸⁸⁵ Zie ook paragraaf 3.4.7.2 hiervoor.

aanbieder afhankelijk zijn van de bereidheid (geuit bij meerderheidsbeslissing) van de betrokken senior klassen om door te financieren. Een senior klasse zou daar met name belang bij kunnen hebben, indien de liquidatiewaarde onvoldoende is om de gehele senior schuld te voldoen en de senior klasse een grote restvordering overhoudt die alleen uit een hogere reorganisatiewaarde kan worden voldaan.

In deze paragraaf sta ik tot slot nog kort stil bij de vraag of, indien het akkoord aan de hier voorgestelde criteria voor *cram down* voldoet en aan de betrokken crediteuren de voorgestelde keuzemogelijkheid biedt, gezegd kan worden dat partijen die desondanks tegenstemmen niet in redelijkheid tot dat stemgedrag hebben kunnen komen en misbruik maken van recht.⁸⁸⁶ Bij een bevestigende beantwoording van deze vraag hebben de voorgestelde *cram down* criteria geen zelfstandige juridische betekenis maar zijn zij louter een invulling van het civielrechtelijke leerstuk misbruik van bevoegdheid. Men zou dan in wezen met dit leerstuk kunnen volstaan.

Naar mijn mening luidt het antwoord op deze vraag ontkennend. Een partij die op grond van de voorgestelde criteria aan *cram down* te onderwerpen is, maakt mijns inziens niet noodzakelijkerwijs misbruik van recht en handelt ook niet noodzakelijkerwijs onredelijk door tegen te stemmen. Dit geldt te meer nu het bij *cram down* per definitie handelt om situaties waar de vereiste meerderheid ontbreekt. Partijen mogen in beginsel voor hun eigen belangen opkomen en dienovereenkomstig stemmen. Het feit dat voor instemming geen meerderheid te vinden is, en een meerderheid wellicht zelfs tegen is, vormt op zijn minst een eerste aanwijzing dat de keuze om tegen te stemmen niet onredelijk is. De tegenstem zal in veel, zo niet de meeste, gevallen gebaseerd zijn op een andere perceptie van waarde. Zowel over de omvang van de liquidatiewaarde als over de omvang van de reorganisatiewaarde als over het aandeel van de betrokkenen daarin, valt met grote bandbreedtes te twisten. Het antwoord op de waarderingsvraag is met willekeur omgeven en in grote mate subjectief. Niemand heeft hier de wijsheid in pacht. Een waardeoordeel dat de meerderheid die een andere opvatting is toegedaan met haar tegenstem “niet in redelijkheid” zou hebben gehandeld of misbruik van bevoegdheid zou hebben gemaakt, is hier niet op zijn plaats.

Binding van een tegenstemmende klasse op basis rechterlijke dwang is gebaseerd op een rechtspolitieke keuze dat indien aan bepaalde economische criteria is

⁸⁸⁶ Artikel 3:13 BW; zie ook paragraaf 1.1 hiervoor en paragraaf 10.15.3.

voldaan die de belangen van de tegenstemmende klasse adequaat beschermen, het mogelijk legitieme belang van de klasse om instemming te onthouden niet meer opweegt tegen andere legitieme belangen. Het is niet passend om hier een toets aan te leggen die geënt is op misbruik of onredelijkheid. Toetsing dient plaats te vinden aan de hand van economische criteria die de rechtspolitieke keuze tot dwangoplegging aan de meerderheid kunnen dragen, zonder het gedrag van de tegenstemmende klasse collectief te moeten stigmatiseren of anderszins van een waardeoordeel te moeten voorzien.

Cram down kan betekenen dat een tegenstemmende meerderheid genoeg moet nemen met een uitkering die wordt bepaald aan de hand van een subjectieve inschatting- en waarderingstoets. Daarmee kan aan partijen het recht worden ontnomen om hun aanspraak te laten bepalen door het hoogste bod dat daadwerkelijk in de markt te verkrijgen is. Een verkoop in de markt zou een opbrengst kunnen genereren die hoger ligt dan de ingeschatte liquidatiewaarde (wat tot een hogere contante uitkering zou leiden dan aangeboden onder het akkoord) en zelfs hoger ligt dan de ingeschatte reorganisatiewaarde. Hoewel wellicht niet vaak, komt dit wel eens voor. Men bedenke daarbij dat bij een subjectieve waarderingsexercitie in beginsel *fair market value* als waarderingsstandaard wordt gehanteerd. Dit gaat uit van de waarde voor een gemiddelde hypothetische koper. Bij de bepaling van de *fair market value* wordt bewust geen rekening gehouden met een specifieke koper voor wie het object of de onderneming vanwege bijzondere redenen, bijvoorbeeld emotionele redenen of bijzondere synergetische of strategische voordelen, een hogere waarde zou kunnen hebben (*investment value*).⁸⁸⁷ Tegenstemmers kunnen bij een daadwerkelijke “markttest” een legitiem belang behouden. Indien een behoorlijk marktverkenningproces heeft plaatsgevonden en op basis daarvan in redelijkheid vaststaat dat een verkoop in de markt geen hogere uitkering zou opleveren dan aangeboden onder het akkoord, zou het uitbrengen van een tegenstem eventueel wel als misbruik van recht kunnen kwalificeren.

Het voorgaande sluit overigens niet uit dat een stemgerechtigde partij bij de uitoefening van haar stemrecht misbruik van recht kan maken en op die grond van haar stemgedrag zou moeten kunnen worden afgehouden. Mijn stelling is alleen dat de enkele omstandigheid dat aan de economische criteria voor *cram down* is voldaan, onvoldoende is om een tegenstem als misbruik of onredelijk te kwalificeren.

⁸⁸⁷ Zie hierover ook paragraaf 5.5 hiervoor.

8.9.8 Aanspraak van zekerheidsgerechtigden

Het zal met regelmaat voorkomen dat de reorganisatiewaarde van de onderneming als bron van toekomstige kasstromen aanzienlijk hoger is dan de waarde van alle afzonderlijke voor bezwaring vatbare activa van de onderneming (de activawaarde). De vraag rijst op welk deel van de totale reorganisatiewaarde geseceerde crediteuren aanspraak kunnen maken.

Zolang naar Nederlands recht geen zekerheidsrecht kan worden gevestigd op de verdien capaciteit van een onderneming (de activiteiten of de goodwill), maar slechts op afzonderlijke activa, kunnen geseceerde crediteuren hooguit aanspraak maken op de activawaarde (niet de waarde van toekomstige kasstromen). Dit wordt onmiddellijk duidelijk indien men zich bedenkt dat de schuldenaar zijn activiteiten in theorie zou kunnen voortzetten door alle afzonderlijke activa die hij daarvoor nodig heeft te vervangen en nieuw aan te schaffen. De nieuwwaarde van het onderpand vormt een theoretische bovengrens van de geseceerde aanspraak. Indien de schuldenaar na totstandkoming van het akkoord de bezwaarde activa blijft gebruiken, ligt het voor de hand aan de geseceerde crediteuren de onderhandse verkoopwaarde van de bezwaarde activa ("bij gelijk blijvende bestemming en gebruik") toe te kennen, ook wel aan te duiden als de "*going concern*" waarde van de activa. Deze waarde kan worden toegekend in een vorm anders dan in contanten. Stemt de betrokken geseceerde klasse tegen een uitkering anders dan in contanten, dan moet deze klasse als alternatief kunnen kiezen voor betaling van een contant bedrag ter grootte van de liquidatiewaarde van het onderpand.⁸⁸⁸ Heeft de geseceerde crediteur zowel op basis van de onderhandse verkoopwaarde als op basis van de liquidatiewaarde onderdekking, dan kan de keuze tussen een bevoorrechte kleinere uitkering in contanten of een bevoorrechte grotere uitkering anders dan in contanten de omvang beïnvloeden van de overblijvende ongedekte vordering met concurrente status.

Zoals gezegd, goederenrechtelijk is voorrang slechts te creëren op de activawaarde. Op de waarde boven de activawaarde (de waarde van de goodwill) is, naar Nederlands recht althans, geen goederenrechtelijke voorrang te scheppen. Alle

⁸⁸⁸ Vgl. C.J. Fortgang and T.M. Mayer, Valuation in Bankruptcy, UCLA L.Rev. p. 1063: "*The creditor looking to foreclose on an asset used as collateral may foresee its immediate disposition and, consequently, may attach a "liquidation value" to the asset. The same creditor, seeking to maximize the secured claim under a plan of reorganization may foresee the same asset's continued use as part of the debtor's business and consequently may attach a "going concern value" to the asset.*"

aanspraken op deze meerdere waarde zijn ongesecureerd. Dit neemt niet weg dat een rangorde tussen de ongesecureerde aanspraken op deze meerdere (goodwill)waarde kan worden en vaak wordt aangebracht langs contractuele weg, bijvoorbeeld door middel van overeenkomsten tot achterstelling en/of zogenoemde *intercreditor* overeenkomsten tussen de crediteuren onderling. Deze achterstellings- en/of *intercreditor* afspraken zouden in het kader van een akkoord en de verdeling van de reorganisatiewaarde in beginsel moeten worden gerespecteerd.

Interessant is te bedenken op welk deel van de totale reorganisatiewaarde crediteuren aanspraak kunnen maken die een eigendomsvoorbehoud of stil pandrecht op handelsgoederen hebben. Bij een ongestoorde bedrijfsvoortzetting wordt hun onderpand verkocht tegen de gewone verkoopprijs die de schuldenaar bij doorverkoop aan zijn klanten berekent. Men zou kunnen zeggen dat deze verkoopprijs de marktwaarde van de goederen weerspiegelt of benadert.

Dit betekent echter niet dat de zekerheidsgerechtigden zonder meer een bevoorrechte aanspraak hebben op een bedrag ter grootte van de gehele verkoopprijs, inclusief de marge tussen de inkoopprijs en de verkoopprijs die de schuldenaar realiseert. De marge ligt immers niet zonder meer in het onderpand besloten, maar wordt "toegevoegd" door het verkoopapparaat van de schuldenaar. Het gebruik van dit verkoopapparaat maakt van het zekerheidsrecht geen onderdeel uit. Bovendien realiseert de schuldenaar aan waarde niet de volledige marge, maar slechts het deel van de marge dat bijdraagt aan de vrije kastroten na dekking van de kosten van het verkoopapparaat en eventuele andere indirecte kosten.⁸⁸⁹ In het kader van een reorganisatie waarbij de normale bedrijfsuitoefening wordt voortgezet, ligt het voor de hand om bij de vaststelling van de reorganisatiewaarde van het onderpand aan te knopen bij de gebruikelijke inkoopprijs die de schuldenaar in het kader van zijn normale bedrijfsuitoefening bereid is voor de handelsgoederen te betalen. Dit sluit aan bij de benadering onder het Amerikaanse recht. De Amerikaanse rechter heeft in dit kader uitgemaakt dat men bij de waardering van het onderpand voor de vaststelling van de omvang van de gesecureerde aanspraak uit moet gaan van de vervangingswaarde, dat wil zeggen de kosten die de schuldenaar zou moeten maken om een vergelijkbaar goed te verwerven (aannemende dat een vergelijkbaar goed van dezelfde of een andere leverancier is

⁸⁸⁹ De kosten van het gebruik van het verkoopapparaat zou men in zoverre kunnen vergelijken met de executiekosten die bij een executieverkoop in mindering op de bruto executieopbrengst komen.

te betrekken) voor hetzelfde beoogde doel.⁸⁹⁰ Ook de Amerikaanse benadering wijst derhalve voor de vaststelling van de omvang van een gecureerde aanspraak uit hoofde van een zekerheidsrecht op handelsvoorraden op de inkoopprijs van de goederen. De vrije kasstroom die de schuldenaar uit de marge genereert, draagt bij aan het deel van de reorganisatiewaarde waarop geen gecureerde aanspraak bestaat en die ten goede komt aan de ongecureerde crediteuren.

De bevoorrechte aanspraak op de reorganisatiewaarde van het onderpand hoeft niet in de vorm van contanten te worden uitgekeerd. De crediteuren hebben in de vorm van contanten slechts een bevoorrechte aanspraak op een uitkering ter grootte van de liquidatiewaarde van het onderpand. Bij *cram down* van een tegenstemmende gecureerde klasse, moeten de gecureerde crediteuren kunnen kiezen tussen één van de twee.

Bij de vaststelling van de liquidatiewaarde doet zich een vergelijkbare vraag voor als bij de reorganisatiewaarde. Op welke liquidatiewaarde kunnen leveranciers onder eigendomsvoorbehoud aanspraak maken: de liquidatiewaarde die de schuldenaar met zijn verkoopapparaat kan realiseren (met een al dan niet gereduceerde marge) of de liquidatiewaarde die de leveranciers zelf kunnen realiseren (zonder deze marge)? Het antwoord is dit laatste.⁸⁹¹ Het waardeverschil (de marge) is niet zozeer toe te schrijven aan de collectiviteit van het executieproces, maar vooral aan het feit dat de schuldenaar met de aanwending van zijn verkoopinfrastructuur waarde toevoegt. Eigendomsvoorbehoudleveranciers en pandhouders hebben er geen recht op dat de schuldenaar zijn verkoopinfrastructuur beschikbaar blijft stellen, waarde aan de goederen blijft toevoegen en daarvoor kosten blijft maken die ten laste van andere crediteuren komen. In een liquidatiescenario is het beschikbaar blijven stellen van het verkoopapparaat van de schuldenaar en de verdeling van de daarmee gerealiseerde marge een kwestie van onderhandeling tussen de schuldenaar (of diens curator) en de zekerheidsgerechtigden. Komen partijen er niet uit, dan resteert voor de zekerheidsgerechtigden slechts de liquidatiewaarde die zij zouden kunnen realiseren met individuele of collectieve executie zonder verdere aanwending van het verkoopapparaat van de schuldenaar. Bij een “going concern” verkoop van de (detail)handelsonderneming uit een collectieve executieprocedure is een koper wellicht bereid een groter deel van de oorspronkelijke inkoopprijs voor de nog aanwezige voorraad te betalen dan een koper zou betalen bij individuele executie. De marge die de doorstartende koper vervolgens realiseert bij doorverkoop is de

⁸⁹⁰ Re Associates Commercial Corp. v. Rash, 520 U.S. 953, 117, S.Ct. 1879, 138 L.Ed.2d 148 (1997). Zie in dit verband ook paragraaf 6.7 hierboven.

⁸⁹¹ Zie in dit verband ook E.F. Verheul, Perikelen rond de uitoefening van het eigendomsvoorbehoud in faillissement, TvI 2016/19.

verdiens te van het verkoopapparaat (met bijbehorende kosten) dat de koper voor eigen rekening voortzet.

8.9.9 *Selectieregels voor concurrerende akkoorden*

De rechter kan slechts één akkoord homologeren. Welk akkoord moet de rechter homologeren, indien meerdere concurrerende akkoorden voorliggen? De rechter zou mijns inziens allereerst voorrang moeten geven aan het akkoord dat alle klassen hebben aangenomen. Indien er meerdere akkoorden voorliggen die alle klassen hebben aangenomen, of indien geen van de voorliggende akkoorden door alle klassen zijn aangenomen, maar ieder akkoord afzonderlijk beschouwd voor *cram down* in aanmerking komt, zou de rechter voorkeur kunnen geven aan het akkoord dat voor de zittende vermogensverschaffers de hoogste waarde realiseert (hoogste reorganisatiewaarde).

8.9.10 *Casusvoorbeeld ter illustratie*

De toepassing van de voorgestelde homologatieregels wordt geïllustreerd aan de hand van het volgende eenvoudige voorbeeld. De totale schuld is 100, waarvan 80 senior en 20 junior. De aanvankelijk getaxeerde liquidatieopbrengst in geval van wettelijke vereffening is 30. Een derde is bereid de onderneming *going concern* te kopen tegen betaling van een contant bedrag van 60 mits daaraan door middel van een akkoord uitvoering kan worden gegeven. De senior schuldeisers bieden een akkoord aan dat inhoudt dat de koper 100% van alle aandelen in de vennootschap verkrijgt en aan de senior schuldeisers 60 in contanten wordt betaald tegen kwijtschelding van alle resterende (senior en junior) schuld. De junior crediteuren ontvangen onder dit akkoord niets. De liquidatiewaarde zou in zo'n geval niet 30 maar 60 bedragen. De reorganisatiewaarde zou eveneens 60 bedragen.⁸⁹² Immers, na uitvoering van het akkoord ontvangen de bestaande vermogensverschaffers niets anders of méér dan het contante bedrag van 60. Dat is de gehele waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd. Zou de junior klasse tegenstemmen, dan zou de rechter het akkoord aan de junior klasse kunnen opleggen op de grond dat de junior klasse op basis van de reorganisatiewaarde *out of the money* is.

De junior crediteuren menen dat de waarde van de onderneming *going-concern* 100 bedraagt. De junior crediteuren zullen geen concurrerend akkoord aan de senior

⁸⁹² Zie de toelichting op de begrippen liquidatiewaarde en reorganisatiewaarde in paragraaf 5.9 hierboven.

crediteuren kunnen opleggen, tenzij dat concurrerende akkoord aan de senior crediteuren de mogelijkheid geeft om te kiezen voor een uitkering in contanten van minimaal 60 (liquidatiewaarde). De junior crediteuren bieden een concurrerend akkoord aan waarbij de senior crediteuren betaling van 60 in contanten ontvangen, de senior crediteuren hun resterende vordering van 20 omzetten in preferente aandelen met een marktwaarde van 10 en de junior crediteuren hun vordering omruilen voor 100% van de gewone aandelen.

Merk op dat de junior schuldeisers hiermee een belang behouden terwijl de senior crediteuren nog niet volledig zijn voldaan. Het concurrerende akkoord van de junior crediteuren kent de senior crediteuren in totaal minder aan waarde toe (70) dan de omvang van hun aanspraak op de reorganisatiewaarde (80).

De senior crediteuren zouden in de praktijk waarschijnlijk toch met dit concurrerende akkoord van de junior crediteuren instemmen. Zij ontvangen onder dit concurrerende akkoord immers méér (60 contant + 10 niet-contant) dan onder het akkoord dat zij zelf hebben voorgesteld (alleen 60 contant).

Laten wij niettemin deze exercitie voor de gedachtenvorming voortzetten. In het minder waarschijnlijke geval dat de senior crediteuren tegen het concurrerende akkoord van de junior crediteuren zouden stemmen, zouden de junior crediteuren een akkoord aan de senior crediteuren kunnen laten opleggen indien dat akkoord de senior crediteuren de keuze geeft tussen 60 in contanten (liquidatiewaarde) of 80 eventueel (geheel) anders dan in contanten, bijvoorbeeld een vordering uit een verlengde lening met een hoofdsom van 80. Voor deze laatste keuzeoptie (de keuze voor de niet-contante uitkering op basis van de reorganisatiewaarde) zullen de junior crediteuren onder meer moeten aantonen dat de waarde van de onderneming minimaal 80 is en dat de rente op de voorgestelde lening marktconform is.

Het komt mij het meest waarschijnlijk voor dat de senior crediteuren, geplaatst voor de keuze, de voorkeur zouden geven aan 60 in contanten, boven 80 geheel anders dan in contanten. Indien de senior crediteuren inderdaad bij meerderheid kiezen voor de contante uitkering van 60, blijft het voor de senior crediteuren daarbij. De overige reorganisatiewaarde moet dan worden verdeeld over de lager gerangschikte klassen. De totale reorganisatiewaarde was volgens de junior crediteuren 100. Dit betekent dat van de resterende reorganisatiewaarde van 40, een waarde van maximaal 20 zou moeten worden toebedeeld aan de junior crediteuren (het

nominale bedrag van hun vordering) en het restant van 20 zou moeten worden toevloeien aan de aandeelhouders. De afslag op hun nominale vordering die de senior crediteuren hebben aanvaard in ruil voor een uitkering in contanten, komt in dit voorbeeld niet aan de junior crediteuren ten goede maar schuift door naar de aandeelhouders. De aandeelhouders komen aldus "*in the money*" en kunnen het akkoord tegenhouden indien de junior crediteuren zich ten koste van de aandeelhouders proberen te verrijken.

Zouden de senior crediteuren echter bij meerderheid voor de niet-contante uitkering van 80 kiezen, komt de resterende reorganisatiewaarde (20) geheel aan de junior crediteuren toe. De aandeelhouders zouden in dat geval niets ontvangen.

De rechter heeft nu twee concurrerende akkoorden voorliggen die ieder afzonderlijk beschouwd voor homologatie (met *cram down*) in aanmerking komen (het eerste akkoord dat senior crediteuren hebben aangeboden en het daarmee concurrerende akkoord dat de junior crediteuren hebben aangeboden). Het akkoord van de senior crediteuren komt afzonderlijk beschouwd voor homologatie in aanmerking omdat de junior crediteuren op basis van de reorganisatiewaarde die met dat akkoord wordt gerealiseerd (60) *out of the money* zijn. Het concurrerende akkoord van de junior crediteuren komt afzonderlijk beschouwd voor homologatie in aanmerking omdat de senior crediteuren kunnen kiezen tussen een contante uitkering ter grootte van hun aanspraak op de liquidatiewaarde (60) of een niet-contante uitkering ter grootte van hun aandeel in de reorganisatiewaarde (80).

De rechter kan slechts één akkoord homologeren. Welk van de twee akkoorden komt daarvoor in aanmerking? Dat is het concurrerende akkoord van de junior crediteuren, zijnde het akkoord dat voor de zittende vermogensverschaffers de hoogste reorganisatiewaarde realiseert. De rechter heeft vastgesteld dat de reorganisatiewaarde onder dit akkoord minimaal 80 is + een mogelijk restwaarde ("*residual value*"). Deze reorganisatiewaarde wordt verdeeld onder de senior crediteuren, de junior crediteuren en eventueel de aandeelhouders (afhankelijk van de vraag hoeveel senior crediteuren kiezen voor de kleinere contante uitkering). Onder het akkoord van de senior crediteuren is de reorganisatiewaarde slechts 60. Deze komt geheel en uitsluitend toe aan de senior crediteuren. De eventuele restwaarde / optiewaarde vloeit weg naar de koper.

8.10 Vaststelling van betwiste vorderingen

De vraag komt op hoe betwiste vorderingen in het kader van een akkoord moeten of kunnen worden behandeld. Meer specifiek rijst de vraag of een akkoordregeling uitsluitend kan voorzien in de wijziging, inperking of ontneming van vorderingen op basis van het gebrek aan liquiditeit en/of waarde, dan wel of een akkoordregeling ook kan voorzien in de vaststelling van betwiste vorderingen op basis van hun feitelijke en juridische merites.

Het surseance-akkoord kent geen regeling ter vaststelling van betwiste vorderingen. In het kader van een surseance-akkoord vindt geen verificatie plaats. De toelating van een betwiste vordering tot de stemming heeft uitsluitend betekenis voor de stemming. Daarmee komt de betwiste vordering nog niet vast te staan. Een schuldeiser met een betwiste vordering moet zijn vordering in een gewone civiele procedure (buiten het akkoord) laten vaststellen.

De onmogelijkheid betwiste vorderingen vast te stellen in het kader van een akkoord kan het tot stand brengen van een akkoord bemoeilijken. Dit kan het bijvoorbeeld moeilijk maken vast te stellen wie *in the money* is en wie niet. Dit kan ook het toekennen en/of doen van uitkeringen compliceren doordat reserveringen moeten worden aangehouden of uitkeringen een variabel of voorwaardelijk karakter moeten krijgen waardoor crediteuren niet precies weten wat zij zullen ontvangen en of zij vóór of tegen zouden moeten stemmen.

Ik signaleer als onderwerp voor nader onderzoek (dat buiten het bestek van dit boek valt) de vraag of het wenselijk en rechtstatelijk toelaatbaar is om een regeling in te voeren die het mogelijk zou maken om met behulp van een akkoord de omvang van betwiste vorderingen door middel van democratisch meerderheidsbesluit vast te stellen op basis van hun feitelijke en juridische merites los van de vraag naar de verhaalbaarheid van de vorderingen.

De werking van een dergelijke regeling zou ik mij als volgt voor kunnen stellen. De voorlopige toelating tot de stemming zou, net zoals thans onder het huidige recht het geval is, uitsluitend betekenis voor de stemming hebben. Daarmee zou het bestaan of de omvang van de betwiste vorderingen nog niet komen vast te staan.

Zou er een groep personen met vergelijkbare betwiste vorderingen bestaan, dan zou de omvang of zouden de uitgangspunten voor de vaststelling van de omvang

van de vorderingen bij democratisch meerderheidsbesluit (dus bij stemming) van de betreffende klasse kunnen worden vastgesteld. Denk bijvoorbeeld aan een klasse van claimanten met betwiste schadeclaims wegens productenaansprakelijkheid of misleidende reclame of andere vormen van collectieve aansprakelijkheid (asbestclaims, woekerpolisclaims, etc.).

Stel bijvoorbeeld dat kopers van een bepaald product allen menen een vordering van 10 op de schuldenaar te hebben wegens non-conformiteit. De schuldenaar betwist aansprakelijkheid. Zou de schuldenaar in staat van (pre-)insolventie komen te geraken, dan zou de schuldenaar een akkoord kunnen aanbieden waarin hij onder meer bij wijze van schikking aan deze klasse van claimanten voorstelt ieders vordering vast te stellen op een bepaald bedrag (op basis van een weging van de feitelijke en juridische merites), bijvoorbeeld op de helft, in dit geval 5. Indien deze klasse met dit voorstel bij meerderheid zou instemmen en de rechter het akkoord zou homologeren, zouden daarmee ook de vorderingen van tegenstemmers op het bij wijze van collectieve schikking voorgestelde bedrag van in dit geval 5 komen vast te staan.

Stemt de klasse van betwiste claims tegen of bestaat er geen groep van personen met vergelijkbare betwiste vorderingen om de omvang ervan democratisch vast te kunnen stellen, dan zouden de betwiste vorderingen van de claimanten eventueel in het kader van de homologatieprocedure of alsnog in gewone bodemprocedures moeten worden vastgesteld.

Het is de vraag of de vaststelling van een betwiste vorderingen (van een tegenstemmende minderheid) door middel van meerderheidsbesluit of door middel van een *cram down mechanisme* verenigbaar is met fundamentele rechten zoals het recht op toegang tot de rechter en een *fair trial* (artikel 17 van de Grondwet en artikel 6 EVRM) en het recht op ongestoord genot van eigendom (artikel 1 Eerste Protocol EVRM). De beantwoording van deze en gerelateerde vragen valt buiten het bestek van dit boek. Omdat de mogelijkheid om betwiste vorderingen bij democratisch besluit vast te stellen een doelmatige manier zou kunnen opleveren om betwiste massaclaims in het kader van insolventie af te wikkelen, acht ik dit onderwerp de moeite van verder onderzoek waard.

8.11 Verplichtingen van derden

Ik zie geen principiële reden waarom een akkoord niet ook zou kunnen voorzien in de herstructurering van verplichtingen van derden, bijvoorbeeld verplichtingen van derden uit hoofde van hoofdelijkheid of borgtocht.

Indien de meerderheid van de crediteuren met een vordering op een bepaalde derde instemt met kwijtschelding of wijziging van hun vordering op de derde en de besluitvorming deugdelijk tot stand is gekomen, zou ik geen goede reden weten waarom aan de democratische besluitvorming bindende werking zou moeten worden onthouden. De bovenstaande principes ten aanzien van stemmen in klassen en *cram down* zijn *mutatis mutandis* toe te passen bij de herstructurering van vorderingen op derden.

Bij het opstellen en aanbieden van het akkoord zouden in beginsel ten aanzien van iedere medeschuldenaar dezelfde eisen moeten gelden als ten aanzien van de schuldenaar zelf. De derde zal in staat van insolventie of pre-insolventie moeten verkeren. De uiteenzetting in paragraaf 3.6 hiervoor geldt *mutatis mutandis* ook voor aanpassing met democratische of rechterlijke dwang van vorderingen op derden. Informatie over de financiële positie van de derde zal moeten worden verstrekt om de betrokken schuldeisers in staat te stellen een geïnformeerde beslissing te nemen over de voorgestelde wijziging of kwijtschelding van de vorderingen op de derde. Voor de herstructurering van de verplichtingen van de derde moet men uiteraard primair naar de financiële positie van de derde kijken, niet naar de financiële positie van de schuldenaar. Subrogatie en/of regresvorderingen kunnen daarbij een rol spelen.

Crediteuren met vergelijkbare vorderingen op een bepaalde derde die onder het akkoord op vergelijkbare wijze wijziging ondergaan, zouden in een aparte klasse moeten worden geplaatst: deze crediteuren hebben een andere positie dan crediteuren die louter een vordering hebben op de schuldenaar.

Stemt de meerderheid van deze klasse vóór het akkoord en is dit meerderheidsbesluit deugdelijk tot stand gekomen, dan zou de tegenstemmende minderheid binnen de klasse na homologatie gebonden moeten zijn.

Indien de klasse van crediteuren die een vordering heeft op een bepaalde derde tegen het akkoord stemt, zou de rechter het akkoord aan deze tegenstemmende klasse slechts moeten kunnen opleggen indien aan de criteria voor *cram down* ten

aanzien van de derde is voldaan. Dat betekent onder meer dat de crediteuren met vorderingen op de derde onder het akkoord de keuze moeten hebben om ofwel een bedrag in contanten te ontvangen ter grootte van het bedrag dat zij in geval van wettelijke liquidatie van het vermogen van de derde in contanten zouden kunnen verwachten te ontvangen ofwel een uitkering ter grootte van hun aanspraak in de reorganisatiewaarde van de derde. Schuldeisers van de derde in wier rechten het akkoord geen wijziging brengt, maar wier belangen het akkoord raakt of zou kunnen raken, moeten tegen de homologatie van het akkoord kunnen opkomen.⁸⁹³

Een praktische belemmering kan zich voordoen bij de informatieverstrekking. Zonder volledige en betrouwbare informatie over de financiële positie van de derde, zullen crediteuren in beginsel niet bereid zijn in te stemmen met wijziging van hun aanspraken op de derde en derhalve tegenstemmen. Zonder volledige informatie over de financiële positie van de derde, zal de rechter de *cram down* bevoegdheid niet kunnen toepassen.

Is de derde een gelieerde partij zoals een groepsmaatschappij, dan zal toereikende informatieverstrekking in beginsel geen problemen hoeven op te leveren. Is de derde niet bereid de vereiste informatie te verstrekken, dan zal een herstructurering van de verplichtingen van de derde uitsluitend slagen indien de meerderheid van de crediteuren bereid is “blind” (zonder toereikende informatie) vóór te stemmen. *Cram down* zal zonder toereikende informatie niet mogelijk zijn.

Bestuurders, adviseurs en andere natuurlijke personen die bij de totstandkoming van het akkoord betrokken zijn geweest, vragen vaak als onderdeel van het akkoord om een kwijting (*release*) van potentiële aansprakelijkheid. Waar crediteuren in beginsel niet bereid zullen zijn “blind” in te stemmen met kwijtschelding of inperking van een vaststaande vordering op een partij die mogelijk substantieel verhaal biedt, blijken crediteuren in de praktijk meestal wel bereid te zijn “blind” in te stemmen met dit soort kwijtingen, dat wil zeggen zonder enige informatie over de kans op mogelijke aansprakelijkheid en de verhaalspositie van de betrokken personen.

De regresvordering die ontstaat bij betaling onder hoofdelijkheid of borgtocht kwalificeert naar huidig recht als een toekomstige vordering.⁸⁹⁴ Het zou daarom ook mogelijk moeten zijn toekomstige (regres)vorderingen op de schuldenaar met het

⁸⁹³ Zie *mutatis mutandis* paragraaf 8.7.2.1 en 8.9.4.2.

⁸⁹⁴ HR 6 april 2012, JOR 2014/172 (ASR/Achmea).

akkoord te herstructureren. Anders zou een akkoord op voorhand gedoemd kunnen zijn te mislukken.⁸⁹⁵

De wens om een akkoord ook werking te laten hebben op vorderingen tegen groepsmaatschappijen, is vooral ingegeven door de omstandigheid dat het schadelijk kan zijn om alle verbonden groepsmaatschappijen aan een eigen insolventieprocedure te onderwerpen vanwege alle ongewenste bijeffecten. Dit geldt in versterkte mate indien de medeaansprakelijke groepsvennootschappen operationele werkmaatschappijen zijn.

De flexibiliteit om het akkoord ook werking te laten hebben op verplichtingen van medeschuldenaren van de schuldenaar kan nuttig zijn.⁸⁹⁶ Toch lijkt deze extra flexibiliteit – gelet op de mogelijkheid tot maatwerk en het “*light touch*” karakter van het pre-insolventieakkoord – niet strikt nodig. Omdat het pre-insolventieakkoord geringe ongewenste neveneffecten zou moeten hebben (beperkte publiciteit, etc.), zal het voor een medeaansprakelijke groepsvennootschap geen wezenlijk zwaardere belasting vormen om een eigen pre-insolventieakkoord aan te bieden ter herstructurering van haar aansprakelijkheidsverplichtingen, dan om te worden meegenomen in het akkoord van de hoofdschuldenaar zelf. In de praktijk zal dezelfde informatie moeten worden verstrekt, zullen dezelfde crediteuren moeten worden betrokken en zullen in het kader van de homologatie dezelfde onderwerpen aan bod komen.

8.12 Overzicht van de mogelijke procedure op hoofdlijnen

De procedure tot totstandbrenging van een pre-insolventieakkoord zou er zeer op hoofdlijnen als volgt uit kunnen zien.

Een schuldenaar zou het akkoordtraject zonder enige rechterlijke betrokkenheid kunnen inleiden door aan de betrokken vermogensverschaffers een akkoordvoorstel toe te zenden vergezeld van de noodzakelijke informatie om dat te beoordelen en een uiteenzetting van de klassenindeling en de verdere procedure.

⁸⁹⁵ Volgens het INSOLAD surseancevoorstel blijven regresvorderingen van medeschuldenaren onverkort in stand en kunnen deze onder het akkoord geen wijziging ondergaan. Zie de Toelichting op het INSOLAD-voorstel par. 103. Dit lijkt mij weinig effectief.

⁸⁹⁶ Zie in dit verband ook B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispen, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in “Overeenkomsten en insolventie”, red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt, Kluwer, 2012, p. 320 e.v.

De schuldenaar zou de crediteuren daarbij kunnen vragen hun vorderingen “in te dienen” of zich uit te laten over hun vorderingen of over de voorgestelde klassenindeling, maar zou dat niet noodzakelijkerwijs hoeven doen.

Belanghebbenden zijn verplicht eventuele bezwaren aan de aanbieder kenbaar te maken zodra zij daartoe in staat zijn, op straffe van verval van het recht zich in een later stadium, bij de homologatie, alsnog op de klacht te beroepen. Indien een schuldeiser bijvoorbeeld meent dat de aanbieder zijn vordering op onjuiste wijze heeft opgenomen, dient de schuldeiser dit zo spoedig mogelijk nadat hem dit duidelijk is geworden aan de aanbieder te berichten.

De aanbieder mag voorafgaande aan de stemming over ieder onderwerp dat voor het akkoord relevant is (en dat vóór de stemming is te beslechten) een bindende beslissing van de rechter-commissaris of rechtbank vragen. Dit zou de aanbieder bijvoorbeeld kunnen doen indien hij al dan niet naar aanleiding van discussies met schuldeisers twijfelt over de omvang of rang van de tot de stemming toe te laten vorderingen, de klassenindeling of de waardering. Een ander dan de aanbieder van het akkoord zou niet eerder dan bij de homologatie om een beslissing van de rechter moeten kunnen verzoeken.

De daartoe uitgenodigde partijen zouden vervolgens via een besloten *online* forum of anderszins in de gelegenheid worden gesteld om onderling over het akkoord te overleggen, informatie uit te wisselen en aan de schuldenaar vragen te stellen. Daarna zouden zij via een digitaal of fysiek stemformulier hun stem uitbrengen. Een formele (stem)vergadering zou daartoe niet zijn vereist. De stemuitslag dient controleerbaar te zijn. De schuldenaar doet er goed aan deze op te laten tekenen door een onafhankelijke partij, zoals een notaris of de rechter-commissaris.

Is het akkoord door alle klassen aangenomen, dan zou het binnen twee weken na bekendmaking van de stemuitslag van rechtswege verbindend worden, tenzij één of meer belanghebbenden aangeven een homologatiebehandeling te wensen. In dat geval zou op korte termijn alsnog een homologatiezitting plaatsvinden.

Is het akkoord door één of meer klassen verworpen, dan moet de aanbieder van het akkoord om een homologatiebehandeling verzoeken, wil hij het akkoord alsnog verbindend laten worden. De homologatiebehandeling zou bij een verworpen

akkoord een waarderingsprocedure kunnen omvatten, wat de homologatieprocedure aanzienlijk ingewikkelder en uitgebreider zou maken dan bij een aangenomen akkoord.

Indien de schuldenaar bij de vaststelling van de stemuitslag uit is gegaan van een onjuiste omvang of rang van een vordering of een vordering in een verkeerde klasse heeft plaatst, zou de rechter in het kader van de homologatie kunnen weigeren het akkoord als “aangenomen” te behandelen en daarmee kunnen weigeren het akkoord slechts op procedurele aspecten te toetsen. Ondanks het gebrek zou de rechter het akkoord niettemin als aangenomen kunnen beschouwen indien afwezigheid van het gebrek niet tot een andere stemuitslag zou hebben geleid. Indien het akkoord wijziging in de rechten van partijen brengt of de belangen van partijen raakt die om welke reden dan ook niet door deugdelijk tot stand gekomen democratische meerderheidsbesluitvorming worden gebonden (bijvoorbeeld omdat zij buiten de stemming zijn gehouden of de klassenindeling onjuist is of hun vordering op onjuiste wijze is geteld en een juiste indeling of telling tot een verwerping zou hebben geleid), zou de rechter het akkoord nog steeds kunnen homologeren, maar dan slechts indien het akkoord ten aanzien van die (niet door democratische besluitvorming gebonden) partijen aan de criteria voor *cram down* voldoet. De homologatiebeslissing zou niet vatbaar zijn voor hoger beroep. Het akkoord zou slechts verbindend zijn voor die partijen die bij het akkoord waren betrokken of daarvan op de hoogte waren en in de gelegenheid verkeerden daar tijdig tegen op te komen.

In het eenvoudigste geval zou de schuldenaar een akkoord binnen enkele weken definitief tot stand kunnen brengen zonder een formele stemvergadering en zonder enige rechterlijke betrokkenheid.

Indien het niet de schuldenaar maar een schuldeiser zou zijn die het akkoord zou aanbieden, zou de procedure er in hoofdzaak hetzelfde uitzien, zij het dat de aanbieder voorafgaand verlof van de rechter nodig zou hebben om een akkoord te mogen aanbieden en om daartoe informatie en medewerking van de schuldenaar te kunnen verlangen. Deze verlofprocedure zou in vertrouwelijkheid plaatsvinden, op vergelijkbare wijze als een aanvraag tot faillietverklaring onder huidig recht. Alleen de schuldenaar zou daarvoor worden opgeroepen. Andere belanghebbenden zouden in deze fase geen gelegenheid hebben om hun standpunt over de financiële toestand van de schuldenaar naar voren te brengen. Indien de rechter op basis van

de uitgewisselde informatie en standpunten onvoldoende zicht op de financiële toestand van de schuldenaar zou kunnen krijgen, zou hij een deskundige moeten kunnen benoemen die in stilte en onder geheimhouding naar de financiële toestand van de onderneming onderzoek doet en aan de rechtbank verslag uitbrengt. In het kader van de homologatie zouden ook anderen dan de schuldenaar de gelegenheid krijgen om de financiële toestand van (pre-)insolventie te betwisten.

8.13 Belang van een zelfstandig dwangakkoord voor de praktijk

8.13.1 *Liquidatieprocedure blijft voorkeursinstrument*

Ook met de beschikking over een effectieve akkoordregeling zal naar mijn verwachting in het overgrote deel van de insolventiegevallen liquidatie blijven plaatsvinden (verkoop van de onderneming al dan niet als *going concern* tegen betaling in contanten) in tegenstelling tot een herstructurering (overname door de crediteuren zelf).

Een liquidatieprocedure heeft een aantal belangrijke voordelen boven een herstructureringsprocedure.⁸⁹⁷ Allereerst wordt met liquidatie een uitkering gerealiseerd in contanten in tegenstelling tot een uitkering in de vorm van een of andere incurante vermogenstitel (in de praktijk vaak cynisch aangeduid als “*funny money*”). Crediteuren zullen aan contanten veelal de voorkeur geven boven een andersoortige uitkering. Zie hiervoor paragraaf 2.6.6.2.

Daarnaast biedt een goed ingerichte liquidatieprocedure een beter platform om een competitief biedproces op te tuigen dan een akkoord (zonder benoeming van een stille toezichthouder), ook al hebben derden de mogelijkheid een concurrerend akkoord aan te bieden. Heeft alleen de schuldenaar (lees: aandeelhouder) het recht om een akkoord aan te bieden, dan heeft deze er geen belang bij een behoorlijk verkoopproces op te tuigen dat een zodanig aantrekkelijke prijs oplevert dat de

⁸⁹⁷ Zie in dit verband ook Baird die betoogt dat een veilingprocedure in de meeste gevallen efficiënter is dan een reorganisatieprocedure en kritisch is over de noodzaak van een reorganisatieprocedure onder het Amerikaanse recht; D.G. Baird and R.K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55 *Stanford Law Review* 751 (2002); D.G. Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, 15 *J. Legal Stud.* 127 (1986); D.G. Baird, Chapter 11 at Twilight, 56 *Stanford Law Review* 673 (2003); D.G. Baird, *A world without bankruptcy*, 50-SPG *Law & Contemp. Probs.* 173 (1987); D.G. Baird, *Revisiting Auctions in Chapter 11*, 36 *Journal of Law and Economics* 633 (1993); D.G. Baird, *The New Face of Chapter 11*, 12 *Am. Bankr. Inst. L. Rev.* 69 (2004). Zie voor een bespreking van de voor- en nadelen van een verplicht veilingstelsel J. Hummelen, *Distress Dynamics, an efficiency assessment of Dutch bankruptcy law*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2015, p. 106 – 110.

crediteuren aan een verkoop aan een derde de voorkeur geven (wat de aandeelhouder met lege handen achterlaat). Integendeel, de schuldenaar (die door de aandeelhouder wordt gecontroleerd) zal het alternatief van liquidatie als doemscenario willen presenteren om de crediteuren te bewegen met zijn voorstel in te stemmen waarbij de aandeelhouder een belang in de onderneming behoudt ook al is hij *out of the money*. Omdat in het kader van een pre-insolventieakkoordprocedure in beginsel geen bewindvoerder of soortgelijke functionaris wordt benoemd, is er, buiten de schuldenaar, geen figuur die vanuit een centrale positie binnen de onderneming een gecontroleerd verkoopproces kan optuigen en coördineren. Indien ook crediteuren het recht hebben om een akkoord aan te bieden en toegang tot de relevante informatie hebben en iedere afzonderlijke crediteur een verkoopproces zou proberen op te tuigen, ontstaat een chaos waarbij potentiële kopers vanuit verschillende kanten met verschillende informatie worden benaderd met dezelfde propositie. De crediteuren zijn daarnaast als relatieve buitenstaanders praktisch niet goed in staat om een verkoopproces op te tuigen en hebben vaak een individuele positie met een omvang die te gering is om de tijd en de kosten te rechtvaardigen die met het opzetten van een deugdelijk verkoopproces gemoeid zijn. Zou men een deugdelijk verkoopproces willen optuigen in het kader van een akkoord zonder medewerking van de aandeelhouder/schuldenaar, dan zou men deze taak gecentraliseerd bij een (stille) bewindvoerder of toezichthouder moeten onderbrengen. Zie hiervoor paragrafen 8.2.4 en 8.3.

Verder levert een behoorlijk opgetuigd marktverkenning- en biedproces in het kader van een liquidatie een redelijk objectieve, snelle en efficiënte manier op de waarde van de onderneming te bepalen en daarmee te bepalen wie *in* en wie *out of the money* is zonder dat daarover veel discussie en geschil kan ontstaan. In het kader van een herstructurering daarentegen vindt de waardebeoordeling niet plaats door de markt maar door middel van een waarderingsexercitie die inherent subjectief is en vrijwel per definitie geen puntwaardering oplevert maar slechts een bandbreedte. In kader van een herstructurering bestaat daarmee, anders dan bij liquidatie, over de waardering grote ruimte voor discussie. In het geval van een geschil moet de waardering worden vastgesteld in een tijd- en geldroevende gerechtelijke procedure.

Voorts is het met een efficiënt vormgegeven liquidatieprocedure vaak eenvoudiger de waarde van de onderneming te behouden dan met een akkoord. Ik noem hiervoor twee redenen.

Ten eerste hoeft er geen bewerkelijke stemprocedure te worden doorlopen. Vindt een verkoop en uitkering in contanten plaats, waardoor crediteuren zich niet hoeven uit te laten over de vraag of zij in de onderneming willen herinvesteren, dan is een crediteurenraadpleging niet strikt nodig. De crediteuren zijn in dat geval gebaat bij een doortastender autocratisch governance model dat de crediteuren weliswaar minder inspraak biedt, maar wel een betere uitkomst. Zie hiervoor paragraaf 2.7.⁸⁹⁸

Ten tweede kan bij liquidatie de realisatie van de waarde van de activazijde (het aanwendingsvraagstuk) met een activatransactie (of een daarmee te vergelijken transactie zoals een juridische splitsing⁸⁹⁹) snel en eenvoudig worden losgekoppeld van de oplossing van het verdelingsvraagstuk, dat wil zeggen oplossing van geschillen over het bestaan, de omvang en de rang van de schulden (de passivazijde). De oplossing van het verdelingsvraagstuk kan dan worden uitgesteld tot een later moment nadat de waarde is veiliggesteld. In het kader van een herstructurering daarentegen, waarbij de onderneming als ware aan de crediteuren in natura wordt uitgekeerd, moet niet alleen de waardediscussie worden beslecht maar moet meteen ook het verdelingsvraagstuk (alle discussies aan de passivazijde) als onderdeel van de reddingsmaatregel worden opgelost. Althans, het is bij een herstructurering in ieder geval aanzienlijk minder eenvoudig om geschillen over de verdelingsvraag los te koppelen van het aanwendingsvraagstuk en deze te parkeren totdat de waarde is veiliggesteld: bestaande en nieuwe vermogensverschaffers zijn niet goed in staat om aan te geven of zij met het akkoord instemmen indien zij niet op voorhand weten wat zij (en hun medevermogensverschaffers) onder het akkoord krijgen.⁹⁰⁰

Kortom, liquidatie zal meestal de voorkeur genieten boven een herstructurering via een akkoord omdat:

- liquidatie contanten oplevert;

⁸⁹⁸ Zie ook N.W.A. Tollenaar, Materiële crediteurenbescherming: een balans tussen juridische en economische bescherming, TvI 2014/31.

⁸⁹⁹ Vgl. H. Koster, Herstructurering bij insolventie: naar de pre-pack plus!, TvI 2013/7.

⁹⁰⁰ Zie in dit verband ook O. Couwenberg, Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence, *European Journal of Law and Economics* 2001, p. 253-273, O. Couwenberg and A. de Jong, Costs and recovery rates in the Dutch liquidation-based bankruptcy system, *Eur J Law Econ* (2008), 105 - 127 en O. Couwenberg and S.J. Lubben, Essential Corporate Bankruptcy Law, *Eur. Bus. Org. Law. Rev.* (2015), 16:39 – 61.

- een goed ingerichte liquidatieprocedure in de regel een beter platform biedt om een competitief biedproces op te tuigen dan een akkoordprocedure;
- een verkoop aan de markt een veel snellere, efficiëntere en objectievere manier is om de waardering te bepalen dan een gerechtelijke (“papieren”) waarderingsprocedure;
- geen noodzaak bestaat de crediteuren met een stemming te raadplegen met de vraag of zij in de onderneming willen herinvesteren;
- liquidatie de mogelijkheid geeft het aanwendingsvraagstuk snel en efficiënt te scheiden van het verdelingsvraagstuk en de oplossing van het verdelingsvraagstuk uit te stellen totdat de waarde is veiliggesteld.

Een zelfstandig dwangakkoord zou, behalve voor het implementeren van een herstructurering, ook kunnen worden gebruikt als een techniek om een verkoop van de onderneming aan een derde tegen betaling in contanten te implementeren (liquidatieverkoop). Zie ook paragraaf 3.4.3.2. Onder bepaalde omstandigheden kan een dwangakkoord een beter instrument bieden om een gedwongen verkoop te implementeren dan een activatransactie uit faillissement. In het bijzonder is het met een (pre-insolventie) dwangakkoord mogelijk om een verkoop te effectueren zonder de negatieve beeldvorming die aan faillissement en surseance kleven en met behoud van de bestaande rechtspersoon waardoor het niet noodzakelijk is om alle activa afzonderlijk over te dragen en de onoverdraagbaarheid van rechten uit contracten of vergunningen geen belemmering vormt. Dit maakt een meer geruisloze overgang mogelijk. Daar staat echter weer tegenover de rumoer en de vertraging die de verplichte crediteurenraadpleging met zich brengt en de moeilijkheid om in het kader van een (zelfstandige) akkoordprocedure een deugdelijk biedproces op te tuigen. Wil het dwangakkoord een effectieve techniek voor gedwongen verkoop aan een derde vormen in situaties waarin de aandeelhouders niet meewerken, dan is daartoe vereist dat het recht van de crediteuren om zelf een akkoord aan te bieden, effectief wordt vormgegeven. De benoeming van een stille toezichthouder lijkt mij daartoe onontbeerlijk. Zie ook paragrafen 8.2.3 en 8.3 hiervoor.

In plaats van een akkoord tot stand te brengen dat voorziet in een directe verkoop aan een derde, zouden de crediteuren een (pre-insolventie)akkoord in principe ook als tussenstap kunnen gebruiken om een stabiel platform op te tuigen om de onderneming op een ordentelijke wijze aan een derde te verkopen. Zij spreken in het

akkoord dan in wezen een afwijkende, betere manier van liquidatie af. Zo zouden de crediteuren bij wijze van (dwang)akkoord kunnen afspreken dat alle schulden van de vennootschap worden geëlimineerd, dat de aandelen in handen van een stichting worden gebracht, dat een gereputeerde zakenbank wordt ingeschakeld om de aandelen op optimale wijze te verkopen aan een derde tegen betaling in contanten (met voldoende gelegenheid voor *due diligence* en met gebruikmaking van alle tijd die daarvoor nodig is zonder dat langer sprake is van *distress*) en dat de stichting de opbrengst vervolgens zal verdelen onder de voormalige schuldeisers conform de aanspraken zoals deze vóór de schuldeliminatie bestonden.

Langs deze weg kan het akkoord worden gebruikt om een platform op te zetten om een deugdelijk biedproces te laten plaatsvinden. Een nadeel blijft dan dat het hele proces van crediteurenraadpleging nodig is om dat platform op te zetten. Vooral in de kleinere gevallen zullen de kosten, de duur en de negatieve publiciteitseffecten van dat crediteurenraadplegingsproces vaak prohibitief zijn.

Hoewel naar mijn verwachting aan liquidatie in de meeste gevallen nog steeds de voorkeur zal worden gegeven boven herstructurering, betekent dit niet dat de bestaande liquidatieprocedures optimaal zijn. De thans beschikbare individuele en collectieve executieprocedures zijn voor de verkoop van een onderneming *going-concern* al dan niet door middel van een pre-pack verre van optimaal. Belangrijke nadelen vormen onder meer, naast de negatieve publiciteit en het stigma van faillissement, de noodzaak individuele activa afzonderlijk over te dragen en de onoverdraagbaarheid van contracten, vergunningen en immateriële goederen zoals *goodwill*. Het is mijns inziens een tekortkoming dat het Nederlandse executie- en insolventiesysteem thans uitsluitend voorziet in de executie van individuele goederen en geen geschikte procedure kent om een onderneming als operationeel *going concern* geheel te executeren. In een eenvoudige economie ligt de aanwezige waarde grotendeels besloten in concrete individuele roerende en onroerende zaken. In een meer geavanceerde economie, zoals de Nederlandse, ligt de aanwezige waarde echter in toenemende mate besloten in de abstracte capaciteit kasstromen te genereren met het complex aan activiteiten die worden verricht met activa, contracten, mensen, *know how*, enzovoorts aangeduid als de “onderneming”. Deze abstracte verdien capaciteit is aanzienlijk kwetsbaarder en gevoeliger voor verstoringen dan individuele concrete goederen en vereist een aanzienlijk geraffineerder systeem van uitwinning om te voorkomen dat de beschikbare waarde als gevolg van het uitwinningsproces zelf verloren gaat. Het ontwikkelen van een effectief en efficiënt executiesysteem om het gehele samenstel van de onderneming

going concern te executeren met als doel om crediteuren in staat te stellen zich (mede) op de waarde van de verdien capaciteit te verhalen, is mijns inziens een onderdeel van het insolventie- en executierecht waarop grote terreinwinst valt te behalen.⁹⁰¹

8.13.2 *Akkoordprocedure voor de (grotere) uitzonderingsgevallen*

Het feit dat liquidatie in de regel de voorkeur zal genieten boven een herstructurering, neemt niet weg dat zich nog steeds situaties kunnen voordoen waarin de verwachte opbrengst bij een verkoop tegen betaling in contanten (liquidatie), vanwege het “*fire sale*” karakter van een onmiddellijke verkoop, gebrek aan liquiditeit in de markt en/of andere omstandigheden, zo ver beneden de gepercipieerde waarde van de onderneming ligt, dat de crediteuren er de voorkeur aan geven om de onderneming in de vorm van verschillende financiële instrumenten zelf over te nemen (herstructurering). Het is met name voor deze situaties dat het zelfstandig dwangakkoord dienst zal doen. Zie ook paragraaf 3.4.3 hiervoor.

De inzet van een akkoordprocedure voor een herstructurering zal naar mijn verwachting voorbehouden blijven voor de grotere gevallen (en dan vooral die waarin financieringsproblemen en geen operationele of commerciële problemen aan de orde zijn). Een verkoop door middel van een liquidatieprocedure is in de regel veel sneller en goedkoper tot stand te brengen dan een akkoord. Dit zal zeker voor kleinere ondernemingen doorslaggevend zijn. Hoewel de drempel kan worden verlaagd door de akkoordprocedure zo toegankelijk en efficiënt mogelijk in te richten, zal een herstructureringsprocedure altijd relatief traag en duur blijven vanwege de noodzakelijke crediteurenraadpleging en stemming, de inherente noodzaak van een subjectieve waarderingsexercitie en een kostbare en tijdrovende gerechtelijke waarderingprocedure in geval van een dispuut over de waardering, en de noodzaak om ook geschillen aan de passivazijde (over het verdelingsvraagstuk) op te lossen voordat de continuïteit en waarde van de onderneming kan worden veiliggesteld (wat een navenant grote behoefte aan “boedelfinanciering” met zich brengt). Crediteuren zullen eerder bij een grotere onderneming een herstructurering overwegen omdat de gevreesde prijsafslag bij een suboptimale verkoop in het kader van een mogelijke liquidatie (in ieder geval in

⁹⁰¹ Zie in dit verband ook mijn bijdrage aan het Eyes on Insolvency congres dat heeft plaatsgevonden op 18 april 2013 onder de titel, Nederland weer terug als financieel centrum! Een houtkoolschets voor hervorming, te vinden op www.eyesoninsolvency.nl.

absolute termen) bij een grotere onderneming navenant groter zal zijn⁹⁰² en de grotere belangen het eerder lonend maken om de noodzakelijk “boedelfinanciering” te verstrekken en de kosten te maken en de tijd en inspanning te leveren die een herstructurering door middel van een dwangakkoord vergen.

Een herstructurering kan inhouden dat de *out of the money* crediteuren en aandeelhouders uit de kapitaalstructuur moeten worden verwijderd, nieuwe financiers moeten worden toegelaten, aandelen in de vennootschap in andere handen moeten komen en/of dat de voorwaarden van bestaande schuld moeten worden aangepast en *in the money* financiers in andere vorm of tegen gewijzigde condities moeten doorfinancieren.

De huidige akkoordregeling is voor deze doeleinden onbruikbaar. Het huidige akkoord is allereerst slechts beschikbaar in surseance of faillissement. De noodzaak om surseance of faillissement te openen, veroorzaakt de schade die men nu juist wenst te voorkomen. Daarnaast zijn met de huidige akkoordregeling de beoogde gevolgen niet te bereiken. Onder de huidige regeling is uitsluitend de schuldenaar (lees: de controlerend aandeelhouder) bevoegd een akkoord aan te bieden. Het akkoord heeft slechts werking tegen één categorie schuldeisers, namelijk die van ongesecureerde concurrente crediteuren. Tegen alle andere soorten partijen in de kapitaalstructuur, waaronder gesecureerde crediteuren, preferente crediteuren, en aandeelhouders, heeft het huidige akkoord geen werking. Het huidige akkoord is daarom in de meeste gevallen nutteloos.⁹⁰³ De praktijk heeft aan een effectieve akkoordregeling buiten surseance en faillissement zonder meer behoefte.

Het blijft echter goed om voor ogen te houden dat het pre-insolventieakkoord een instrument zal blijven voor uitzonderingsgevallen.⁹⁰⁴ Voor de hoofdmoot van de gevallen zal nog steeds een liquidatieprocedure worden gebruikt.

⁹⁰² Vgl. L.M. LoPucki and W.C. Whitford, Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies, 1993, 14 University of Pennsylvania Law Review 669, p. 758 e.v.

⁹⁰³ Zie o.a. ook R. J. van Galen, Knelpunten in ons insolventierecht, Ondernemingsrecht 2014/81, R.J. van Galen, De surseance als echte reorganisatieprocedure, TvI 2015/23; A.D.W. Soedira, Het akkoord, diss. Nijmegen, Kluwer, 2011, p. 20; O. Couwenberg, Resolving Financial Distress in the Netherlands, diss. Groningen, 1997, p. 236 – 238 en O. Couwenberg, Reorganisatie-obstakels in faillissement, Ondernemingsrecht 2004/223 en J. Jol, Wettelijk faciliteren van (financiële) herstructureringen: het dwangakkoord, in: Herstructurering en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?, Kluwer 2013, p. 45 - 46.

⁹⁰⁴ Zie ook O. Couwenberg and S.J. Lubben, Essential Corporate Bankruptcy Law, Eur. Bus. Org. Law. Rev. (2015), 16:39 – 61 die betogen dat voor een effectief faillissementssysteem een herstructureringsmechanisme niet nodig is. Essentieel is volgens hen slechts een mechanismen voor “*asset stabilization*” en “*asset separation*” ten einde de waardecomponenten op een efficiënte manier te kunnen verkopen aan een derde (liquideren).

In het kader van hervorming van het insolventierecht ligt grote nadruk op het redden van levensvatbare ondernemingen (“*business rescue*”).⁹⁰⁵ Te vaak is de veronderstelling daarbij nog steeds dat *business rescue* uitsluitend door middel van een herstructurering plaats zou kunnen vinden (*debt restructuring*) en dat liquidatie per definitie tot een *piecemeal* verkoop zou leiden. Internationale beleidsmakers, waaronder de Europese Commissie (zie paragraaf 9.10 hierna) lijken onvoldoende aandacht te hebben voor het feit dat een *business rescue* in veel zo niet de meeste gevallen juist alleen door middel van een snelle *going concern* verkoop (liquidatie) te realiseren is. Verkoop aan een derde bevordert ook een ander beleidsdoel van het insolventierecht, te weten een efficiënte allocatie van middelen.⁹⁰⁶ Men zou dan ook met recht kunnen stellen dat de meeste aandacht naar een effectieve liquidatieprocedure uit zou moeten gaan.⁹⁰⁷

9. Aanbevelingen van de Europese Commissie

9.1 Status

Op 12 maart 2014 heeft de Europese Commissie een aanbeveling “inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie” gepubliceerd (de “Aanbeveling”).⁹⁰⁸ De Commissie stelt in de Aanbeveling vast dat verschillende lidstaten momenteel bezig zijn hun nationale insolventiewetten te herzien en spoort de nationale wetgevers ertoe aan daarbij stelsels in te voeren die een snelle en efficiënte herstructurering van levensvatbare ondernemingen faciliteren. De Aanbeveling formuleert hiertoe algemene uitgangspunten om de minimuminhoud, effectiviteit en uniformiteit van de nationale stelsels te bevorderen. De Aanbeveling heeft voor de

⁹⁰⁵ Vgl. European Bank for Reconstruction and Development, *Insolvency – a second chance? Why modern insolvency laws seek to promote business rescue*, Law in transition 2013; World Bank, *Insolvency Reform for Credit, Entrepreneurship, and Growth*, Viewpoint, July 2014; Jenny Clift, *Developing an international regime for transnational corporations: the importance of insolvency law to sustainable recovery and development*, Transnational Corporations, Vol. 20, No. 1 (April 2011).

⁹⁰⁶ S. Paterson, *Rethinking the Role of the Law of Corporate Distress in the Twenty-First Century*, LSE Law, Society and Economy Working Papers 27/2014; World Bank, *Insolvency Reform for Credit, Entrepreneurship, and Growth*, Viewpoint, July 2014; D.G. Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, 15 J. Legal Stud. 127 (1986).

⁹⁰⁷ Zie in dit verband ook O. Couwenberg, *Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence*, European Journal of Law and Economics 2001, p. 253-273 en O. Couwenberg and S. J. Lubben, *Essential Corporate Bankruptcy Law*, Eur. Bus. Org. Law. Rev. (2015), 16:39 – 61.

⁹⁰⁸ Europese Commissie, *Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie*, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final; voor een samenvatting van de Aanbevelingen en een beschrijving van het voortraject dat eraan vooraf ging, zie ook E. Schmieman, *De aanbeveling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie*, Ondernemingsrecht 2014/77; zie hierover voorts A.M. Mennens en P.M. Veder, *Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie*, NTBR 2015/2, par. 3.

lidstaten voorlopig een niet-bindend karakter. In paragraaf 36 kondigt de Commissie aan de uitvoering van de Aanbeveling in de lidstaten binnen 18 maanden na de bekendmaking te zullen beoordelen en dan tevens te zullen beoordelen of “verdere maatregelen” moeten worden voorgesteld om de in de Aanbeveling voorgestelde aanpak te consolideren en te versterken.

Op 30 september 2015 heeft de Europese Commissie de uitkomst van de aangekondigde evaluatie van de uitvoering van de Aanbeveling gepubliceerd.⁹⁰⁹ De Commissie stelt vast dat de eerste resultaten van de Aanbeveling reeds zichtbaar zijn en dat in landen die een preventief herstructureringsstelsel hebben geïntroduceerd het aantal herstructureringen sterk is gestegen terwijl de hoeveelheid overtollige schuld (“*debt-overhang*”)⁹¹⁰ is afgenomen. De Commissie stelt echter tegelijkertijd vast dat een aantal lidstaten de Aanbeveling niet of slechts gedeeltelijk heeft geïmplementeerd.

Op 30 september 2015 heeft de Europese Commissie eveneens een actieplan gepubliceerd voor de totstandbrenging van een kapitaalmarktunie (“*Action Plan on Building a Capital Markets Union*”).⁹¹¹ De Europese Commissie wil met een kapitaalmarktunie investeringen stimuleren en daarmee de economie versterken en banen creëren. De Europese Commissie concludeert uit een door haar uitgevoerde consultatie dat de inefficiëntie van en de divergentie tussen de insolventieregimes van de lidstaten een barrière vormen voor grensoverschrijdende investeringen. Omdat uit de voornoemde evaluatie is gebleken dat de Aanbeveling slechts ten dele in de lidstaten is geïmplementeerd, kondigt de Europese Commissie in het actieplan aan dat zij op het terrein van de Aanbeveling regelgeving zal voorstellen.⁹¹² Intussen is bekend dat de Europese Commissie het voornemen heeft voor het eind van 2016 de Aanbeveling om te zetten in een (concept) richtlijn.

9.2 Impact Assessment

⁹⁰⁹ Directorate-General Justice & Consumers of the European Commission, Evaluation of the Implementation of the Commission Recommendation of 12.3.2014 on a New Approach to Business Failure and Insolvency, 30 September 2015, http://ec.europa.eu/justice/civil/files/evaluation_recommendation_final.pdf.

⁹¹⁰ Schuld die uitstijgt boven de omvang van de beschikbare waarde.

⁹¹¹ COM(2015) 468 final.

⁹¹² COM(2015) 468 final, p. 25: “*In 2014 the Commission published a Recommendation on a new approach to business failure and insolvency (...). While it is clear that the Recommendation has provided a useful focus for those Member States undertaking reforms in the area of insolvency, an assessment undertaken by the Commission shows that it has only been implemented partially, including in those Member States that have launched reforms. The Commission will propose a legislative initiative on business insolvency, including early restructuring and second chance, drawing on the experience of the Recommendation. The initiative will seek to address the most important barriers to the free flow of capital building on national regimes that work well.*”

Aan de Aanbeveling ligt een “*Impact Assessment*”⁹¹³ van de Commissie ten grondslag die mede is gebaseerd op een studie van INSOL Europe (het “INSOL Europe rapport”).⁹¹⁴ Tegen de achtergrond van de *Impact Assessment*, waarvan het INSOL Europe rapport als annex deel uitmaakt, is de Aanbeveling beter te begrijpen. Alleen al om deze reden is de *Impact Assessment* de moeite van het lezen waard.

De specifieke doelstellingen van dit EU initiatief omschrijft de *Impact Assessment* als onder meer i) het vergroten van de kans op herstel van bedrijven in financiële moeilijkheden en ii) het reduceren van de kosten van een herstructurering in lidstaten met inefficiënte procedures. De Europese Commissie heeft daarbij vooral het MKB op het oog.

Het initiatief beoogt zeker te stellen dat de lidstaten effectieve herstructureringsprocedures hebben die:

- i) herstructurering mogelijk maken in een vroegtijdig stadium;
- ii) de slagingskansen van onderhandelingen vergroten door verhaalsacties tijdelijk op te schorten;
- iii) de bedrijfsvoortzetting faciliteren;
- iv) voorkomen dat dissidente minderheidscrediteuren de herstructurering kunnen frustreren; en
- v) rechterlijke betrokkenheid beperkt houden.

De oplossingen die de Commissie kiest om deze doelstellingen te bevorderen, de alternatieve oplossingen die zij verwerpt en de redenen daarvoor laten zich compact als volgt in tabelvorm samenvatten (zie de tabel op de volgende bladzijde).

⁹¹³ Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, SWD(2014) 62 final (de “*Impact Assessment*”).

⁹¹⁴ INSOL Europe, Study on a new approach to business failure and insolvency – Comparative legal analysis of Member States’ relevant provisions and practices.

Eis	Optie 1	Optie 2	Optie 3	Voorkeur en reden
i) herstructurering mogelijk maken in een vroegtijdig stadium	Procedure toegankelijk ongeacht of er een insolventierisico bestaat	Procedure toegankelijk indien er een risico op insolventie bestaat	-	Optie 2. Maakt vroegtijdig ingrijpen mogelijk zonder risico op gebruik zonder enige financiële aanleiding (misbruik). Geen hoge kosten voor waarborgen om misbruik te voorkomen.
ii) de slagingskans van onderhandelingen vergroten door verhaalsacties tijdelijk op te schorten	Algemeen moratorium dat van rechtswege intreedt tegen alle crediteuren (<i>automatic stay</i>)	Moratorium alleen op verzoek van schuldenaar tegen specifieke crediteur	Optie 2 maar slechts voor beperkte duur	Optie 3. Algemeen moratorium schadelijk vanwege vereiste publiciteit. ⁹¹⁵ Bij een specifiek moratorium op verzoek is dit nadeel te beperken. Een beperkte duur versnelt het proces, heeft geen negatieve invloed op de beschikbaarheid en de kosten van krediet, ⁹¹⁶ en vereist geen uitgebreide waarborgen (kosten). ⁹¹⁷
iii) de bedrijfsvoortzetting faciliteren (<i>debtor in possession</i>)	<i>Debtor in possession</i> zonder gerechtelijk toezichthouder	<i>Debtor in possession</i> waarbij benoeming van een gerechtelijk mediator of toezichthouder mogelijk is. Een mediator begeleidt slechts de totstandkoming van het akkoord. Een toezichthouder houdt toezicht. De schuldenaar blijft volledig beheers- en beschikkingsbevoegd.	-	Optie 2. <i>Debtor in possession</i> stimuleert vroegtijdig nemen van maatregelen en faciliteert ongestoorde bedrijfsvoortzetting. De benoeming van een mediator of supervisor kan nuttig zijn, maar zou niet verplicht moeten zijn. Benoeming toezichthouder alleen in bijzondere gevallen. ⁹¹⁸
iv) voorkomen dat dissidente minderheidscrediteuren de herstructurering kunnen frustreren	Meerderheid kan minderheid binden, maar geseceureerde crediteuren zijn niet gebonden	Meerderheid kan minderheid binden, alle klassen van schuldeisers zijn gebonden	Optie 2 waarbij geen formele stemprocedure hoeft plaats te vinden	Optie 3. Werkt tegen geseceureerde crediteuren en voorkomt de onnodige kosten en vertraging van een formele stemprocedure. ⁹¹⁹
vi) rechterlijke betrokkenheid beperkt houden ⁹²⁰	Flexibele procedure met minimale rechterlijke betrokkenheid	Optie 1 waarbij rechters beslissingen schriftelijk zonder zitting afdoen		Optie 2 waarbij de rechter een zitting kan gelasten indien hij dat nodig acht.

⁹¹⁵ “A general and automatic stay would not be effective (...) because once the order granting an automatic stay is issued, the financial difficulties of the debtor become public knowledge and creditors may start cancelling contracts or not renewing contracts and the business could fast plummet.” (p. 31)

⁹¹⁶ “A short moratorium is likely to mitigate any possible damaging impact that a stay may have on the availability and cost of credit.” (p. 31)

⁹¹⁷ “The need for safeguards decreases as the duration of the stay gets shorter” (p. 32)

⁹¹⁸ “The possibility to appoint a supervisor must however be exceptional.” (p. 33)

⁹¹⁹ “... preferable since it would allow secured creditors to also be bound by the plan and reduce the costs and time with organising a formal voting procedure” (p. 35)

⁹²⁰ Opvallend is dat de *Impact Assessment* ondanks de grote nadruk op snelheid, efficiëntie en minimale rechterlijke betrokkenheid geen woord wijdt aan hoger beroep.

9.3 Doelstellingen en uitgangspunten

In het onderstaande wordt de Aanbeveling verder besproken. Waar relevant wordt naar de onderliggende *Impact Assessment* verwezen.

De Aanbeveling heeft tot doel lidstaten aan te moedigen een stelsel in te voeren waardoor levensvatbare ondernemingen in financiële moeilijkheden zich in een vroeg stadium en op snelle en efficiënte wijze kunnen herstructureren om hun insolventie te voorkomen.⁹²¹

De Commissie stelt vast dat in sommige lidstaten ondernemingen zich pas in een betrekkelijk laat stadium kunnen herstructureren in het kader van een formele insolventieprocedure en dat in andere lidstaten de procedures niet zo doeltreffend zijn als ze zouden kunnen zijn.⁹²² Zij concludeert dat het daarom nodig is om de “inefficiënties die een belemmering vormen voor de vroege herstructurering van levensvatbare ondernemingen in financiële moeilijkheden terug te brengen en zodoende de kosten van herstructurering te verlagen.”⁹²³ De Commissie merkt op dat efficiënte insolventiestelsels, behalve het toegankelijker maken van herstructureringsprocedures voor kleine en middelgrote ondernemingen, het ook voor kredietverstrekkers eenvoudiger maken de risico's van kredietverstrekking te beoordelen.⁹²⁴

Om een vroegtijdige aanpak te faciliteren en de snelheid en efficiëntie te bevorderen, staat de Commissie een *debtor-in-possession* model voor met een grote mate van flexibiliteit en een minimum aan rechterlijke betrokkenheid: “om de efficiëntie te bevorderen en vertraging en kosten te beperken, zouden de nationale preventieve herstructureringsstelsels flexibele procedures moeten behelzen, waarbij alleen gerechtelijke formaliteiten worden vereist wanneer die noodzakelijk en evenredig zijn ter bescherming van de belangen van de schuldeisers en andere belanghebbenden (...). Om onnodige kosten te voorkomen en het vroege karakter van de procedure te weerspiegelen, zou de schuldenaar in beginsel de zeggenschap over zijn activa moeten behouden en zou de benoeming van een bemiddelaar of toezichthouder niet verplicht mogen zijn (...).”⁹²⁵

⁹²¹ Aanbeveling I en Considerans (1) van de Aanbeveling.

⁹²² Considerans (2) van de Aanbeveling.

⁹²³ Considerans (11) van de Aanbeveling.

⁹²⁴ Considerans (12) en (13) van de Aanbeveling.

⁹²⁵ Considerans (17) van de Aanbeveling.

De Commissie wil met de Aanbeveling het volgende bereiken:⁹²⁶

- i) een verlaging van de kosten van het beoordelen van de risico's van investeringen in een andere lidstaat;
- ii) een verhoging van uitkeringspercentages voor schuldeisers;
- iii) het wegnemen van de moeilijkheden die zich bij de herstructurering van grensoverschrijdende groepen voordoen.

9.4 Overzicht van de minimumnormen

De Aanbeveling stelt “minimumnormen” voor “preventieve herstructureringsstelsels” vast. Deze minimumnormen zijn als volgt beknopt samen te vatten:

- i) een zelfstandige akkoordprocedure (met *cram down* mogelijkheid) die beschikbaar is buiten het kader van een formele insolventieprocedure;
- ii) de schuldenaar blijft beheers- en beschikkingsbevoegd zonder dat een curator of bewindvoerder hoeft te worden benoemd (*debtor in possession*);
- iii) de mogelijkheid verhaalsacties van individuele crediteuren te laten schorsen op verzoek van de schuldenaar;
- iv) geen algemeen moratorium en geen algemene publiciteit;
- v) de mogelijkheid om slechts een deelselectie van de crediteuren te betrekken;
- vi) een flexibele procedure met een minimum aan formaliteiten;
- vii) zo beperkt mogelijke rechterlijke betrokkenheid.

9.5 Vroegtijdigheid – geringe toegangsdrempel

Een speerpunt van de Commissie is de vroegtijdigheid van de aanpak van financiële problemen. “De schuldenaar zou in een vroeg stadium moeten kunnen herstructureren, zodra duidelijk wordt dat er een kans op insolventie bestaat.”⁹²⁷ Een kans op insolventie bestaat altijd. De Commissie werpt dus bepaald geen hoge drempel op. Zoals opgemerkt in paragraaf 3.6 hiervoor, is de enkele “kans” op insolventie niet zonder meer een voldoende basis om een dwangakkoord toe te passen, zeker niet indien het akkoord rechten aan *out of the money* vermogensverschaffers ontnemt.

⁹²⁶ Aanbeveling I (Doel en onderwerp).

⁹²⁷ Punt 6 onder (a) van de Aanbeveling.

Volgens punt 8 van de Aanbeveling zou een schuldenaar een herstructureringsproces moeten kunnen aanvragen “zonder dat er formeel een gerechtelijke procedure hoeft te worden ingeleid.”

Dit veronderstelt dat alleen de schuldenaar bevoegd is de procedure in te leiden. Mijns inziens zouden ook derden, in het bijzonder crediteuren, onder omstandigheden de bevoegdheid moeten hebben een akkoordprocedure in te leiden. Daarvoor is een voorafgaande rechterlijke toets wél nodig. Zie ook paragrafen 8.3 en 8.4 hiervoor.

9.6 Debtor-in-possession

Als een verdere manier om vroegtijdig ingrijpen te bevorderen en schuldenaren van het inleiden van een herstructureringsproces niet af te schrikken, beveelt de Commissie aan dat de schuldenaar de zeggenschap over de bedrijfsuitoefening zou moeten behouden (*debtor-in-possession*).⁹²⁸ De benoeming van een gerechtelijke bemiddelaar of toezichthouder zou volgens de Commissie niet verplicht moeten zijn.⁹²⁹

Voor zover er voldoende aanleiding zou bestaan om een bemiddelaar te benoemen, zou deze in de visie van de Commissie de schuldenaar bij kunnen staan om de onderhandelingen over het herstructureringsplan te doen slagen. In het geval het nodig zou worden geacht een toezichthouder te benoemen, zou deze toe kunnen zien op de activiteit van de schuldenaar en maatregelen nemen ter bescherming van de rechtmatige belangen van de schuldeisers.⁹³⁰

9.7 Voorziening tegen individuele verhaalsmaatregelen

Volgens punt 10 van de Aanbeveling zou een schuldenaar het recht moeten hebben een gerecht te verzoeken individuele tenuitvoerleggingsmaatregelen tijdelijk te schorsen, met inbegrip van maatregelen die zijn genomen door schuldeisers met een zekerheidsrecht of preferentie.⁹³¹ Het lijkt erop dat de Commissie niet het oog heeft op een algemeen moratorium met werking tegen een ieder, maar op specifieke schorsingsmaatregelen die gericht zijn tot één of enkele bepaalde

⁹²⁸ Punt 6 onder (b) van de Aanbeveling.

⁹²⁹ Punt 9 van de Aanbeveling.

⁹³⁰ Punt 9 onder (a) en (b) van de Aanbeveling.

⁹³¹ Punt 10 van de Aanbeveling.

crediteuren. De schorsing mag niet langer zijn dan nodig en zou in beginsel niet langer mogen duren dan vier maanden.⁹³²

In lidstaten waar de verlening van de schorsing aan bepaalde voorwaarden is verbonden, zou de schorsing volgens de Commissie in ieder geval moeten kunnen worden verleend in alle omstandigheden waarin:⁹³³

- (a) schuldeisers wier vorderingen een significant bedrag vertegenwoordigen van de vorderingen die in het herstructureringsplan worden betrokken, de onderhandelingen over het herstructureringsplan steunen;
- (b) een herstructureringsplan een redelijke kans heeft te worden uitgevoerd en de insolventie van de schuldenaar wordt voorkomen.

Het is niet duidelijk of in deze gevallen aan beide criteria moet zijn voldaan, of slechts aan één van de twee. Uit de bewoordingen van de betreffende aanbeveling (11) lijkt te volgen dat de Commissie afkeurt dat lidstaten zwaardere criteria voor toewijzing van een schorsingsmaatregel hanteren, maar goedkeurt dat zij lichtere criteria hanteren.

9.8 Snelheid en efficiëntie – minimum aan rechterlijke betrokkenheid

Op het punt van snelheid en efficiëntie laat de Commissie aan duidelijkheid niets te wensen over. Punt 7 van de Aanbeveling bepaalt:

“De herstructureringsprocedure zou niet lang en duur mogen zijn en zou flexibel moeten zijn zodat meer buitengerechtelijke maatregelen kunnen worden genomen. De betrokkenheid van het gerecht zou moeten worden beperkt tot situaties waarin dit noodzakelijk en evenredig is ter bescherming”.

Ik kan dit alleen maar van harte onderschrijven. De uitdaging is om dit ook daadwerkelijk voor elkaar te krijgen.

9.9 Herstructureringsplannen

⁹³² Punt 13 en 14 van de Aanbeveling.

⁹³³ Punt 11 van de Aanbeveling.

Volgens punt 6 van de Aanbeveling zou een nationaal insolventiestelsel zodanig moeten zijn dat een schuldenaar een herstructureringsplan tot stand kan brengen dat bindend is voor alle schuldeisers, mits het is goedgekeurd door de vereiste meerderheid en door een rechter is bevestigd. Een herstructureringsplan zou volgens de Aanbeveling in het bijzonder ook gecureerde schuldeisers moeten kunnen binden.⁹³⁴

9.9.1 *Inhoud van een herstructureringsplan*

Volgens punt 15 van de Aanbeveling zouden lidstaten “duidelijke en specifieke bepalingen betreffende de inhoud van herstructureringsplannen moeten vaststellen”. Dit roept het schrikbeeld op van een waslijst aan gedetailleerde voorschriften die ernstig belemmerend kunnen werken. De soep wordt echter niet zo heet gegeten, als zij wordt opgediend: de bepalingen die de Commissie op het oog lijkt te hebben, betreffen: i) “duidelijke en volledige” identificatie van de schuldeisers die door het akkoord worden getroffen, ii) de effecten van de voorgestelde herstructurering op de betrokken schulden, iii) het standpunt van de betrokken schuldeisers over het herstructureringsplan, iv) de voorwaarden van nieuwe financiering indien van toepassing, en v) de mogelijkheden van het herstructureringsplan om de insolventie van de schuldenaar te voorkomen en de levensvatbaarheid van de onderneming te garanderen (garanderen is wel erg optimistisch).

De Commissie lijkt weinig oog te hebben gehad voor een onderneming met beursgenoteerde effecten. Obligatiehouders zijn doorgaans anoniem. Het is niet mogelijk hen “duidelijk en volledig” te identificeren. Ook is niet duidelijk hoe de schuldenaar vóór de stemming het standpunt van de betrokken schuldeisers in het plan kan weergeven. Moet de schuldenaar hiervoor een peiling vóór de stemming gaan houden? Bij verhandelbare obligaties is de groep schuldeisers bovendien wisselend. Het standpunt van deze (anonieme) groep is daarmee wisselend.

9.9.2 *Stemmen over een herstructureringsplan*

Volgens de Commissie zou er in beginsel moeten worden gestemd in klassen (“categorieën”). Schuldeisers met verschillende belangen (“*interests*”) zouden in afzonderlijke klassen moeten worden geplaatst.⁹³⁵ Zoals uiteengezet hiervoor, moet

⁹³⁴ Zie punten 16 en 17 van de Aanbeveling.

⁹³⁵ Punt 17 van de Aanbeveling.

men in dit verband rechten van belangen onderscheiden. Bij de klassenindeling zou men in eerste instantie slechts naar de (oude en nieuwe) rechten van crediteuren moeten kijken, niet naar hun (overige) belangen. Zie paragraaf 4.3.2 hierboven.

Om herstructureringsplannen effectiever te maken, zou het volgens de Commissie mogelijk moeten zijn om deze slechts te richten tot een beperkte groep en daarmee slechts een beperkte groep bij de stemming te betrekken, mits andere schuldeisers daardoor niet worden geraakt.⁹³⁶

Volgens punt 18 van de Aanbeveling zou een herstructureringsplan als aangenomen moeten hebben te gelden indien per klasse de door de nationale wet vereiste meerderheid “in het bedrag van de vorderingen” is behaald. Dit lijkt te suggereren dat nationale stelsels geen meerderheidsvereiste in aantal (*head count*) zouden behoren te bevatten, maar wellicht is hier de wens de vader van de gedachte. In ieder geval is het bemoedigend om te zien dat de Commissie het uitsluitend heeft over een vereiste “meerderheid in het bedrag.” Zie over (de onwenselijkheid van) een *head count* verder paragraaf 8.8.1 hiervoor.

De Commissie heeft geen aanbeveling opgenomen over het wel of niet moeten houden van stemvergaderingen of het doorlopen van een formele stemprocedure.

9.9.3 *Het bevestigen (homologeren) van een herstructureringsplan*

De Commissie stelt in punt 21 van haar Aanbeveling dat een herstructureringsplan door een gerecht moet worden bevestigd om verbindend te worden. Dit zou nodig zijn om de rechten van schuldeisers te waarborgen en voor de rechtszekerheid. De Commissie lijkt hiermee het hiervoor in paragraaf 8.9.1 bepleite CVA model te verwerpen, waarbij het akkoord ook verbindend kan worden voor tegenstemmende schuldeisers zonder homologatiebeslissing indien alle klassen met het akkoord hebben ingestemd en geen van de betrokken schuldeisers om homologatie vraagt. Het is echter de vraag of de Commissie dit bewust zo heeft bedoeld. Het is immers wel een model dat rechterlijke inspanning voorkomt waar deze klaarblijkelijk niet nodig is.

⁹³⁶ Punt 20 van de Aanbeveling.

De Commissie spoort lidstaten aan ervoor te zorgen dat gerechten herstructureringsplannen “snel en in beginsel via een schriftelijke procedure kunnen bevestigen.”⁹³⁷ De voorgestane snelheid valt toe te juichen.

In het kader van de homologatie (bevestiging) brengt de Commissie geen onderscheid aan tussen de gerechtelijke bevestiging van een (door alle klassen) *aangenomen* herstructureringsplan waarbij hooguit individuele schuldeisers binnen een vóór stemmende klasse hebben tegengestemd (democratische binding) en gerechtelijke bevestiging van een *verworpen* herstructureringsplan waarbij één of meer hele klassen hebben tegengestemd (*cram down* krachtens rechterlijke beslissing).⁹³⁸

De Commissie beveelt aan dat als homologatievereiste in ieder geval zou moeten gelden dat het herstructureringsplan de rechten van “tegenstemmende schuldeisers” niet terug brengt tot minder dan wat zij redelijkerwijs zouden kunnen verwachten te ontvangen bij liquidatie zonder herstructurering (liquidatiewaarde).⁹³⁹

De Commissie lijkt op zich terecht voor te staan dat een rechter de bevoegdheid heeft om een herstructureringsplan aan een hele tegenstemmende klasse op te leggen (*cram down*).⁹⁴⁰ Bij *cram down* van een tegenstemmende klasse is een homologatievereiste dat een aanspraak op basis van liquidatiewaarde waarborgt echter onvoldoende. De Commissie had voor *cram down* van een tegenstemmende klasse in ieder geval een homologatievereiste moeten aanbevelen dat een aanspraak op basis van reorganisatiewaarde waarborgt (en mijns inziens ook een vereiste dat de aanspraak van leden van een tegenstemmende klasse op een liquidatie-uitkering in contanten waarborgt).⁹⁴¹

De Commissie stelt kennelijk een ander criterium voor *cram down* voor: zij beveelt aan dat gerechten een herstructureringsplan zouden moeten kunnen opleggen aan

⁹³⁷ Punt 15 van de Aanbeveling.

⁹³⁸ De studie van INSOL Europe, Study on a new approach to business failure and insolvency – Comparative legal analysis of Member States’ relevant provisions and practices, p. 43 stelt dat “*rescue plans should at least meet the requirements that the creditors receive under the plan at least the value that they would receive in the absence of such plan (usually through winding up)*”, maar maakt daarbij evenmin uitdrukkelijk onderscheid tussen “*cram down*” van tegenstemmende crediteuren binnen een vóór stemmende klasse (democratische binding) en *cram down* van een gehele tegenstemmende klasse (*cram down* krachtens rechterlijke beslissing). Deze liquidatie-uitkeringstest keert in enigszins bedekte vorm ook weer terug in de *Impact Assessment*. Zie o.a. pagina 10 waar deze stelt: “*Dissenting creditors must not be affected more than they would be in formal insolvency proceedings.*”

⁹³⁹ Punt 22 onder (c) van de Aanbeveling.

⁹⁴⁰ Dit lijkt impliciet te volgen uit punt 18 van de Aanbeveling.

⁹⁴¹ Zie hierover nader ook paragrafen 3.4.7 en 8.9.6 – 8.9.7.

één of meer tegenstemmende klassen indien het plan “door een meerderheid van die categorieën van schuldeisers wordt ondersteund, waarbij met name rekening wordt gehouden met het gewicht van de vorderingen in de respectieve categorieën van schuldeisers.”⁹⁴² Dit criterium is kennelijk ontleend aan de *Impact Assessment* die stelt dat lidstaten de mogelijkheid zouden moeten hebben om een *cram down* bevoegdheid in te voeren waarbij “a plan would be confirmed by court if a majority of classes agrees with the plan while a minority of classes opposes it”.⁹⁴³

Dit is echter geen relevant criterium voor het opleggen van een plan aan een tegenstemmende klasse. De Commissie lijkt in haar *Impact Assessment* en haar daarop voortbouwende Aanbeveling te miskennen dat het feit dat een meerderheid van klassen vóór heeft gestemd geen relevante betekenis heeft voor de binding van een tegenstemmende klasse (zie hiervoor paragraaf 4.3.6). Onduidelijk is wat de Commissie in haar Aanbeveling bedoelt met “het gewicht van de vorderingen in de respectieve categorieën van schuldeisers.” De Engelse taalversie werpt hier evenmin licht op.

Verder merkt de Commissie in het kader van homologatie op dat lidstaten ervoor zouden moeten zorgen dat de gerechten herstructureringsplannen kunnen afwijzen die duidelijk geen enkele kans bieden om insolventie van de schuldenaar te voorkomen en de levensvatbaarheid van de onderneming te garanderen.⁹⁴⁴ Dit lijkt op de *feasibility test* uit het Amerikaanse recht.⁹⁴⁵ Zie voor mijn kritiek daarop paragraaf 6.16.5.

9.9.4 *Rechtsmiddelen*

In punt 24 van de Aanbeveling merkt de Commissie op dat alle betrokken schuldeisers het recht zouden moeten krijgen “bezwaar te maken of beroep aan te tekenen tegen het herstructureringsplan. In het belang van de schuldeisers die het herstructureringsplan ondersteunen, zou het beroep niettemin in beginsel de uitvoering van het herstructureringsplan niet mogen schorsen.”

⁹⁴² Punt 18 van de Aanbeveling.

⁹⁴³ Commission Staff Working Document, *Impact Assessment Accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency*, SWD(2014) 62 final, p. 35.

⁹⁴⁴ Punt 23 van haar Aanbeveling.

⁹⁴⁵ Zie hierover nader paragrafen 6.13, 6.16.5 en 8.9.3.2.

Het is onduidelijk wat de Commissie bedoelt met het bezwaar maken tegen het herstructureringsplan (“*appeal against the restructuring plan*”). Bedoelt de Commissie bezwaar maken tegen de homologatie van het plan of beroep instellen tegen de homologatiebeslissing? Dat schuldeisers bezwaren naar voren moeten kunnen brengen tegen de homologatie lijkt mij vanzelfsprekend. Dat schuldeisers beroep kunnen instellen tegen de homologatiebeslissing lijkt mij onwenselijk.

Hoe het ook zij, positief is dat bezwaar de uitvoering van het plan in beginsel niet schorst. Dit is belangrijk om de snelheid en effectiviteit van de procedure te waarborgen.

9.10 Beoordeling

Positief aan de Aanbeveling zijn, puntsgewijs:

- de introductie van een “*light touch*” mechanisme om met *hold-out* crediteuren om te gaan buiten het kader van een meeromvattende formele insolventieprocedure;
- geen algemeen moratorium en geen algemene publiciteit;
- het *debtor-in-possession* model zonder verplichte benoeming van een insolventiefunctionaris;
- de mogelijkheid van een gerichte schorsingsmaatregel op verzoek;
- de korte duur van een mogelijke schorsing;
- de nadruk op vroegtijdig ingrijpen;
- de nadruk op deformalisering, flexibiliteit, efficiëntie en snelheid (beperkte rechterlijke betrokkenheid en geen schorsende werking van appel).

In de Aanbeveling ontbreken een aantal elementen die niet hadden mogen ontbreken. Het meest opvallend is wellicht dat de Aanbeveling met geen enkel woord rept over de positie van de aandeelhouder. De Aanbeveling spreekt uitsluitend over de herstructurering van “schulden” en de binding van “schuldeisers”. De meest *out of the money* partij is echter de aandeelhouder. Die zou dan ook als eerste moeten kunnen worden gebonden, althans krachtens rechterlijke beslissing (zie hierover ook paragraaf 4.1). De *Impact Assessment* en het rapport van INSOL Europe maken evenmin melding van de positie van de aandeelhouder.

Daarnaast had een aanbeveling niet mogen ontbreken dat in geval van insolventie ook anderen dan de schuldenaar de bevoegdheid zouden moeten hebben om een akkoord te aanbieden (zie hierover ook paragraaf 8.3).

Verder zou de Aanbeveling een aanbeveling over overeenkomsten moeten bevatten, in het bijzonder over de buitenwerkingstelling van *ipso facto* en *change of control* bepalingen.⁹⁴⁶

Een belangrijke leemte is dat zinvolle criteria voor *cram down* ontbreken die de aanspraken van leden van een tegenstemmende klasse op de reorganisatiewaarde en een uitkering in contanten bij liquidatie adequaat waarborgen. Zie verder paragrafen 2.6.4 – 2.6.6.2, 3.4.4 – 3.4.7, en 8.9.6 - 8.9.7 hiervoor.

Een gemis is voorts dat de Aanbeveling de instelling van gespecialiseerde insolventierechtbanken niet stimuleert. Zelfs met de best denkbare regels komt van herstructureringen niets terecht zonder rechters die voldoende deskundig en ervaren zijn.

De Aanbeveling heeft een bredere strekking dan alleen de akkoordprocedure zelf. Zij handelt meer algemeen over de herstructurering van bedrijven in financiële moeilijkheden in een vroegtijdig stadium. Daarin had niet mogen ontbreken een aanbeveling over de versoepeling van het ontslagrecht in geval van financiële problemen en de uitschakeling van de regels over overgang van onderneming bij activatransacties in het kader van (pre-)insolventie.

In dit kader is opvallend dat de Europese Commissie lijkt te veronderstellen dat faillissement altijd leidt tot een *piecemeal* verkoop en bedrijfsstaking en dat de continuïteit van de onderneming en waardemaximalisatie alleen kan of moet worden gewaarborgd door (een herstructurering) door middel van een akkoord (een “herstructureringstelsel”). De Europese Commissie lijkt er ten onrechte aan voorbij te gaan dat het waarborgen van de continuïteit van de onderneming en het realiseren van de beschikbare waarde vaak evengoed, en bij kleinere onderneming meestal zelfs beter, plaats kan vinden door middel van een “*going concern*” verkoop van de onderneming in het kader van een liquidatieprocedure (faillissement).^{947 948}

⁹⁴⁶ Zie hierover paragraaf 8.2.7.

⁹⁴⁷ Zie paragrafen 2.7, 3.4.3.1 en 8.13 hiervoor. Zie voorts D.G. Baird, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, 15 J. Legal. Stud. 127 (1986); D.G. Baird and R.K. Rasmussen, *The End of Bankruptcy*, 55

De verwachting is gerechtvaardigd dat, indien een efficiënte liquidatieprocedure beschikbaar is die *going concern* verkopen faciliteert, in het overgrote deel van de gevallen een *going concern* verkoop in het kader van een liquidatieprocedure (nog steeds) de voorkeur zal genieten boven een herstructurering door middel van een akkoord, hoe efficiënt de akkoordprocedure ook is ingericht.

Het is dan ook als een tekortkoming aan te merken dat daar waar de Europese Commissie zich tot doel heeft gesteld om de redding van ondernemingen in financiële moeilijkheden en waarderealisatie te bevorderen zij geen aandacht heeft geschonken aan het verbeteren van de beschikbare liquidatieprocedures en de mogelijkheid om (daarmee) *going concern* verkopen te realiseren. Gelet op het relatieve belang van liquidatieprocedures ten opzichte van herstructureringsprocedures (zeker voor het MKB segment), zou men verwachten dat de Europese Commissie aan het stroomlijnen van de beschikbare liquidatieprocedures en de technieken om *going concern* verkopen te realiseren eerste prioriteit zou hebben gegeven. Dit geldt te meer daar de Europese Commissie vooral het oog heeft op ondernemingen in het MKB segment, terwijl herstructureringsprocedures in beginsel voorbehouden zullen blijven aan grotere ondernemingen. Zie ook paragraaf 8.13 hiervoor. Zowel de Amerikaanse *Chapter 11* regeling als de Engelse *Insolvency Act* waren door hun respectievelijke wetgevers uitsluitend bedoeld om akkoorden tot stand te brengen.⁹⁴⁹ In beide jurisdicties heeft de praktijk echter, met goedkeuring vanuit de rechtspraak, een andere wending genomen en hebben *going concern* activatransacties (in ieder

Stanford Law Review 751 (2002); D.G. Baird, Chapter 11 at Twilight, 56 Stanford Law Review 673 (2003); J.S. Moore and V.P. Slusher, Bankruptcy Code section 363-sales: Trends and Opportunities, Westlaw 2007 nr. 9, Norton Bankr. L. Adviser 2; B. Keach, Chapter 11 at the crossroads, Global Turnaround, November 2009. Zie ook G. Moss, Chapter 11 – an English lawyers critique, *Insolvency Intelligence* 1998, p. 2. Zie ook P. Aghion, O. Hart en J. Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, 1992, NBER, Working Paper No. 4097, p. 3 die eveneens vaststellen dat het verkopen van de onderneming aan een derde (“*sell or liquidate the company*”) veelal de voorkeur zal genieten.

⁹⁴⁸ Zie voorts O. Couwenberg, *Buurmans gras is altijd groener: reflectie op de relatieve efficiëntie van insolventiesystemen*, TvI 2000, p. 127 e.v.; O. Couwenberg, *Reorganisatie-obstakels in faillissement*, *Ondernemingsrecht* 2004/223; O. Couwenberg, *Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence*, *European Journal of Law and Economics* 2001, p. 253-273 en O. Couwenberg, N.E.D. Faber & S.C.J.J. Kortmann, *De Efficiëntie van de Nederlandse Faillissementswet*, *Onderzoekscentrum Onderneming & Recht* 2001, O. Couwenberg and A. de Jong, *Costs and recovery rates in the Dutch liquidation-based bankruptcy system*, *Eur J Law Econ* (2008), 105 - 127 en Couwenberg and S.J. Lubben, *Essential Corporate Bankruptcy Law*, *Eur. Bus. Org. Law. Rev.* (2015), 16:39 – 61.

⁹⁴⁹ Zie wat het Amerikaanse recht betreft o.a. George. W. Kuney, *Misinterpreting Bankruptcy Code Section(f) and Undermining the Chapter 11 Process*, 76 *Am. Bankr. L.J.* 235, 242 n.30 (2002) en wat het Engelse recht betreft HC May 9, 2002 House of Commons Standing Committee B (pt 3) at Columns 548-9. Zie hierover ook N.W.A. Tollenaar, *Rechter-commissarissen van Nederland: geef ons de pre-pack*, TvI 2011/23 par. 4.2 en 5.1.

geval in aantallen) de overhand gekregen.⁹⁵⁰ Dit is een teken aan de wand. De Europese Commissie lijkt hiervoor een blinde vlek te hebben.

Niettemin, beoordeeld louter op de (pre-insolventie) akkoordprocedure die de Europese Commissie voorstaat, is de Aanbeveling per saldo als positief te beoordelen. De Aanbeveling bevat een aantal belangrijke fundamentele beleidskeuzes die het insolventielandschap in de EU ingrijpend zouden kunnen gaan veranderen. De meest fundamentele keuze is misschien wel de keuze om de rechterlijke betrokkenheid en procedurele waarborgen sterk terug te dringen ten gunste van snelheid, eenvoud en efficiëntie. Ik juich deze keuze toe,⁹⁵¹ maar deze keuze stelt wel hoge eisen aan de kwaliteit en integriteit van de spelers. De waarborgen van het systeem zouden dan ook daarop gericht moeten zijn.

10. Beoordeling WCO II op hoofdlijnen

10.1 Algemene kenmerken⁹⁵²

Zoals opgemerkt in de inleiding, heeft het Ministerie van Justitie en Veiligheid op 14 augustus 2014 een voorontwerp van een wetsvoorstel gepubliceerd onder de naam “Wet Continuïteit Ondernemingen II” (het “Voorontwerp”). Het Voorontwerp gaat vergezeld van een concept Memorie van Toelichting (de “Toelichting”).⁹⁵³

Het Voorontwerp voorziet in een gerechtelijk dwangakkoord buiten surseance en faillissement (een pre-insolventieakkoord). De regeling is geïnspireerd door zowel de *Chapter 11* procedure als de Engelse *scheme of arrangement*.⁹⁵⁴ Het

⁹⁵⁰ In Amerika vinden deze *going concern* activatransacties plaats in de vorm van zogenoemde *363 sales* en in England in de vorm van zogenoemde *pre-packs*. (Niet te verwarren met een Amerikaanse *pre-pack* waarmee een akkoord en geen activatransactie wordt bedoeld). Zie voor de opkomst en ontwikkeling van *363 sales* in de Amerikaanse ook paragraaf 2.7 hiervoor. Zie voor de opkomst van *pre-packs* in de Engelse praktijk o.a. N.W.A. Tollenaar, Rechter-commissarissen van Nederland: geef ons de pre-pack, TvI 2011/2.

⁹⁵¹ Zie ook N.W.A. Tollenaar, Materiële crediteurenbescherming: een balans tussen juridische en economische bescherming, TvI 2014/31.

⁹⁵² Zie voor een beschrijving op hoofdlijnen en de aansluiting bij de Aanbevelingen van de Europese Commissie ook E. Schmieman, De aanbeveling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, Ondernemingsrecht 2014/77; M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructureren of voer voor litigation?, in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2015, Kluwer 2015, p. 269 – 288 en A.M. Mennens en P.M. Veder, Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie, NTBR 2015/2.

⁹⁵³ Concept voorstel van wet “Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot het algemeen verbindend verklaren van een buiten faillissement gesloten akkoord ter herstructurering van de schulden (Wet continuïteit ondernemingen II)”, afgekort als “WCO II” te vinden op <http://www.internetconsultatie.nl/wco2>.

⁹⁵⁴ Toelichting p. 7 e.v.

Voorontwerp is een mengeling van deze buitenlandse regelingen en de bestaande Nederlandse regeling met op onderdelen nieuwe inbreng.

Een belangrijke overeenkomst met de *scheme of arrangement* is dat het akkoord tot stand kan worden gebracht buiten het kader van een meeromvattende insolventieprocedure zonder de aanwijzing van een (stille) bewindvoerder of vergelijkbaar figuur.⁹⁵⁵ Het bestuur blijft volledig beschikkingsbevoegd. Dit is een belangrijk voordeel ten opzichte van de huidige akkoordregeling die uitsluitend beschikbaar is binnen surseance of faillissement.

Anders dan de Engelse *scheme of arrangement*, ziet de wetgever het Nederlandse pre-insolventieakkoord als een insolventieprocedure die in de Faillissementswet thuishoort en als een insolventieprocedure in de zin van de Europese Insolventieverordening (EC 1346/2000) zal hebben te gelden (de "Insolventieverordening").⁹⁵⁶ De Engelse *scheme of arrangement* wordt thans niet gezien als een insolventieprocedure maar een vennootschapsrechtelijke procedure die buiten de Insolventieverordening valt.⁹⁵⁷

Het akkoord zal in principe alle categorieën van participanten in de kapitaalstructuur kunnen binden, waaronder aandeelhouders, concurrente crediteuren, preferente crediteuren en gecureerde crediteuren.⁹⁵⁸ Dit is eveneens een majeure verbetering ten opzichte van de huidige akkoordregeling.

Net zoals bij een Engelse *scheme of arrangement* is de aanbieder vrij te bepalen tot wie het akkoord zich richt.⁹⁵⁹ Crediteuren wier rechten als gevolg van het akkoord geen wijziging ondergaan, hoeven bij het akkoord niet te worden betrokken. Het akkoord kan daarmee worden toegespitst op de relevante partijen. Daaraan hoeft geen bredere ruchtbaarheid te worden gegeven dan nodig.

De rechterlijke betrokkenheid bij de totstandkoming van het akkoord is relatief beperkt. Rechterlijke betrokkenheid is niet nodig voor de inleiding van de procedure, de bevoegdheid tot aanbidding van een akkoord of voor de verschaffing van informatie of andere handelingen van de schuldenaar. Betrokkenheid van de rechter

⁹⁵⁵ Toelichting p. 2 en 13.

⁹⁵⁶ Artikel 383 (genummerd als 384 in de consultatieversie) Voorontwerp en Toelichting p. 79.

⁹⁵⁷ Zie ook paragraaf 7.1.

⁹⁵⁸ Toelichting p. 14.

⁹⁵⁹ Toelichting p. 13.

is in principe ook niet nodig in het kader van de stemming. De rechter is in beginsel alleen nodig om een aangenomen akkoord algemeen verbindend te verklaren. Deze bescheiden rechterlijke betrokkenheid, die onder meer voortvloeit uit de omstandigheid dat het akkoord buiten formele insolventie tot stand komt, steekt gunstig af bij de volledig door de rechter gedomineerde (“*court driven*”) *Chapter 11* procedure die binnen het formele kader van een Amerikaanse insolventieprocedure plaatsvindt.

Het judiciële karakter van de *Chapter 11* procedure schijnt door in de regeling van het Voorontwerp bij de algemeen verbindend verklaring (homologatie) van het akkoord. Volgens het Voorontwerp zal de rechter het akkoord ook kunnen opleggen aan klassen die hebben tegengestemd (*cram down*) en daarbij tegenstemmende *in the money* klassen van crediteuren kunnen dwingen door te financieren.⁹⁶⁰ Dit wijkt af van de Engelse regeling en sluit meer aan bij de Amerikaanse regeling. Het Voorontwerp geeft de rechter daarbij vage open normen om aan te toetsen, wat de rechter grote beoordelingsvrijheid laat.

Omdat de akkoordregeling in het Voorontwerp aanzienlijk bruikbaar lijkt dan de gemankeerde akkoordregeling die de wet thans kent, zou deze nieuwe regeling de bestaande akkoordregeling in surseance en faillissement moeten vervangen of op zijn minst ook in surseance en faillissement beschikbaar moeten zijn.⁹⁶¹

10.2 De procedure op hoofdlijnen

De procedure is samengevat als volgt. Bevoegd tot het aanbieden van een akkoord is ten eerste de vennootschap.⁹⁶² In dat geval geldt geen financiële toegangsdrempel. Onder omstandigheden heeft ook een schuldeiser het recht om een akkoord aan te bieden. In dat geval geldt de eis dat de schuldeiser moet voorzien dat de schuldenaar met het betalen van zijn opeisbare schulden niet zal kunnen voortgaan.⁹⁶³

⁹⁶⁰ Artikel 373 lid 2 Voorontwerp.

⁹⁶¹ Zie ook de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 2.

⁹⁶² Volgens artikel 368 lid 1 van het Voorontwerp is een rechtspersoon, dan wel een natuurlijk persoon die al dan niet in samenwerking met een of meer andere natuurlijke dan wel rechtspersonen een zelfstandig beroep of bedrijf uitoefent, bevoegd een akkoord aan te bieden. Ik zal de schuldenaar gemakshalve steeds aanduiden als “de schuldenaar” of “de vennootschap”.

⁹⁶³ Artikel 368 lid 2 Voortontwerp.

De aanbieder kan het akkoord aanbieden en daartoe een stemming organiseren zonder rechterlijke tussenkomst. Indien het akkoord zich richt tot crediteuren met verschillende juridische posities, stemmen de crediteuren in klassen en moet de aanbieder de crediteuren voor de stemming in aparte klassen onderbrengen.⁹⁶⁴ De aanbieder bepaalt in beginsel zelf wanneer de stemming plaats zal vinden, hoe de klassen worden samengesteld, of en hoe crediteuren hun vorderingen moeten indienen en hoe de stemprocedure eruit ziet.

Indien gewenst kan de rechter-commissaris worden verzocht zich uit te laten over de waardering van vorderingen, de juistheid van de klassenindeling, de deugdelijkheid van de voorgestelde stemprocedure en de vraag of voldoende informatie is verstrekt.⁹⁶⁵ De uitlating van de rechter-commissaris over een van deze onderwerpen is louter indicatief. De rechtbank is in het kader van de beoordeling van een verzoek tot algemeen verbindend verklaring aan deze uitlatingen van de rechter-commissaris niet gebonden. Bij een geschil over toelating tot de stemming bepaalt de rechter-commissaris of en tot welk bedrag een crediteur tot de stemming wordt toegelaten.⁹⁶⁶ Deze beslissing is wel bindend. Indien een uitlating of beslissing van de rechter-commissaris wordt gevraagd, vindt daartoe een mondelinge behandeling plaats.⁹⁶⁷

De vergadering waarop over het akkoord wordt gestemd, vindt plaats op een door de aanbieder te bepalen tijdstip, op een door de aanbieder bepaalde wijze (fysiek of elektronisch) en onder de regie van een door de aanbieder te bepalen voorzitter.⁹⁶⁸ Na de vergadering maakt de aanbieder zelf een verslag op van de uitslag van de stemming.⁹⁶⁹

Het akkoord is aangenomen indien alle klassen vóór hebben gestemd.⁹⁷⁰ Een klasse heeft voorgestemd, indien de gewone meerderheid van de crediteuren die aan de stemming heeft deelgenomen vóór heeft gestemd en deze meerderheid tenminste twee derde van het bedrag aan vorderingen vertegenwoordigt van de crediteuren die aan de stemming hebben deelgenomen.⁹⁷¹

⁹⁶⁴ Artikel 369 en 370 Voorontwerp.

⁹⁶⁵ Artikel 371 lid 1 Voorontwerp.

⁹⁶⁶ Artikel 371 lid 2 Voorontwerp.

⁹⁶⁷ Artikel 371 lid 3 Voorontwerp.

⁹⁶⁸ Artikel 370 lid 2 Voorontwerp.

⁹⁶⁹ Artikel 372 lid 5 Voorontwerp.

⁹⁷⁰ Artikel 372 lid 2 Voorontwerp.

⁹⁷¹ Artikel 372 lid 3 Voorontwerp.

De aanbieder kan de rechtbank vervolgens verzoeken het akkoord algemeen verbindend te verklaren. Indien alle klassen vóór hebben gestemd, moet de rechter het akkoord in beginsel algemeen verbindend verklaren, tenzij (onder meer) de belangen van één of meer crediteuren “onevenredig worden geschaad” of “andere zwaarwegende redenen” zich daartegen verzetten.⁹⁷² Indien niet alle klassen vóór hebben gestemd, kan de rechter het akkoord niettemin algemeen verbindend verklaren indien de rechtbank van mening is dat tegenstemmende klassen “niet in redelijkheid tot dat stemgedrag hebben kunnen komen” (tenzij zich een uitzonderingsgrond voordoet).⁹⁷³

Tegen de beslissing tot algemeen verbindend verklaring staat hoger beroep en cassatie open.⁹⁷⁴ Het akkoord treedt niet in werking, en kan niet worden uitgevoerd, dan nadat de beslissing tot algemeen verbindend verklaring in kracht van gewijsde is gegaan.⁹⁷⁵

De procedure oogt eenvoudig en compact (op de mogelijkheid van hoger beroep en cassatie na) en biedt een grote mate van flexibiliteit.

10.3 Voorlopige voorzieningen

Omdat het pre-insolventieakkoord buiten een formele meeromvattende insolventieprocedure tot stand komt, treedt geen algemeen moratorium in werking dat crediteuren verhindert conservatoire of executoriale maatregelen te treffen of hun goederen of zekerheden op te eisen of uit te winnen. Een algemeen moratorium, met werking tegen een ieder, is ook niet nodig of wenselijk en niet goed denkbaar zonder de brede publiciteit die bij een algemene insolventieprocedure hoort.⁹⁷⁶ Het moratorium van de huidige surseance zou in veel gevallen overigens geen soelaas bieden, omdat het geen werking heeft tegen gecureerde of preferente crediteuren.

Hoewel het om publicitaire redenen niet wenselijk is om een algemeen breed moratorium automatisch van toepassing te laten zijn, is er wel behoefte aan

⁹⁷² Artikel 373 lid 1 jo. lid 3 Voorontwerp.

⁹⁷³ Artikel 373 lid 2 Voorontwerp.

⁹⁷⁴ Artikel 379 en 380 Voorontwerp.

⁹⁷⁵ Artikel 381 lid 1 Voorontwerp.

⁹⁷⁶ Zie ook paragraaf 8.2.5 hiervoor.

voorzieningen op maat om te verhinderen dat individuele crediteuren het proces kunnen frustreren en/of “*hold-out*” posities voor zichzelf kunnen creëren.

Het Voorontwerp voorziet in de mogelijkheid om een verzoek tot faillietverklaring van de schuldenaar aan te houden, indien de schuldenaar een pre-insolventieakkoord heeft aangeboden. Deze mogelijkheid is nuttig. Een bespreking van de wijze waarop het Voorontwerp dit verder uitwerkt, zou vooral van wetstechnische aard zijn en laat ik daarom achterwege.⁹⁷⁷

Artikel 3c lid 4 van het Voorontwerp lijkt op het eerste oog de mogelijkheid te bieden om specifieke voorzieningen op maat tegen bepaalde crediteuren te kunnen treffen. Het artikel bepaalt: “In geval van een schorsing als bedoeld in het eerste en tweede lid kan de rechtbank de voorzieningen treffen die zij ter beveiliging van de belangen van de schuldenaar of de schuldeisers nodig oordeelt.” Met “een schorsing” wordt een schorsing van een faillissementsaanvraag bedoeld. Opvallend en onwenselijk is dat een voorziening op grond van deze bepaling uitsluitend beschikbaar is, indien de rechter een faillissementsverzoek heeft geschorst.⁹⁷⁸ Behoeftte aan een voorziening kan ook bestaan indien geen faillissementsverzoek wordt ingediend (maar een individuele verhaalsmaatregel wordt getroffen) en schorsing van een faillissementsverzoek om die reden niet aan de orde is. De Memorie van Toelichting bevat geen verklaring voor de koppeling van de bevoegdheid van de rechter om voorzieningen te treffen aan de schorsing van een faillissementsaanvraag.

Uit de Toelichting blijkt dat de mogelijkheid om voorzieningen te treffen niet is ingegeven door de wens om individuele verhaalsmaatregelen van bepaalde crediteuren te kunnen schorsen, maar vooral is ingegeven door de wens om te kunnen verhinderen dat de schuldenaar acties verricht die de schuldeisers zouden kunnen benadelen, zoals uitkeringen aan aandeelhouders of selectieve betalingen.⁹⁷⁹ De bewoordingen van de bepaling zijn echter ruim en sluiten het treffen van specifieke tot individuele crediteuren gerichte “afkoelingsmaatregelen” niet uit. Geheel duidelijk is dit echter niet.⁹⁸⁰

⁹⁷⁷ Zie hierover nader o.a. M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation?, in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2015, Kluwer, 2015, p. 269 – 288.

⁹⁷⁸ Zie ook A.M. Mennens en P.M. Veder, Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie, NTBR 2015/2, par. 4.2.2. en M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation?, in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2015, Kluwer, 2015, p. 275.

⁹⁷⁹ Toelichting, p. 30.

⁹⁸⁰ Zie ook M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation?, in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2015, Kluwer, 2015, p. 275.

Het nadeel van individuele schorsingsmaatregelen die de rechter op verzoek kan gelasten ten opzichte van een moratorium dat van rechtswege intreedt, is dat de schuldenaar niet op voorhand zekerheid heeft dat hij de vereiste voorzieningen wel zal krijgen.⁹⁸¹ Deze zekerheid heeft de schuldenaar nodig om aan lopende contracten uitvoering te kunnen geven en noodzakelijke nieuwe verplichtingen te kunnen aangaan (indien hij niet in staat is tijdig daartoe een noodkrediet aan te trekken).⁹⁸²

Het criterium dat het Voorontwerp hanteert voor het schorsen van een faillissementsverzoek spreekt daarom aan: het enkele feit dat een akkoord is aangeboden, is in beginsel al voldoende om de schorsingsmaatregel te treffen, tenzij ... (er gegronde redenen bestaan om aan te nemen dat het akkoord zal worden verworpen). Deze “ja, tenzij...” formulering geeft de schuldenaar het vertrouwen dat hij een gevraagde voorziening als uitgangspunt zal verkrijgen. Dit lijkt zelfs meer voorspelbaarheid en zekerheid te bieden dan het criterium dat de Engelse rechter in de *Vinashin* zaak hanteerde als grond om een *stay* tegen een individuele crediteur af te kondigen, namelijk dat het akkoord “een redelijke kans op succes” heeft (“*a reasonable prospect of the scheme going ahead*”).^{983 984}

De bevoegdheid zou moeten bestaan om ook individuele verhaalsacties van crediteuren op deze grond te schorsen.⁹⁸⁵ Verder zou de regeling uitdrukkelijk moeten bepalen dat de rechter een schorsing slechts voor beperkte duur mag verlenen (bijvoorbeeld 2 – 4 maanden afhankelijk van de aard en omvang van de zaak) om het risico van misbruik te verkleinen en te voorkomen dat crediteuren langer dan nodig in de uitoefening van hun rechten worden beperkt (zie ook paragrafen 6.16.2 en 8.2.5).

10.4 Beëindiging van lopende overeenkomsten

⁹⁸¹ Zie in dit verband ook de consultatiereactie van INSOLAD, 13 november 2014, p. 4.

⁹⁸² Zie ook paragrafen 8.2.5 - 8.2.6 en 8.2.8 hiervoor.

⁹⁸³ *Bluecrest Mercantile BV v Vietnam Shipbuilding Industry Group* [2013] EWHC 1146 (Comm).

⁹⁸⁴ Zie in dit verband ook Europese Commissie, Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final, aanbeveling 11 waarin de Europese Commissie een facultatief moratorium aanbeveelt dat de rechter kan uitspreken indien een significant deel van de crediteuren (in bedrag) onderhandelingen over een akkoord ondersteunen en een akkoord een “redelijke kans heeft te worden uitgevoerd”.

⁹⁸⁵ Zie in dezelfde zin de consultatiereactie van De Brauw Blackstone Westbroek, 15 december 2014, p. 10; zie in dit verband ook M.L. Lennarts, *De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation?* in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation*, Kluwer, 2015, p. 275 – 276.

Met de formulering “ter herstructurering van zijn schulden” in artikel 368 lid 1 van het Voorontwerp beoogt het Voorontwerp volgens de Toelichting aan te geven dat het akkoord niet alleen kan voorzien in de herstructurering van bestaande schulden, maar ook kan voorzien in de aanpassing of beëindiging van toekomstige verplichtingen uit bestaande contracten.⁹⁸⁶ Daarbij denkt de wetgever onder meer aan de aanpassing of beëindiging van huurcontracten en de neerwaartse aanpassing van renteverplichtingen uit een kredietovereenkomst.⁹⁸⁷

Artikel 373 lid 4 bepaalt dat, indien de algemeen verbindend verklaring de wijziging van een bestaande overeenkomst tot gevolg heeft, de wederpartij de mogelijkheid heeft de overeenkomst te beëindigen. De wederpartij kan derhalve – terecht en vanzelfsprekend – niet worden gedwongen om prestaties te blijven leveren tegen aangepaste voorwaarden. De slotzin van artikel 373 lid 4 bepaalt dat de rechtbank op verzoek van de schuldenaar nadere voorwaarden aan de beëindiging kan stellen. De bedoeling hiervan is kennelijk dat de rechter een redelijke termijn voor de beëindiging kan stellen, zodat de schuldenaar gelegenheid heeft een alternatief te vinden.

De intentie van het Voorontwerp om de mogelijkheid te creëren “wurgcontracten” aan te passen of te beëindigen, valt toe te juichen.⁹⁸⁸ De regeling in het Voorontwerp is echter onvoldoende uitgewerkt. Het is de moeite waard om te onderzoeken hoe dit instrument goed zou zijn vorm te geven. Een eerste aanzet is gegeven in paragraaf 8.2.8 hiervoor.

Het Voorontwerp regelt niet uitdrukkelijk wat de verdere gevolgen van de aanpassing of beëindiging van een overeenkomst zouden zijn. Een noodzakelijk gevolg van de aanpassing of beëindiging zou moeten zijn dat de wederpartij een concurrente vordering verkrijgt ter grootte van de volledige (bestaande en toekomstige) schade die zij als gevolg van de aanpassing of beëindiging lijdt, ook als de wederpartij naar aanleiding van de voorgestelde aanpassing zelf tot

⁹⁸⁶ Zie kritisch hierover o.a. A.M. Mennens en P.M. Veder, *Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie*, NTBR 2015/2, par. 4.2.3.

⁹⁸⁷ Toelichting, p. 45.

⁹⁸⁸ Zie in dit verband ook B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispen, *Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord*, in: “Overeenkomsten en insolventie”, red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt, Kluwer, 2012, p. 323 en R. J. van Galen, *Knelpunten in ons insolventierecht*, Ondernemingsrecht 2014/81 en R.J. van Galen, *De surseance als echte reorganisatieprocedure*, TvI 2015/23.

beëindiging overgaat.⁹⁸⁹ Het Voorontwerp voorziet hier niet met zoveel woorden in. Het Voorontwerp bepaalt evenmin hoe de omvang van de toe te kennen schadevordering in geval van een geschil zou moeten worden vastgesteld. Zie hierover nader paragrafen 8.2.8.4 en 8.10.

De toe kennen concurrente schadevordering, die in beginsel direct opeisbaar zou zijn, zou vervolgens moeten kunnen worden “meegenomen” in het akkoord. Indien onvoldoende liquide middelen beschikbaar zijn om de vordering onmiddellijk te voldoen, zou het akkoord de termijn van betaling uit kunnen stellen of de vordering kunnen omzetten in aandelen of andere instrumenten. Is er onvoldoende waarde beschikbaar om vorderingen met concurrente status (geheel) te voldoen, dan zou het akkoord de aanspraak kunnen reduceren of geheel elimineren. De omvang van de initiële schadevergoedingsvordering (voordat het akkoord deze eventueel converteert of reduceert) is van belang, omdat deze medebepalend is voor het relatieve aandeel dat de contractant als concurrent schuldeiser in de beschikbare waarde heeft en ook bepalend is voor het stemrecht van de betrokken partij.

De veronderstelling van het Voorontwerp is kennelijk dat de voorgestelde contractsbeëindiging of –aanpassing een onderdeel vormt van het akkoord en dat daarover wordt gestemd.⁹⁹⁰ Hiervoor in paragraaf 8.2.8.3 heb ik toegelicht dat contractsbeëindiging geen onderwerp is waarover bij stemming kan worden beslist, maar een bevoegdheid is die aan de aanbieder van het akkoord zou moeten toekomen. Onderwerp van akkoordbesluitvorming zou mogelijk kunnen zijn de vaststelling van de omvang van de concurrente schadevergoeding die als gevolg van de contractsbeëindiging ontstaat en zou in ieder geval zijn de wijze van behandeling van de toegekende concurrente schadevordering onder het akkoord. Zie verder paragraaf 8.2.8 hiervoor.

10.5 Arbeidsovereenkomsten

De regeling in het Voorontwerp is niet van toepassing op arbeidsovereenkomsten. Artikel 368 lid 9 van het Voorontwerp bepaalt: “het in deze afdeling bepaalde is niet van toepassing ten aanzien van verplichtingen van de schuldenaar die voortvloeien

⁹⁸⁹ Zie ook hiervoor paragraaf 8.2.9 (ii). Zie in vergelijkbare zin de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 18.

⁹⁹⁰ Zie ook M.L. Lennarts, *De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation?* in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation*, Kluwer, 2015, p. 278.

uit ten tijde van het aanbieden van het akkoord bestaande arbeidsovereenkomsten in de zin van artikel 610 van Boek 7 van het Burgerlijk Wetboek.”

De reikwijdte van deze uitzondering is op grond van de tekst van de bepaling niet geheel duidelijk. De Toelichting verduidelijkt dat de strekking van de bepaling is dat “het akkoord niet de wijziging van een arbeidsovereenkomst kan inhouden”. De bepaling zondert arbeidsovereenkomsten dus uit van de mogelijkheid overeenkomsten te beëindigen of aan te passen.

De keuze van de wetgever om dit politieke hangijzer te omzeilen en het wetsvoorstel er niet stuk op te laten lopen, is te begrijpen. Voor het politieke taboe rondom dit thema valt echter weinig begrip op te brengen. Ontslagbescherming van werknemers van een gezonde onderneming is een sociaal thema waar men verschillend over kan denken. De situatie bij een onderneming die in continuïteitsgevaar verkeert, is hiermee niet te vergelijken. De mogelijkheid arbeidsovereenkomsten te kunnen beëindigen of aan te passen bij een onderneming in continuïteitsgevaar is geen politieke kwestie, althans behoort dat niet te zijn, maar simpelweg een rationele noodzaak die is ingegeven door de financiële werkelijkheid en die juist het behoud van zoveel mogelijk werkgelegenheid dient.⁹⁹¹

Wat volgens de letterlijke tekst van de bepaling niet, maar volgens de Toelichting wel mogelijk lijkt, en wat in ieder geval mogelijk zou moeten zijn, is dat een vennootschap de akkoordregeling in het Voorontwerp gebruikt om de afvloeiingsverplichtingen die voortvloeien uit een gewone, regelmatige personeelsreorganisatie buiten faillissement te herstructureren. Financiële onmacht om de reorganisatielasten te betalen, hoeft dan geen beletsel te zijn om de noodzakelijke reorganisatie buiten faillissement door te voeren. De vennootschap in financieel zwaar weer kan dan een personeelsreductie op de gewone wijze buiten faillissement doorvoeren met een afvloeiingsregeling of een sociaal plan van de gebruikelijke omvang buiten faillissement, waarbij de vennootschap duidelijk maakt

⁹⁹¹ Zie als voorstanders van de mogelijkheid om in het kader van een akkoord arbeidsovereenkomsten te kunnen aanpassen ook B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispen, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in: “Overeenkomsten en insolventie”, red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt, Kluwer, 2012, p. 323; R.J. van Galen, Knelpunten in ons insolventierecht, Ondernemingsrecht 2014/81 en Ph.W. Schreurs, Denkbare verbeteringen in de positie van werknemers bij bedrijven in moeilijkheden en de Wet Continuïteit Ondernemingen II, Ondernemingsrecht 2016/34. Schreurs stelt voor artikel 368, lid 9 van het Voorontwerp te schrappen.

dat zij niet in staat is de afvloeiingsregeling of het sociaal plan te betalen of te financieren en direct bij wijze van akkoord voorstelt om de verplichtingen te herstructureren in een vorm die wel binnen de maximale financiële mogelijkheden past. De verplichtingen worden daarbij ingedeeld in een klasse met de toepasselijke preferente status. Aldus verkrijgen de afgevloeiende werknemers een bevoorrechte aanspraak op de beschikbare waarde die wordt vastgesteld aan de hand van de volledige afvloeiingsvergoeding waar zij buiten faillissement recht op hebben. Kampt de vennootschap slechts met een tekort aan liquiditeit om de afvloeiingsregeling direct te voldoen, dan kan het akkoordvoorstel alleen uitstel van betaling inhouden en hebben de afgevloeiende werknemers het perspectief dat hun afvloeiingsvergoeding uiteindelijk geheel wordt voldaan. Is onvoldoende waarde beschikbaar om de afvloeiingsverplichtingen volledig te kunnen voldoen, dan zal het akkoordvoorstel in beginsel ook een reductie van de afvloeiingsverplichtingen inhouden. Meer zit er aan waarde dan simpelweg niet in het vat. De afgevloeiende werknemers hebben dan het maximaal haalbare gekregen.

De mogelijkheid om personele reorganisatieverplichtingen die zijn gebaseerd op het arbeidsrecht zoals dat geldt buiten surseance en faillissement, mee te nemen in een pre-insolventieakkoord, zou de grote kloof tussen de bescherming van werknemers binnen en buiten faillissement overbruggen en de rechtsbescherming van werknemers aanzienlijk verbeteren. Het enkele feit dat een onderneming de reorganisatielasten buiten faillissement niet kan betalen of financieren, vormt dan niet langer een legitieme reden om te reorganiseren door middel van faillissement. Heeft de vennootschap niet eerst geprobeerd om op reguliere wijze te reorganiseren en de daaruit voortvloeiende reorganisatielasten te herstructureren door middel van een pre-insolventieakkoord (waarbij de werknemers in beginsel een maximale aanspraak op de beschikbare waarde hebben), dan zal een reorganisatie door middel van faillissement eerder misbruik opleveren.

Kortom, het verdient aanbeveling de tekst van artikel 368 lid 9 van het Voorontwerp zo aan te passen dat duidelijk is dat de uitzondering voor arbeidsovereenkomsten slechts belet dat een akkoord wordt gebruikt om arbeidsovereenkomsten aan te passen of te beëindigen, maar niet belet dat het akkoord wordt gebruikt om de afvloeiingsverplichtingen te herstructureren die uit een reguliere personele reorganisatie (sociaal plan) buiten faillissement voortvloeien.

10.6 Huurovereenkomsten

De contractbeëindigingsmogelijkheid in het Voorontwerp geeft de schuldenaar een recht dat de curator of bewindvoerder op grond van artikelen 37 of 236 Fw, zoals deze naar aanleiding van het Berzona arrest⁹⁹² moeten worden uitgelegd, niet heeft. Op grond van artikel 37 Fw heeft de curator de mogelijkheid om een overeenkomst wel of niet gestand te doen, maar heeft hij niet het recht om de overeenkomst te ontbinden of anderszins te beëindigen. Indien de curator de overeenkomst niet gestand doet, blijft de overeenkomst in beginsel bestaan. Bestaat de prestatie van de schuldenaar niet uit een actieve prestatie maar uit een dulden (bijvoorbeeld dulden dat de contractspartij een tot de boedel behorend goed gebruikt), dan kan de wederpartij de passieve prestatie van de schuldenaar blijven genieten als voorheen. De curator heeft niet de mogelijkheid om actief aan dat genot een einde te maken (actief wanprestatie te plegen). Dit levert een inconsistentie op met het systeem van insolventie.⁹⁹³ Anders dan in principe het geval zou moeten zijn, wordt de obligatoire aanspraak van de contractspartij op een prestatie die bestaat uit iets anders dan betaling van een geldsom (verschaffing van huurgenot) niet omgezet in een concurrente geldvordering die hetzelfde lot deelt als andere concurrente vorderingen. De huurder kan als concurrente crediteur bij wijze van uitzondering zijn obligatoire aanspraak onverkort blijven genieten als voorheen met voorbijgaan van andere concurrente crediteuren.

Is de schuldenaar eigenaar en verhuurder van een onroerend goed en is de contante waarde van de huurstream lager dan de marktwaarde, dan zou de schuldenaar in het kader van een pre-insolventieakkoord, anders dan de curator op grond van 37 Fw, de huurovereenkomst in beginsel kunnen beëindigen. De schuldenaar is dan in staat de volle waarde van het goed ten behoeve van alle crediteuren te realiseren. De voormalige huurder verkrijgt een vordering tot schadevergoeding met concurrente status voor het verlies van zijn voordelige huurcontract. Dit is consistent met de principes van insolventie. De waarde die is gerealiseerd vrij van de waarde drukkende huurovereenkomst, kan gelijkelijk onder alle concurrente schuldeisers worden verdeeld, waaronder de voormalig huurder.⁹⁹⁴ De vraag hoe dit zich verhoudt tot het huurbeschermingsrecht laat ik hier rusten.

⁹⁹² HR 11 juli 2014, NJ 2014/407 (ABN AMRO / Berzona) m.nt. F.M.J. Verstijlen.

⁹⁹³ Zie in dit verband ook T.H. Jackson, *The Logics and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge MA: Harvard University Press 1986, p. 108 e.v.

⁹⁹⁴ Ik laat in deze analyse buiten beschouwing de mogelijkheid dat de huurder zijn schadevordering op het pand met preferente status kan verhalen met inroeping van het recht van retentie. Voor het principe maakt dit echter niet uit.

10.7 *Ipsa facto* en *change of control* bepalingen

Veel contracten bevatten een standaardbepaling die het contract van rechtswege doet eindigen of de wederpartij de mogelijkheid geeft het contract te beëindigen in geval van insolventie of indien de schuldenaar aan zijn crediteuren al dan niet buiten insolventie een akkoord aanbiedt (*ipsa facto* bepalingen). Voor zover het pre-insolventieakkoord waarin het Voorontwerp voorziet niet onder de bewoordingen van een dergelijke bepaling zou vallen, valt te verwachten dat dit soort bepalingen in de toekomst zullen worden uitgebreid om ook het aanbieden van een pre-insolventieakkoord onder de reikwijdte te brengen.

Het is onwenselijk dat het enkele feit dat een pre-insolventieakkoord wordt aangeboden, essentiële contracten van rechtswege doet vervallen of opzegbaar maakt en de noodzakelijke herstructurering om die reden op voorhand gedoemd is te mislukken.

Hetzelfde geldt voor zogenaamde "*change of control*" bepalingen. Dit soort bepalingen voorzien in de beëindiging van de overeenkomst of maken deze opzegbaar in het geval dat bij de schuldenaar een zeggenschapswijziging optreedt (doordat een controlerend aandelenbelang in andere handen komt). In het kader van een herstructurering zal het vaak voorkomen dat de zittende *out of the money* aandeelhouders plaatsmaken voor *in the money* crediteuren als gevolg waarvan een zeggenschapswijziging optreedt die een toepasselijke *change of control* bepaling in werking zou kunnen doen treden.

De regeling in het Voorontwerp zou moeten worden uitgebreid met een voorziening die *ipsa facto* en *change of control* bepalingen als hoofdregel buiten werking stelt.⁹⁹⁵ *Ipsa facto* bepalingen verliezen ook in *Chapter 11* hun werking. Zoals uiteengezet in paragraaf 8.2.7 hiervoor zou, in afwijking van het Amerikaanse recht, de wederpartij de mogelijkheid moeten hebben om zich binnen een korte termijn tegen de buitenwerkingstelling van een *change of control* bepaling te verzetten indien zij

⁹⁹⁵ Zie paragraaf 8.2.7 hiervoor. Zie in vergelijkbare zin de consultatiereactie van De Brauw Blackstone Westbroek, 15 december 2014, p. 16. Zie in dit verband ook F.M.J. Verstijlen, De betrekkelijke continuïteit van het contract binnen faillissement, in: W.M.J. van Andel en F.M.J. Verstijlen, Materieel faillissementsrecht: de Peeters/Gatzen-vordering en de overeenkomst binnen faillissement (preadvies Vereniging van Burgerlijk Recht), Kluwer, 2006, p. 144 – 160 en T.T. van Zanten, De overeenkomst in het insolventierecht, diss. Groningen 2012, Kluwer, 2012, hoofdstuk 7.

aannemelijk kan maken dat er als gevolg van de zeggenschapswijziging een zwaarwegend bezwaar tegen voortzetting van de overeenkomst bestaat. Een definitieve beslissing hierover zou de schuldenaar snel moeten kunnen verkrijgen. Onduidelijkheid over het voortbestaan van een essentieel contract kan een herstructurering doen stranden.

10.8 Werking ten behoeve van borgen en andere derden

Naar huidig recht is het uitgangspunt dat een akkoord niet kan voorzien in de wijziging van rechten van schuldeisers tegen derden.⁹⁹⁶

Uit artikel 368 lid 3 van het Voorontwerp blijkt dat het pre-insolventieakkoord ook werking kan hebben op vorderingen tegen borgen, medeschuldenaren en garantiegevers van de schuldenaar (die ik hierna gemakshalve gezamenlijk aanduid als de medeschuldenaren van de schuldenaar). Het artikellid bepaalt dat de rechten van schuldeisers tegen medeschuldenaren ongewijzigd blijven, “tenzij het akkoord anders bepaalt.” Dit hoeft niet op bezwaren te stuiten (zie ook paragraaf 8.11).

Opvallend is dat het Voorontwerp de mogelijke werking van het akkoord op rechten tegen derden beperkt tot borgen, medeschuldenaren en garantiegevers. Volgens de Toelichting is het ook mogelijk partijen die “zakelijke zekerheid” hebben verschaft bij het akkoord te betrekken. De mogelijkheden die artikel 368 lid 3 van het Voorontwerp beoogt te bieden, lijken daarom ruimer dan de tekst suggereert.

Het is niet duidelijk of het onder de regeling in het Voorontwerp mogelijk is om het akkoord te laten voorzien in de wijziging van rechten tegen andere derden. Dat zou in ieder geval wenselijk zijn. Denk daarbij bijvoorbeeld aan bestuurders, commissarissen en andere betrokkenen. Aan de mogelijkheid om aan dergelijke partijen in het kader van het akkoord kwijting te verlenen blijkt in de praktijk behoefte te bestaan en het opnemen van dergelijke *release clauses* is internationaal gebruikelijk.⁹⁹⁷ Ook in Nederland zijn dergelijke *release clauses* niet ongebruikelijk en worden akkoorden met dit soort bepalingen gehomologeerd.⁹⁹⁸ De *release*

⁹⁹⁶ Artikel 160 Fw. Zie voor een pleidooi voor de mogelijkheid om het akkoord ook in te kunnen zetten tegen schuldeisers van anderen dan de schuldenaar R.M. Hermans en R. Vriesendorp, Het dwangakkoord in het insolventierecht: vrijheid in gebondenheid, TvI 2014/10.

⁹⁹⁷ Zie hierover bijvoorbeeld ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2014, p. 250 – 256.

⁹⁹⁸ Rb. Utrecht 6 april 1995, rekestnummer 03.03.671/94, zie hierover A.D.W. Soedira, Het akkoord, diss. Nijmegen, Kluwer, 2011, p. 93 en A.D.W. Soedira, De inhoud van het akkoord, in: De curator, een octopus,

clause in het akkoord van Lehman Brothers Treasury B.V. voorziet bijvoorbeeld in een *release* van potentiële aansprakelijkheidsclaims tegen onder meer: “*LBT, its current and future directors, the Liquidators, the Bankruptcy Trustees, Stichting, the current and future directors or liquidators of Stichting, Houthoff Buruma Coöperatief U.A. and its affiliates as well as their respective present or former partners [and] employees (...) as well as any advisor (...) engaged or hired by and of the aforementioned entities (...) included but not limited to PricewaterhouseCoopers Accountants N.V. and (...) the Consent Agent [and] the Distribution Agent.*”

Om dit soort *releases* waar meestal geen tastbare vergoeding tegenover staat onder de werking van het dwangakkoord te kunnen brengen, moet men bereid zijn af te zien van de (analoog op de derde toe te passen) eis dat de derde informatie over zijn financiële positie verschaft en dat de schuldeisers onder het akkoord voor hun (potentiële) vordering op de derde minimaal ontvangen wat zij naar verwachting aan waarde uit het vermogen van de betrokken derde zouden kunnen realiseren. Met andere woorden, men moet bereid zijn voor mogelijk te houden dat het akkoord van schuldeisers verlangt dat zij zonder informatie afstand doen van potentiële vorderingen op derden die geheel of gedeeltelijk verhaalbaar zouden kunnen zijn (indien existent). In het kader van de herziening van *Chapter 11* adviseert de ABI om uitdrukkelijk in de wet op te nemen dat dit soort “*exculpatory clauses*” toegelaten en voor *confirmation* vatbaar zijn.⁹⁹⁹ Zie in dit verband voorts paragraaf 8.11 hiervoor.

10.9 Informatieverschaffing

De huidige Faillissementswet bevat geen bepaling die informatieverstrekking bij de aanbieder van een akkoord uitdrukkelijk voorschrijft. Dit is ook niet nodig omdat de schuldenaar op natuurlijke wijze genoodzaakt is informatie aan zijn schuldeisers te verstrekken om hun instemming te verkrijgen. Mij is niet bekend dat het huidige Nederlandse recht op dit punt onvoldoende functioneert.

Artikel 370 van het Voorontwerp bevat een gedetailleerde lijst van alle informatie die de aanbieder bij het akkoord dient te voegen. Deze imperatieve lijst beperkt de

Serie Onderneming en Recht, deel 6, p. 223 e.v.; Rb. Amsterdam 22 maart 2013, 13/08/0494-F (homologatie akkoord Lehman Brothers Treasury B.V.) en Rb. Amsterdam 9 juli 2014, C/13/13/61-S (homologatie akkoord Plaza Centers N.V.).

⁹⁹⁹ ABI, Commission to Study the Reform of *Chapter 11*, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014; p. 250 e.v.

flexibiliteit en zal tot knelpunten aanleiding kunnen geven. De aard en omvang van de te verstrekken informatie kan per geval zeer verschillen. Het zou beter zijn om te volstaan met het principe dat de aanbieder de crediteuren voldoende informatie dient te verstrekken om hen in staat te stellen een goed geïnformeerde beslissing over het akkoord te nemen. Over de vraag of de aanbieder wel of niet voldoende informatie heeft verstrekt, dienen de crediteuren primair zelf te beslissen. Indien zij menen onvoldoende informatie te hebben ontvangen, moeten zij dat tijdig aan de aanbieder kenbaar maken en vragen om aanvulling of verbetering. Blijft de gewenste verbetering of aanvulling uit, dan kunnen de schuldeisers tegen stemmen. In het kader van de homologatie zou de rechter de adequaatheid van de informatieverstrekking slechts marginaal moeten toetsen. Bij een meer indringende toets kan de homologatie, al dan niet op instigatie van dwarsliggende crediteuren, ontaarden in een ingewikkeld financieel-technisch debat over de juistheid en/of volledigheid van de verstrekte informatie. Indien de crediteuren bij de vereiste meerderheid vóór hebben gestemd, zou de rechter in beginsel ervan uit mogen gaan dat de crediteuren de verstrekte informatie toereikend hebben bevonden en hun beslissing moeten respecteren. Slechts indien in het kader van de homologatie blijkt dat aanbieder van het akkoord inadequaat op redelijke informatieverzoeken van de crediteuren heeft gereageerd of de verstrekte informatie misleidend was, zou de rechter homologatie moeten weigeren. Zie ook paragraaf 8.9.3.1 hierboven.

Zou de concrete lijst met te verstrekken informatie worden gehandhaafd, dan zou deze op onderdelen moeten worden herzien. Zo schrijft bijvoorbeeld artikel 370 lid 3 onder a van het Voorontwerp voor dat aan het akkoordvoorstel in ieder geval wordt gehecht een plan waarin uiteen wordt gezet op welke wijze de schuldenaar beoogt de continuïteit van de onderneming te verzekeren. Dit houdt echter geen rekening met de mogelijkheid dat het akkoord niet in de continuïteit van de onderneming voorziet, maar een liquidatie-akkoord inhoudt of slechts dient ter facilitering van uitkeringen zoals in het geval van Lehman Brothers (distributie-akkoord).

Onderdeel b van hetzelfde lid schrijft voor aan het akkoord te hechten een lijst van “bekende” schuldeisers alsmede in welke klassen zij vallen. Dit strookt niet met de gedachte dat het akkoord zich niet hoeft te richten tot alle “bekende” schuldeisers, maar slechts een deel daarvan. Onderdeel e suggereert dat certificaten van aandelen rechtstreeks door het akkoord kunnen worden gewijzigd. Dat zal vermoedelijk slechts indirect via de door het administratiekantoor gehouden aandelen kunnen. Duidelijk is dit echter niet. Onderdeel h spreekt van een

kasstroomoverzicht. Een kasstroomoverzicht (staat van herkomst en besteding van middelen) beschrijft de historische situatie. Er wordt vermoedelijk een kasstroomprognose bedoeld.¹⁰⁰⁰ Balans- en verlies en winstprognoses zouden onder omstandigheden ook moeten worden verstrekt. Deze ontbreken in de lijst. In de onderdelen g, i en j van de lijst zit overlap. In onderdeel j zal balans “en” verlies en winstrekening zijn bedoeld en niet balans “of” verlies en winstrekening.¹⁰⁰¹

10.10 Bevoegdheid tot het aanbieden van een akkoord

Volgens de regeling in het Voorontwerp kan zowel de schuldenaar zelf als een schuldeiser van de schuldenaar een akkoord aanbieden.

Indien het de schuldenaar zelf is die het akkoord aanbiedt, bestaat er geen (financiële) toegangsdrempel. Dit is positief¹⁰⁰² omdat dit het vroegtijdig treffen van maatregelen faciliteert. Voor het opleggen van een akkoord aan tegenstemmende crediteuren is mijns inziens wel vereist dat de schuldenaar in de toestand van insolventie of pre-insolventie verkeert. Indien het de schuldenaar is die een akkoord aanbiedt, hoeft de rechter dit echter niet noodzakelijkerwijs aan het begin van het traject te toetsen maar kan de toets naar de staat van (pre)insolventie ook plaatsvinden in het kader van de homologatie.¹⁰⁰³

Indien het een schuldeiser is die een akkoord wenst aan te bieden, geldt er wel een drempel. Voor de bevoegdheid van een schuldeiser om een akkoord aan te bieden, is volgens artikel 368 lid 2 van het Voorontwerp ten eerste vereist dat de schuldeiser “voorziet dat zijn schuldenaar met het betalen van zijn opeisbare schulden niet zal kunnen voortgaan”. Vervolgens dient de schuldeiser eerst de schuldenaar te verzoeken een akkoord aan te bieden. Indien daarna “een zodanige termijn is verlopen dat de schuldenaar redelijkerwijze de gelegenheid heeft gehad een akkoord aan te bieden” en de schuldenaar aan het verzoek daartoe geen gevolg geeft, is de schuldeiser bevoegd een akkoord aan te bieden, aldus het Voorontwerp.

¹⁰⁰⁰ De Toelichting stelt ten onrechte dat “een kasstroomoverzicht en een staat van bekende baten en lasten inzicht geven in welke inkomensstromen nog te verwachten zijn” (59-60).

¹⁰⁰¹ Zie in dit verband ook M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation? in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation Kluwer, 2015, p. 280 – 281.

¹⁰⁰² Zie anders de consultatiereactie van Eumedion, 5 november 2014, p. 3 – 4 A.M. Mennens en P.M. Veder, Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie, NTBR 2015/2, par. 4.2.5.4.

¹⁰⁰³ Zie ook hiervoor paragrafen 8.4.1 en 8.9.4.1. Zie in dit verband voorts M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation? in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation, Kluwer, 2015, p. 274.

Het valt toe te juichen dat het Voorontwerp ook een ander dan de schuldenaar het recht geeft een akkoord aan te bieden. De formulering van artikel 368 lid 1 van het Voorontwerp suggereert dat een schuldeiser niet bevoegd is zelf een akkoord aan te bieden, indien de schuldenaar (al dan niet op aandringen van een schuldeiser) een akkoord aanbiedt. Dit is ongelukkig omdat dit zou betekenen dat, indien de schuldenaar wel overgaat tot het aanbieden van een akkoord, een schuldeiser niet parallel een concurrerend akkoord zou kunnen aanbieden en de schuldenaar exclusiviteit geniet. Dit is volgens de Toelichting niet de bedoeling. De bedoeling van de wetgever is dat een schuldeiser wel degelijk een concurrerend akkoord kan aanbieden.¹⁰⁰⁴ Het gaat erom dat de schuldenaar een akkoord aanbiedt dat de instemming van de verzoeker heeft. Indien de schuldenaar niet binnen een zekere termijn een akkoord aanbiedt dat op instemming van de verzoeker kan rekenen, zou de verzoeker onder bepaalde voorwaarden bevoegd moeten zijn een (concurrerend) akkoord aan te bieden.

Volgens het Voorontwerp heeft, naast de schuldenaar, alleen een schuldeiser het recht een akkoord aan te bieden. Men kan zich de vraag stellen of niet ook individuele (minderheids)aandeelhouders dat recht zouden moeten hebben.¹⁰⁰⁵ Men zou denken dat hoe meer concurrerende bidders men toelaat, hoe beter dit voor het resultaat is. De opstellers hebben er echter bewust voor gekozen individuele aandeelhouders niet het recht toe te kennen een akkoord aan te bieden.¹⁰⁰⁶ Ik zie echter weinig bezwaren ook andere derden het recht te geven een (concurrerend) akkoord aan te bieden. In surseance of faillissement zouden in ieder geval ook de bewindvoerder en curator de bevoegdheid moeten hebben om, al dan niet op voorstel van een derde, een (concurrerend) akkoord aan te bieden.

Het Voorontwerp bevat voor de bevoegdheid van een crediteur om een akkoord aan te bieden enerzijds onvoldoende waarborgen ter bescherming van de schuldenaar, en anderzijds onvoldoende instrumenten voor de schuldeiser om de bevoegdheid in de praktijk ook daadwerkelijk effectief te kunnen uitoefenen.

Zoals toegelicht in paragrafen 3.6 en 8.4.2 hiervoor zou een derde geen akkoord moeten kunnen aanbieden zonder dat de financiële toestand van de vennootschap dit rechtvaardigt (de staat van insolventie of pre-insolventie bestaat) én de rechter

¹⁰⁰⁴ Toelichting, p. 48

¹⁰⁰⁵ Zie ook het advies van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en De Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie van 13 november 2014, p. 9.

¹⁰⁰⁶ Toelichting, p. 48.

dit vooraf heeft getoetst. Het Voorontwerp schrijft voor een schuldeiser die een akkoord wenst aan te bieden, ten onrechte geen voorafgaande rechterlijke toets voor.

De schuldeiser die eenmaal van de rechter de bevoegdheid heeft gekregen om een akkoord aan te bieden, zal deze in de huidige opzet van het Voorontwerp in de praktijk niet effectief kunnen uitoefenen.¹⁰⁰⁷ Om een akkoord te kunnen aanbieden, is toegang tot de onderneming en alle relevante informatie van de onderneming nodig. Zonder deze toegang is de financiële problematiek niet goed te analyseren, is niet vast te stellen hoe de inhoud van het akkoord zou moeten luiden en is voor het akkoord ook geen financiering aan te trekken. Het Voorontwerp bevat geen verplichting voor de schuldenaar om aan een schuldeiser die een akkoord wenst aan te bieden, informatie te verstrekken en ook overigens medewerking te verlenen en laat de schuldeiser daarmee met een bevoegdheid staan die hij in de praktijk niet zal kunnen gebruiken.

Van het verstrekken van informatierechten aan een schuldeiser die bevoegd is een akkoord aan te bieden, moet men overigens niet al te hooggespannen verwachtingen hebben. Indien de schuldenaar geen medewerking wenst te verlenen, zal van die informatierechten in de praktijk weinig terecht komen.

De enige manier waarop een derde, zonder medewerking van de schuldenaar, effectieve gelegenheid kan krijgen om een akkoord aan te bieden, is door een stille toezichthouder of een vergelijkbare figuur te laten benoemen die het verzet van de schuldenaar kan neutraliseren, van binnenuit toegang tot de onderneming en alle benodigde informatie kan verschaffen en de derde bij het aanbieden van het akkoord kan assisteren. Een verdere optie is dat de stille toezichthouder de bevoegdheid krijgt een akkoord aan te bieden en derden daartoe voorstellen kunnen doen. Zie hierover ook paragrafen 8.2.4 en 8.3 hierboven.

Het lijkt welhaast vanzelfsprekend dat voor de totstandkoming van een akkoord dat een ander dan de schuldenaar heeft aangeboden geen instemming van de

¹⁰⁰⁷ Zie ook de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 6, de consultatiereactie van Van Iersel en Luchtman Advocaten van 13 november 2014, p. 3 en A.M. Mennens en P.M. Veder, Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie, NTBR 2015/2, par. 4.2.1.

vennootschap nodig zou moeten zijn.¹⁰⁰⁸ De eis van instemming van de vennootschap zou in de praktijk betekenen dat derden geen akkoord zullen aanbieden (als de vennootschap instemt, kan de vennootschap het akkoord net zo goed zelf aanbieden) of dat akkoorden die door derden worden aangeboden niet tot stand zullen komen. Toch verdient dit in de wettelijke regeling verduidelijking om te voorkomen dat de rechtspraak de eis van instemming van de vennootschap introduceert zoals in Engeland mogelijk onbedoeld is gebeurd (zie in dit verband ook paragraaf 7.6 hiervoor). In *Chapter 11* is toestemming van de vennootschap voor de totstandkoming van een akkoord dat een derde heeft aangeboden terecht niet vereist.

10.11 Wie kan het akkoord binden?

Het akkoord onder de regeling in het Voorontwerp kan in principe alle soorten aandeelhouders¹⁰⁰⁹ en schuldeisers binden, ook geseceerde en preferente schuldeisers. Dit is een grote vooruitgang ten opzichte van het huidige akkoord. Het akkoord onder het Voorontwerp kan zich tot een deelverzameling beperken en bindt alleen degenen tot wie het zich richt.

10.12 Stemmen in klassen

10.12.1 *Stemgerechtigdheid out of the money klassen*

Volgens artikel 369 lid 3 van het Voorontwerp zijn stemgerechtigd “schuldeisers en aandeelhouders aan wie het akkoord wordt aangeboden en van wie de rechten op basis van het akkoord worden gewijzigd”.

Terecht hanteert het Voorontwerp tot uitgangspunt dat ook *out of the money* crediteuren wier rechten als gevolg van het akkoord wijziging ondergaan (wat meestal het geval zal zijn) stemgerechtigd zijn.¹⁰¹⁰ Partijen die economisch geen

¹⁰⁰⁸ Uiteraard zal wel toestemming van de schuldenaar-natuurlijk persoon nodig zijn, of, in geval van een schuldenaar-rechtspersoon, de aandeelhouder, indien het “equity belang” nog *in the money* is. Zie ook hiervoor paragraaf 3.6.1.

¹⁰⁰⁹ Ik laat buiten beschouwing de vraag in hoeverre het akkoord werking heeft ten opzichte van aandeelhouders van een buitenlandse vennootschap.

¹⁰¹⁰ Zie anders: de consultatiereactie van De Brauw, 15 december 2014, Uitgeverij Paris, p. 6; R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans, K.A.J. de Vries, Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV, TvI 2013/20 waarin een regeling wordt voorgesteld op grond waarvan voor het aannemen van het akkoord geen instemming is vereist van een klasse die “naar alle waarschijnlijkheid geen uitkering ontvangt als de boedel van de schuldenaar in faillissement vereffend zou worden” en dat voor het weigeren van de homologatie

belang hebben, behoren het akkoord niet te kunnen tegenhouden, maar kunnen zich wel vóór het akkoord uitspreken. Het is zinvol om hen te laten stemmen, omdat als de *out of the money* klassen vóór stemmen, een waardering om vast te stellen wie *in* en wie *out of the money* is achterwege kan blijven. Verder zou het mogelijk moeten zijn om ook partijen wier rechten het akkoord niet wijzigt maar wel materieel raakt of zou kunnen raken, bij de stemming te betrekken. Zie paragraaf 8.7.2.1 hiervoor.

Onduidelijk is hoe voor de stemming de omvang van voorwaardelijke, toekomstige of niet opeisbare vorderingen moet worden bepaald. Hetzelfde geldt voor vorderingen die onzeker zijn of die bestaan uit het verkrijgen van iets anders dan geld of zijn gedenomineerd in buitenlandse valuta. Het ligt voor de hand hierbij aan te sluiten bij de verificatieregels in faillissement (vgl. artikel 128 Fw e.v.).

De nieuwe regeling zou voorts een bepaling naar analogie van artikel 2:119 BW moeten bevatten die de vennootschap de bevoegdheid geeft te bepalen dat als stemgerechtigde houders van beursgenoteerde effecten (aandelen of obligaties) die bij het akkoord worden betrokken, hebben te gelden zij die op een door de vennootschap vast te stellen dag als zodanig zijn geregistreerd, ongeacht wie ten tijde van de stemming tot de betreffende effecten gerechtigd zijn (*“voting record date”*). Het is dan niet nodig op voet van artikel 3c lid 4 van het Voorontwerp de rechtbank te verzoeken bij wijze van voorziening een *voting record date* vast te stellen (aannemende dat een dergelijke voorziening ook kan worden gevraagd buiten het geval dat sprake is van een geschorst faillissementsverzoek).

10.12.2 Stemgerechtigdheid bij economisch belanghebbende

Artikel 369 lid 4 van het Voorontwerp bepaalt dat, indien het economisch belang bij een vorderingsrecht of een aandeel geheel of in overwegende mate berust bij een ander dan de juridisch gerechtigde, deze economisch belanghebbende met

van een verworpen akkoord als criterium hanteert dat de leden van de tegenstemmende klassen onder het akkoord *“minder ontvangen dan zij zouden krijgen bij een vereffening (...)”*; voorts in dezelfde zin R.D. Vriesendorp, Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II, Preadvis voor de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 105 - 107. Vriesendorp betoogt dat de vraag wie wel en wie niet stemgerechtigd is, bepaald moet worden aan de hand van wie wel en wie geen uitkering zou ontvangen bij vereffening in faillissement. Zie ook anders B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispens, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in: *“Overeenkomsten en insolventie”*, red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt, Kluwer, 2012, p. 331 die eveneens betogen dat *“het stemrecht van schuldeisers die “out of the money” zijn, zou moeten kunnen worden uitgesloten.”*

uitsluiting van de juridisch gerechtigde bevoegd is om naar eigen inzicht over het akkoord te stemmen voor dat deel van de vordering waartoe hij is gerechtigd.

De bepaling beoogt een oplossing te bieden voor situaties waarin de juridische gerechtigdheid tot de vordering en het economisch belang bij de vordering in verschillende handen liggen. Volgens de huidige Faillissementswet komt het stemrecht uitsluitend toe aan de juridische gerechtigde tot de vordering, terwijl volgens de werkelijke verhoudingen de bedoeling kan zijn (maar niet altijd is) dat het stemrecht toekomt aan degene die het economisch belang in de vordering houdt.

Dit heeft zich in het verleden bijvoorbeeld voorgedaan in de UPC zaak.¹⁰¹¹ In die zaak werd de juridische vordering op de uitgevende vennootschap onder de uitgegeven obligaties gehouden door een zogenaamde "*Indenture Trustee*". De economische gerechtigdheid tot de vordering lag bij de obligatiehouders als zogenaamde *ultimate beneficial owners*. De *Indenture Trustee* vervulde een louter administratieve functie. Volgens de opzet van de obligatiestructuur behoorde de aan obligaties verbonden zeggenschap te liggen bij de economisch belanghebbenden, namelijk de obligatiehouders als *ultimate beneficial owners*. De rechter heeft in de UPC zaak toegestaan dat de obligatiehouders op het akkoord stemden, hoewel zij formeel geen schuldeiser van de vennootschap waren.

Het zal regelmatig het geval zijn dat de zeggenschap over een vordering behoort te liggen bij degene die het economische belang in de vordering houdt. Dat is echter niet altijd het geval. Het komt ook met regelmaat voor dat partijen de bedoeling hebben, en uitdrukkelijk afspreken, dat de zeggenschap over een vordering of recht berust bij een ander dan de economisch belanghebbende. Denk bijvoorbeeld aan certificering van aandelen. Bij certificering is het in beginsel uitdrukkelijk de bedoeling dat de zeggenschap blijft berusten bij de juridisch gerechtigde tot het aandeel en niet toekomt aan de certificaathouder als economisch belanghebbende. Ook kan het voorkomen dat financiers in het kader van een *intercreditor* of achterstellingsovereenkomst afspreken dat, hoewel de juridische en de economische gerechtigdheid tot de vordering bij de junior crediteur blijft berusten, de senior crediteur het stemrecht op de vordering van de junior crediteur mag uitoefenen zolang de senior crediteur niet volledig is voldaan.

¹⁰¹¹ HR 26 augustus 2003, JOR 2003, 211 (UPC).

Het Voorontwerp doorkruist dit soort afspraken.¹⁰¹² Het schrijft dwingend voor dat het stemrecht altijd en bij uitsluiting aan de economisch belanghebbende toekomt ook al hebben alle betrokkenen bewust afgesproken dat een ander dan de economisch belanghebbende het stemrecht heeft. Het is onduidelijk of het Voorontwerp met opzet beoogt uitdrukkelijke afspraken over de uitoefening van het stemrecht of de zeggenschap over een vordering buiten werking te stellen.

In het kader van de herziening van *Chapter 11* stelt de ABI commissie als principe voor dat de contractuele overdracht van stemrecht aan senior crediteuren geen effect behoort te hebben en dat achtergestelde crediteuren hun stemrecht zelf moeten kunnen blijven uitoefenen. Een overdracht van stemrecht zou volgens de commissie alleen eerbiediging verdienen voor zover de vordering en het economisch belang waaraan het stemrecht is verbonden, met het stemrecht mee worden overgedragen.¹⁰¹³

Het is verdedigbaar om alleen degene op een akkoord te laten stemmen die het economisch belang bij de vordering heeft en overeenkomsten buiten werking te stellen die het stemrecht van het economische belang ontkoppelen. Het risico kan anders ontstaan dat partijen stemmen met het oog op andere belangen dan de belangen van de betreffende klasse. Dit kan de representativiteit en legitimatie van de besluitvorming aantasten. Neem bijvoorbeeld een geval waarin een senior crediteur het contractuele recht heeft om in het kader van een akkoord op de vordering van een junior crediteur te stemmen. Het akkoord overbedeelt de senior crediteuren en onderbedeelt de junior crediteuren. In zo'n geval zou de senior crediteur in de junior klasse vóór het akkoord kunnen stemmen en het akkoord er op die manier door kunnen drukken, terwijl dit stemgedrag niet berust op de opvatting dat het akkoord aan de belangen van de junior klasse recht doet maar louter is ingegeven door de belangen van de senior crediteur als zodanig.

10.12.3 *Klassenindeling*

¹⁰¹² Zie ook de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 10 en R.D. Vriesendorp, *Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II*, Preadvis van de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 82.

¹⁰¹³ ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 261 e.v.

Artikel 369 van het Voorontwerp bepaalt dat “schuldeisers met vorderingen en aandeelhouders met rechten die redelijkerwijs als gelijkaardig moeten worden aangemerkt” in dezelfde klassen worden ondergebracht.

Dit criterium is onjuist. Voor een deugdelijke klassenindeling is niet nodig dat gelijk geplaatste stemgerechtigden in dezelfde klasse worden geplaatst. Gelijk geplaatste stemgerechtigden kunnen zonder principieel bezwaar ook in aparte klassen worden geplaatst. Voor een deugdelijke klassenindeling is slechts vereist dat alle stemgerechtigden binnen een klasse in dezelfde positie verkeren. Zie voor een verdere toelichting paragraaf 4.3.1.

Verder is het voorgestelde criterium voor de vergelijkbaarheid van de posities van de stemgerechtigden onvolledig. Letterlijk gelezen laat het voorgestelde criterium immers toe dat crediteuren in dezelfde klassen worden ondergebracht die weliswaar “gelijkaardige” rechten hebben maar die onder het akkoord verschillend worden behandeld. Een klasse mag uitsluitend bestaan uit crediteuren die vergelijkbare rechten hebben én die het akkoord op vergelijkbare wijze behandelt. Crediteuren die gelijke rechten hebben, maar verschillend onder het akkoord worden behandeld, moeten in verschillende klassen worden ondergebracht. Zie hiervoor paragraaf 4.3.1.

Het zou aanbeveling verdienen om in de Toelichting op te nemen dat bij het vergelijken van de “gelijkaardigheid” van de rechten van schuldeisers, niet alleen acht kan worden geslagen op de rechten die de schuldeisers rechtstreeks tegen de schuldenaar kunnen uitoefenen, maar ook op de rechten die zij in hun onderlinge verhouding hebben. Daarbij valt met name te denken aan zogenaamde *intercreditor* afspraken tussen financiers in het kader van gesyndiceerde financieringen die beogen tussen de financiers een zekere rangorde aan te brengen en achterstellingsovereenkomsten waarbij de schuldenaar zelf geen partij is. Het zou mogelijk moeten zijn de onderscheiden crediteuren in verschillende (senior, mezzanine, junior, etc.) klassen te laten stemmen, ook al zijn de rechten die zij tegenover de vennootschap uitoefenen gelijkaardig.

Net zoals in het Engelse en Amerikaanse recht zou de rechter in het kader van de beoordeling van een verzoek tot algemeen verbindend verklaring de mogelijkheid moeten hebben om de stemmen van partijen wier stemgedrag primair is ingegeven door andere belangen dan de belangen die verband houden met de rechten die in

de betreffende klasse zijn ondergebracht, buiten beschouwing te laten.¹⁰¹⁴ Zie hiervoor paragrafen 4.3.3, 6.7, 7.8 en 7.11.3. Ook over de diskwalificatie van stemmen zou de rechter zich in een vroegtijdig stadium, vóór de stemming, bindend moeten kunnen uitlaten (zie ook hiervoor paragraaf 8.2.9).

Het huidige recht kent geen regels voor de splitsing van gecureerde vorderingen in een gedekt en een ongedekt deel, zoals deze bestaan onder het Amerikaanse recht (*bifurcation*). Zie hiervoor paragraaf 6.7. Hoewel het Voorontwerp dit niet met zoveel woorden bepaalt, lijkt te moeten worden aangenomen dat gecureerde crediteuren voor het eventueel ongedekte deel van hun vordering als concurrente crediteuren stemmen.¹⁰¹⁵ Bij een geschil over de toelating tot de stemming kan de rechter bepalen voor welk deel de schuldeiser in een klasse van zekerheidsgerechtigden meestemt en voor welk deel hij meestemt in een klasse van concurrente schuldeisers (vgl. artikel 371 lid 2 Voorontwerp). Deze beslissing heeft louter betekenis voor de stemming en doet aan de verhaalbaarheid van de gehele vordering onder het zekerheidsrecht niet af. Zie in dit verband ook paragraaf 4.3.5 hierboven.

10.12.4 Stemvergaderingen

Artikel 370 lid 2 sub f Voorontwerp schrijft voor dat de procedure die de aanbieder voorstelt een stemming moet bevatten die plaatsvindt in een fysieke, schriftelijke (wat is een schriftelijke vergadering?) of elektronisch te houden vergadering.

Dat crediteuren stemmen kunnen uitbrengen op een vergadering waarborgt nog niet dat zij op zinvolle wijze over het akkoord onderling van gedachten kunnen wisselen (“*consult together with a view to their common interest*”¹⁰¹⁶). De wetgever doet er beter aan de eis van een “vergadering” te laten vervallen en te bepalen dat de door de aanbieder voorgestelde procedure moet waarborgen dat crediteuren in staat zijn op zinvolle wijze over het aangeboden akkoord van gedachten te wisselen. Stemuitbrenging zou ook op andere wijze dan in vergadering moeten kunnen plaatsvinden. Zie hiervoor paragrafen 8.7.3 en 8.12.

10.13 Uitlatingen en beslissingen van de rechter-commissaris

¹⁰¹⁴ Zie in dit verband ook de consultatiereactie van INSOLAD, 13 november 2014, p. 8.

¹⁰¹⁵ Zie in dit verband ook het advies van de Raad voor de Rechtspraak van 21 november 2014.

¹⁰¹⁶ *Re Sovereign Life Assurance Company v Dodd* [1892] 2 QB 573 CA.

10.13.1 *Onderwerpen*

Op grond van het eerste lid van artikel 371 van het Voorontwerp kan de rechtbank, op verzoek van de schuldenaar, de schuldeiser die het akkoord heeft aangeboden of een of meer schuldeisers en aandeelhouders van wie de rechten door het akkoord worden gewijzigd, een rechter-commissaris benoemen die kan aangeven of i) de wijze van waardering van vorderingen van schuldeisers, de indeling in klassen of de procedure voor stemming voldoet aan de daaraan te stellen eisen, en ii) of de verstrekte informatie toereikend is.

Het tweede lid van het artikel bepaalt dat bij verschil van mening de rechter-commissaris of de rechtbank beslist of, en tot welk bedrag, een schuldeiser of aandeelhouder tot de stemming wordt toegelaten.

Een uitspraak op grond van het eerste lid duidt het Voorontwerp aan als een “uitlating”. Een uitspraak op grond van het tweede lid duidt het Voorontwerp aan als een “beslissing”. Op grond van artikel 370 lid 5 van het Voorontwerp staat tegen “uitlatingen en beslissingen van de rechter-commissaris als bedoeld in dit artikel (...) geen hoger beroep of cassatie open.” Aannemelijk is dat dit ook geldt indien het de rechtbank is geweest die de beslissing over de toelating heeft gegeven.

De onderwerpen waarover de rechter vóór de stemming kan beslissen zouden niet beperkt moeten zijn tot de limitatief opgesomde onderwerpen in artikel 371, maar zouden zich moeten uitstrekken tot alle onderwerpen die relevant zijn voor de totstandkoming van het akkoord en die in de fase vóór de stemming kunnen opkomen.¹⁰¹⁷ Zie ook paragraaf 8.2.9 hiervoor.

10.13.2 *Optionele karakter*

Artikel 371 van het Voorontwerp maakt met het woord “kan” duidelijk dat het verkrijgen van een beslissing van de rechter-commissaris over één of meer van de genoemde onderwerpen optioneel is. Een uitlating of beslissing van de rechter-commissaris kan ook achterwege worden gelaten. De betreffende onderwerpen komen dan uitsluitend aan bod bij, en de rechterlijke betrokkenheid blijft dan beperkt

¹⁰¹⁷ Zie in deze zin de consultatiereactie van de Nederlandse Vereniging van Banken, p. 14; vgl ook de consultatiereactie van INSOLAD, 13 november 2014 p. 10.

tot de behandeling van het verzoek tot algemeen verbindend verklaring. Aan het verkrijgen van duidelijkheid vooraf zal vaak behoefte bestaan, maar soms ook niet. Het is positief dat de flexibiliteit bestaat om rechterlijke betrokkenheid vóór de stemming achterwege te laten. Uit ervaringsuitwisseling met Engelse advocaten die vaak bij *schemes of arrangement* betrokken zijn, blijkt dat zij de verplichte eerste behandeling in de Engelse procedure in urgente zaken (zoals in *Rodenstock*) regelmatig als hinderlijk en onnodig vertragend ervaren (zeker als de situatie voldoende duidelijk is).¹⁰¹⁸

10.13.3 *Bevoegdheid om een uitlating of beslissing te vragen*

Het is mijns inziens onwenselijk dat een ander dan de aanbieder van het akkoord een uitlating van de rechter-commissaris kan uitlokken over de onderwerpen genoemd in artikel 371 lid 1 van het Voorontwerp (waardering van vorderingen, de klassenindeling, de stemprocedure en toereikende informatieverstrekking). Dwarsliggende crediteuren kunnen dit aangrijpen om onnodige discussie op te werpen en het proces te vertragen. Alleen de aanbieder van het akkoord zou het recht moeten hebben om, indien hij zelf twijfelt, de rechter-commissaris te vragen zich over het betreffende onderwerp uit te laten. Indien de schuldenaar voldoende vertrouwen heeft dat alle relevante onderdelen bij de algemeen verbindend verklaring de toets der kritiek zullen doorstaan, moet hij omwille van de snelheid een behandeling bij de rechter-commissaris kunnen overslaan en het op de algemeen verbindend verklaring kunnen laten aankomen. Zie ook hiervoor paragraaf 8.2.9 en 8.12.

10.13.4 *Niet-bindende karakter*

Volgens de Toelichting zijn de uitlatingen en beslissingen van de rechter-commissaris (of de rechtbank) op grond van artikel 370 van het Voorontwerp niet bindend. Deze uitlatingen en beslissingen kunnen later weer ter discussie worden gesteld bij de behandeling van het verzoek tot algemeen verbindend verklaring.¹⁰¹⁹ Volgens de Toelichting wordt het niet-bindende karakter van de uitlatingen van de rechter-commissaris tot uitdrukking gebracht door de woorden “naar zijn voorlopig

¹⁰¹⁸ Zie in vergelijkbare zin de consultatiereactie van Clifford Chance, ongedateerd, p. 2. Zie in vergelijkbare zin over *schemes of arrangement* ook het Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice (1982) Cmnd 8558, p. 100 – 101. Anders: A.M. Mennens en P.M. Veder, Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie, NTBR 2015/2, par. 4.2.5.1.

¹⁰¹⁹ Toelichting p. 62.

oordeel”. Deze woorden zijn echter in artikel 370 van de consultatieversie van het Voorontwerp niet terug te vinden.

Opmerkelijk en onwenselijk is dat niet alleen “uitlatingen” maar ook “beslissingen” over de toelating tot de stemming volgens de Toelichting niet-bindend zijn en in het kader van de algemeen verbindend verklaring weer ter discussie kunnen worden gesteld.¹⁰²⁰ Dit opent de mogelijkheid om in het kader van de algemeen verbindverklaring verkapte renvooprocedures te voeren met het oogmerk de uitslag van de stemming aan te tasten.

De bevoegdheid van de rechter-commissaris of de rechtbank op grond van artikel 370 lid 2 van het Voorontwerp om een beslissing te nemen over de toelating tot de stemming, is kennelijk geïnspireerd door de artikelen 125 en 267 van de huidige Faillissementswet. Een toelatingsbeslissing op grond van artikel 125/267 Fw is voor de stemming echter wél bindend en definitief. Er staat geen hoger beroep tegen open (artikel 67 Fw). Het is niet mogelijk om deze toelatingsbeslissing opnieuw ter discussie te stellen in het kader van de homologatie. Artikel 147 Fw bepaalt uitdrukkelijk dat latere veranderingen in het getal der schuldeisers of in het bedrag der vorderingen geen invloed hebben op de geldigheid en uitslag van de stemming. Indien een verandering in het aantal schuldeisers of het bedrag van de vorderingen bijvoorbeeld optreedt als gevolg van beslissingen in renvooprocedures, doet dat aan de uitslag van de stemming niet af. “Het tegendeel zou immers elk akkoord op losse schroeven zetten en de grootste onzekerheid in het leven roepen”.¹⁰²¹

Artikel 372 lid 4 van het Voorontwerp is geïnspireerd door artikel 147 Fw en bepaalt op vergelijkbare wijze dat latere veranderingen in het getal van de schuldeisers, het bedrag van de vorderingen of het gedeelte van het geplaatste kapitaal dat aandeelhouders vertegenwoordigen, geen invloed hebben op de geldigheid van de aanneming of verwerping van het akkoord of de instemming van een klasse. Naar analogie van artikel 147 Fw zou dit derhalve moeten betekenen dat de toelatingsbeslissing op voet van artikel 370 lid 2 van het Voorontwerp bindend is en niet weer ter discussie kan worden gesteld in het kader van de algemeen verbindend verklaring, althans niet met als doel om de uitslag van de stemming op losse schroeven te zetten. Het Voorontwerp, althans de Toelichting, is op dit punt

¹⁰²⁰ Toelichting p. 62.

¹⁰²¹ S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet*. Heruitgave *Geschiedenis van de wet op het Faillissement en de Surséance van Betaling*, deel I, bewerkt door Mr. G.W. Baron van der Feltz, Haarlem 1896, W.E.J. Tjeenk Willink 1, p. 167.

tegenstrijdig. Het moet duidelijk zijn dat de toelatingsbeslissing ex artikel 370 lid 2 van het Voorontwerp voor de uitslag van de stemming definitief en bindend is.

Naar mijn mening zouden alle beslissingen van de rechter in de voorfase een bindend karakter moeten hebben zonder de mogelijkheid van hoger beroep of cassatie. Het zou niet mogelijk moeten zijn een eenmaal beslecht onderwerp opnieuw op te rakelen bij de algemeen verbindend verklaring.¹⁰²² De procedure bij de rechter-commissaris leidt anders alleen maar tot verdubbeling en onnodige vertraging, zeker indien schuldeisers de procedure bij de rechter-commissaris kunnen uitlokken en dezelfde onderwerpen weer opnieuw bij de algemeen verbindend verklaring kunnen oprakelen.

10.13.5 Waarderingsbeslissing

Zoals hierboven in paragraaf 8.6 uiteen is gezet, biedt de mogelijkheid om in een vroegtijdig stadium, al vóór de stemming, een uitspraak over de waardering van de rechter te verkrijgen grote winst. Deze uitspraak moet dan echter wel bindend zijn en niet vatbaar voor hoger beroep. Er kan dan relatief snel duidelijkheid worden verkregen over de slagingskansen van een akkoord in een situatie waarin *out of the money* crediteuren dwarsliggen. In veel gevallen zal het doorlopen van de gehele stemprocedure en de procedure tot algemeen verbindend verklaring dan niet meer nodig zijn. Voor een bindende uitspraak zou de beslissing door een gespecialiseerde rechtbank of de Ondernemingskamer, niet door de rechter-commissaris, moeten worden gegeven in een procedure die met voldoende waarborgen is omkleed. Zie hiervoor paragraaf 8.6.

Indien een dwarsliggende crediteur een uitspraak over de waardering bij de rechter-commissaris zou kunnen uitlokken terwijl deze uitspraak bovendien niet-bindend is, zou de crediteur, nadat de aanbieder van het akkoord de tijdrovende en kostbare waarderingsprocedure al eenmaal met succes heeft doorlopen, de waardering in het kader van de algemeen verbindend verklaring nog een keer kunnen laten overdoen (met daarna nog eens de mogelijkheid van hoger beroep en cassatie). Dit geeft

¹⁰²² Zie in dezelfde zin de consultatiereactie van De Brauw, 15 december 2014, p. 7; de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 13 en de consultatiereactie van de Nederlandse Vereniging van Banken, 10 december 2014, p. 6. Zie in dit verband ook M.L. Lennarts, *De WCO II: solide basis voor herstructurerings- of voer voor litigation?* in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation*, Kluwer, 2015, p. 277 die voorstelt de beslissingen over de onderscheiden preliminaire vragen te laten nemen door dezelfde kamer van de rechtbank die het verzoek tot algemeen verbindverklaring gaat behandelen.

dwarsliggende crediteuren een wapen in handen om het proces volledig te doen ontsporen.

Volgens artikel 371 lid 1 onder a van het Voorontwerp kan de rechter-commissaris zich uitlaten over “de wijze van waardering van vorderingen van schuldeisers”. Onduidelijk is of het daadwerkelijk gaat om de “wijze van waardering” dan wel om de waardering zelf. Volgens de Toelichting bepaalt degene die het akkoord aanbiedt de waarderingsmethode in beginsel zelf.¹⁰²³

De Toelichting merkt verder op dat het van de waardering van de vorderingen afhangt hoeveel gewicht de stem van de schuldeiser in de schaal legt.¹⁰²⁴ Het kan echter niet de bedoeling zijn dat de waardering van de vordering bepaalt voor welk bedrag een schuldeiser tot de stemming wordt toegelaten. Voor de toelating tot de stemming is het nominaal bedrag van de vordering (desnoods contant gemaakt zonder afslag voor een insolventierisico) bepalend. Dit is het gebruikelijke systeem.¹⁰²⁵ Anders moet voor ieder akkoord eerst het waarderingsdebat worden gevoerd en zonodig worden beslecht voordat tot stemming kan worden overgegaan. Dat is volgens de Toelichting – terecht – onwenselijk en niet de bedoeling.¹⁰²⁶ Aannemelijk is dat een uitlating over de (wijze van) waardering van vorderingen uitsluitend wordt gedaan met het oog op de vaststelling van wie *in* en wie *out of the money* is, en niet voor de bepaling van de stemgerechtigdheid. Deze vaststelling zal dan in beginsel plaatsvinden in het kader van de algemeen verbindend verklaring met toepassing van de *cram down* bevoegdheid van artikel 373 lid 2 van het Voorontwerp.

10.14 Wanneer is het akkoord aangenomen?

Volgens artikel 372 lid 2 van het Voorontwerp is het akkoord aangenomen, indien alle klassen van stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders ermee hebben ingestemd.

Volgens het derde lid van dit artikel heeft een klasse van stemgerechtigde schuldeisers of aandeelhouders met het akkoord ingestemd indien: (i) de gewone

¹⁰²³ Toelichting p. 57.

¹⁰²⁴ Toelichting p. 57.

¹⁰²⁵ Zie hierover voor Engelse *schemes of arrangement* C. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Sweet & Maxwell 2013, p. 89.

¹⁰²⁶ Toelichting p. 54.

meerderheid van de tot die klasse behorende en aan de stemming deelnemende schuldeisers en aandeelhouders vóór het akkoord heeft gestemd (meerderheid in aantal of *head count*) en (ii) die meerderheid ten minste twee derden vertegenwoordigt van het bedrag aan vorderingen van de aan de stemming deelnemende schuldeisers dan wel twee derden van het gedeelte van het geplaatste kapitaal dat de aan de stemming deelnemende aandeelhouders vertegenwoordigen (meerderheid in bedrag).

De formulering van deze meerderheidseis lost het zogenaamde absenteïsme probleem van artikel 145 Fw op omdat zowel voor de bepaling van de meerderheid in aantal als voor de bepaling van de meerderheid in bedrag in de noemer slechts de crediteuren en het bedrag van de rechten van de crediteuren meetellen die daadwerkelijk aan de stemming hebben deelgenomen. Het zal dus niet kunnen voorkomen dat de vereiste meerderheid niet wordt gehaald door het enkele feit dat onvoldoende crediteuren aan de stemming hebben deelgenomen.

Het zou een gemiste kans zijn indien het Voorontwerp de eis van een meerderheid in aantal (*head count*) inderdaad zou handhaven. De *head count* zou moeten worden afgeschaft. Zie hierover uitgebreider paragraaf 8.8.1 hiervoor. Volgens de Toelichting zouden de “voorgeschreven meerderheden aansluiten bij de voorwaarden die gebruikt worden in de modellen van de Loan Market Association (LMA), die internationaal bekend zijn en doorgaans bij financieringen gebruikt worden.”¹⁰²⁷ Dit is onjuist. De internationale LMA standaard vereist in de regel slechts een twee derde meerderheid in bedrag en kent geen *head count*. Het is inderdaad wenselijk hierbij aan te sluiten.¹⁰²⁸

Volgens artikel 372 lid 5 van het Voorontwerp is het de aanbieder van het akkoord zelf die een verslag van de uitslag van de stemming opstelt. Dit stelt een groot vertrouwen in de aanbieder van het akkoord. Hoewel het niet nodig is dit wettelijk voor te schrijven, zal een schuldenaar er doorgaans goed aan doen een notaris met de verslaglegging van de stemuitslag te belasten om verdenkingen van manipulatie te voorkomen. De uitslag van de stemming moet achteraf, bij de behandeling van de algemeen verbindend verklaring, controleerbaar zijn. De informatie die het verslag op grond van artikel 372 lid 5 van het Voorontwerp moet bevatten, is daartoe

¹⁰²⁷ Toelichting p. 63.

¹⁰²⁸ Zie ook de consultatiereactie van INSOLAD, 13 november 2014, p. 10 en de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 11 en 15.

onvoldoende. Naast de namen van degenen die hebben gestemd, zou het verslag ook moeten vermelden hoe de stemgerechtigden hebben gestemd en voor welk bedrag. Indien de stemmen schriftelijk zijn uitgebracht, zouden deze schriftelijke stukken (op verzoek) ter controle beschikbaar moeten zijn.¹⁰²⁹

Overigens verwijst artikel 372 lid 6 van het Voorontwerp naar artikel 370, tweede lid, onderdeel m. Artikel 370, tweede lid van de consultatieversie van het Voorontwerp kent echter geen onderdeel m.

10.15 Algemeen verbindend verklaring

10.15.1 *Procedurele kwesties*

Na de stemming op het akkoord kan de aanbieder de rechtbank verzoeken het akkoord algemeen verbindend te verklaren. Dat kan zowel indien het akkoord is aangenomen (artikel 373 lid 1 Voorontwerp) als indien één of meer klassen het akkoord hebben verworpen (artikel 373 lid 2 Voorontwerp). De procedure tot algemeen verbindend verklaring van het akkoord is volgens de gedachte van het Voorontwerp een gewone verzoekschriftprocedure (artikel 374 Voorontwerp).

Het Voorontwerp bepaalt niet welke rechtbank relatief bevoegd is om van het verzoek kennis te nemen. De veronderstelling is vermoedelijk dat dit dezelfde rechtbank is die bevoegd is van een verzoek of eigen aangifte tot faillietverklaring kennis te nemen.¹⁰³⁰ In het kader van de algemeen verbindend verklaring zal de rechter met regelmaat inhoudelijke financieel-technische waarderingsdiscussies moeten beslechten. Deze vaak ingewikkelde discussies zullen, vanwege de aard van een (dreigend) financieel tekort, binnen zeer kort tijdsbestek moeten kunnen worden beslist. Dit stelt extra hoge eisen aan de geschiktheid van de behandelende rechters. Om de kwaliteit en snelheid van de rechterlijke besluitvorming te waarborgen, is het essentieel om de behandeling van akkoorden onder het Voorontwerp onder te brengen en te concentreren bij een daartoe gespecialiseerde (insolventie)rechtbank. Ik sluit mij dan ook van harte aan bij het pleidooi van Hermans, Vriesendorp en De Vries dat, zolang een dergelijke gespecialiseerde insolventierechtbank niet bestaat, de behandeling van akkoorden onder het

¹⁰²⁹ Zie in vergelijkbare zin de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 14 – 15.

¹⁰³⁰ Zie ook R.D. Vriesendorp, *Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II*, Preadvis voor de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 92.

Voorontwerp exclusief zou moeten worden ondergebracht bij de Ondernemingskamer.¹⁰³¹ Indien er niet slechts één forum bevoegd is om van akkoordprocedures kennis te nemen, zou het in ieder geval mogelijk moeten zijn om akkoordprocedures van verschillende vennootschappen van één en dezelfde groep allen onder te brengen bij één en dezelfde rechtbank, ook al zijn de betrokken groepsvennootschappen in verschillende arrondissementen gevestigd. Het zou bijzonder onpraktisch zijn indien verschillende rechtbanken kennis zouden moeten nemen van akkoorden die voor verschillende vennootschappen van dezelfde groep worden aangeboden en die niet los van elkaar zullen kunnen worden beschouwd.

Het Voorontwerp hanteert als uitgangspunt dat uitsluitend “schuldeisers en aandeelhouders van wie de rechten worden gewijzigd” de bevoegdheid hebben tegen de algemeen verbindend verklaring van het akkoord bezwaar te maken. Zie artikel 377 van het Voorontwerp. De opstellers hebben er bewust voor gekozen om slechts schuldeisers van wie de rechten worden gewijzigd een ingang te geven en crediteuren die niet bij het akkoord zijn betrokken uit te sluiten.¹⁰³² Het feit dat het akkoord zich slechts tot een deelgroep kan richten, brengt met zich dat crediteuren die niet bij het akkoord zijn betrokken de mogelijkheid moeten hebben om tegen het akkoord op te komen indien aannemelijk is dat het akkoord hun belangen materieel zou kunnen raken (zie hierover ook paragrafen 8.7.2.1 en 8.9.4.2). De waarborgen van de algemeen verbindend verklaring en met name van de vereisten voor *cram down* zouden anders eenvoudig (bijvoorbeeld door een overdracht) kunnen worden omzeild. Artikel 382 van het Voorontwerp bepaalt dat het akkoord geen werking heeft ten opzichte van crediteuren van wie het akkoord de rechten wijzigt maar die niet in de gelegenheid zijn gesteld om op het akkoord te stemmen of op te komen tegen de algemeen verbindend verklaring. Deze bepaling zou moeten worden verruimd: het akkoord zou evenmin werking moeten hebben tegen crediteuren wier rechten het akkoord beoogt ongewijzigd te laten maar die materieel door het akkoord in hun belangen worden geschaad, indien deze crediteuren niet in de gelegenheid zijn gesteld tegen de algemeen verbindend verklaring op te komen.

¹⁰³¹ R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans, K.A.J. de Vries, Herijking faillissementsrecht en het informeel akkoord: gemiste kans of opportunity voor een Nederlandse *scheme*, TvI 2013/2; R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans, K.A.J. de Vries, Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV, TvI 2013/20; R.D. Vriesendorp, Het buitengerechtelijk akkoord, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 108 - 110; zie in vergelijkbare zin ook de consultatiereactie van de Nederlandse Orde van Advocaten, 12 december 2014, p. 2. Zie voorts M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation? in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation, Kluwer, 2015, p. 287 en J. Jol, Wettelijk faciliteren van (financiële) herstructureringen: het dwangakkoord, in: Herstructurering en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?, Kluwer, 2013, p. 49.

¹⁰³² Toelichting p. 74-75.

Voor het maken van bezwaar tegen algemeen verbindend verklaring zou een ontvankelijkheidsdrempel naar analogie van artikel 2:349 BW moeten worden ingevoerd. Crediteuren zouden slechts ontvankelijk moeten zijn in hun bezwaar tegen algemeen verbindend verklaring, indien en voor zover zij hun bezwaar eerder onverwijld nadat het bezwaar is opgekomen aan de aanbieder van het akkoord kenbaar hebben gemaakt. De aanbieder wordt dan niet pas achteraf, bij de fase van homologatie, door de bezwaren verrast en heeft dan in een zo vroeg mogelijk stadium de mogelijkheid om te proberen aan de bezwaren tegemoet te komen. Verzuimt een crediteur zijn bezwaren tijdig kenbaar te maken en heeft de aanbieder van het akkoord daardoor niet eerder gelegenheid gehad aan de bezwaren tegemoet te komen, dan zou de crediteur niet meer de mogelijkheid moeten hebben het akkoord tegen te houden door zijn bezwaren alsnog op te werpen bij de behandeling van het verzoek tot algemeen verbindend verklaring. Zie ook paragraaf 8.9.1 hiervoor.

Onduidelijk is of de behandeling openbaar is. Dat zal vaak niet wenselijk zijn. Het zou dan ook goed zijn te bepalen dat de behandeling in raadkamer plaatsvindt of dat de rechter de bevoegdheid heeft behandeling met gesloten deuren of slechts met toelating van bepaalde personen te bevelen.¹⁰³³ De rechter zou ook de bevoegdheid moeten hebben te bepalen dat van de beschikking slechts een geanonimiseerd uittreksel wordt verstrekt.¹⁰³⁴ De rechter kan reeds naar huidig recht op verzoek van een partij bepalen dat het aan partijen verboden is aan derden mededelingen te doen omtrent de gegevens uit de procedure en het verhandelde ter zitting (vgl. art. 29 Rv).

De aanbieder is pas bevoegd een verzoek tot algemeen verbindend verklaring van het akkoord in te dienen, nadat acht dagen zijn verstreken vanaf de dag waarop schuldeisers van de stemuitslag kennis hebben kunnen nemen (artikel 374 lid 1 Voorontwerp). Deze wachtperiode dient geen redelijk doel en leidt tot onnodige vertraging.¹⁰³⁵ Het gaat erom dat belanghebbenden een redelijke termijn hebben om van de stemuitslag en het verzoekschrift kennis te nemen voordat het verzoek wordt

¹⁰³³ Onderzoek naar de vraag of en in hoeverre grondrechten zoals artikel 6 EVRM een openbare behandeling vereisen, valt buiten het bestek van dit boek.

¹⁰³⁴ Vgl. art. 27 en 28 lid 4 Rv.

¹⁰³⁵ Zie ook de consultatiereactie van Van Iersel en Luchtman Advocaten, 13 november 2014, p. 14-15 en R.D. Vriesendorp, Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II, Preadvis voor de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 90.

behandeld. Er bestaat geen goede reden waarom het verzoek niet direct na de stemming alvast kan worden ingediend. Integendeel, met het oog op de planning en de agenda van de rechtbank kan het juist bevorderlijk zijn het verzoek zo spoedig mogelijk na de stemming bij de rechtbank in te dienen.

Artikel 374 lid 2 Voorontwerp bepaalt welke informatie de verzoeker bij het verzoekschrift dient te voegen. Deze informatie omvat, naast het akkoord met onderliggende documenten, de namen en adressen van de betrokken schuldeisers en aandeelhouders met een omschrijving van hun vorderingen en rechten. Artikel 374 lid 2 onderdeel f Voorontwerp staat toe dat vermelding van identiteit en adressen achterwege kan blijven bij aandelen aan toonder. Een vergelijkbare bepaling is nodig voor andere verhandelbare (girale) effecten, waaronder obligaties en (gedematerialiseerde) aandelen. De aanbieder van het akkoord zal mogelijk bekend kunnen raken met de namen en adressen van de aanvankelijk anonieme houders van (girale) effecten die als zodanig geregistreerd stonden op de daartoe bepaalde registratiedatum ("*voting record date*") en zich hebben geïdentificeerd om aan de stemming deel te kunnen nemen. Dit zullen echter vaak niet dezelfde personen zijn als zij wier rechten uiteindelijk door het akkoord worden gewijzigd.

De rechtbank moet alle informatie verkrijgen die zij nodig heeft om een verzoek tot algemeen verbindend verklaring te kunnen beoordelen. Gaat het om een verzoek tot algemeen verbindend verklaring van een akkoord waarmee alle betrokken klassen hebben ingestemd, dan behoort de toets van de rechter zich in beginsel te beperken tot de vraag of de besluitvorming op deugdelijke wijze tot stand is gekomen (zie ook paragrafen 4.2.1, 4.2.3, 7.11.4 en 8.9.2) en zal de rechter alle informatie nodig hebben om dat te kunnen beoordelen. Daartoe behoort in ieder geval ook alle informatie om te kunnen controleren of de aanbieder van het akkoord de stemuitslag juist heeft vastgesteld. Het verdient ook aanbeveling vermelding te maken van eventuele eerdere beslissingen en uitlatingen van de rechter-commissaris op de voet van artikel 371 van het Voorontwerp.

Gaat het om een verzoek tot algemeen verbindend verklaring van een akkoord dat één of meer klassen hebben verworpen, dan zal de rechter in de regel de activa en activiteiten van de onderneming moeten waarderen. De rechter zal in dat geval van een aanzienlijke hoeveelheid aanvullende (financieel) inhoudelijke informatie moeten worden voorzien.

Bij een akkoord dat alle klassen hebben aangenomen, zou een systeem moeten worden overwogen waarbij het akkoord van rechtswege algemeen verbindend wordt na het verstrijken van een zekere termijn (bijvoorbeeld één of twee weken) nadat het verslag van de stemming aan de betrokken crediteuren is toegezonden, tenzij een crediteur binnen die termijn om een behandeling verzoekt. Direct na de stemming zou een zitting alvast in de agenda van de rechtbank kunnen worden gepland. Verzoekt geen crediteur binnen de termijn om een behandeling, dan wordt de geplande behandeling afgeblazen. Dit zou het proces aanzienlijk kunnen vereenvoudigen en versnellen in situaties waarin geen partij tegen het algemeen verbindend worden van het akkoord bezwaar wenst te maken (vanwege laag ingeschatte succeschansen of anderszins). Aldus zou het akkoord, met (impliciete) berusting van alle partijen in de uitslag van de stemming, zonder enige rechterlijke betrokkenheid tot stand kunnen komen. Een dergelijk systeem waarbij het akkoord automatisch verbindend wordt tenzij een partij binnen een zekere termijn bezwaar maakt, wordt ook gehanteerd in de Engelse CVA procedure (zie ook paragraaf 8.9.1 hiervoor).¹⁰³⁶

Volgens artikel 374 lid 4 Voorontwerp behandelt de rechtbank het verzoek met de meeste spoed. Artikel 375 Voorontwerp bepaalt dat de terechtzitting zal worden gehouden ten minste acht dagen na de verzending van de oproeping. Het zou mijns inziens wenselijk zijn een maximumtermijn van 14 dagen op te nemen, naar analogie van artikel 150 lid 3 Fw.

Artikel 378 Voorontwerp bepaalt dat de rechter, alvorens te beslissen over een verzoek tot algemeen verbindend verklaring, partijen gelegenheid kan geven het akkoord aan te passen of aan te vullen. Volgens de Toelichting kan aldus worden voorkomen dat, indien het voorliggende akkoord in ongewijzigde vorm niet voor algemeen verbindend verklaring in aanmerking komt, een nieuw akkoord moet worden aangeboden, wat tijd en geld kost.¹⁰³⁷ Deze bepaling kan de efficiëntie zeker bevorderen. Indien duidelijk is dat aanvulling of wijziging geen enkele partij benadeelt, bestaat tegen een aanpassing of wijziging zonder nieuwe stemming geen bezwaar. Bestaat echter de mogelijkheid dat bepaalde partijen als gevolg van de aanpassing enig nadeel zouden kunnen ondervinden, dan zou de rechter het aangepaste akkoord alleen algemeen verbindend mogen verklaren nadat die

¹⁰³⁶ Section 5 en 6 Insolvency Act 1986.

¹⁰³⁷ Toelichting p. 75.

partijen zijn gehoord of een nieuwe stemming heeft plaatsgevonden.¹⁰³⁸ In de praktijk zullen slechts kennelijke misslagen of verschrijvingen voor aanpassing in aanmerking komen.

10.15.2 Algemene weigeringsgronden voor ieder akkoord

De regeling van artikel 373 van het Voorontwerp voor de algemeen verbindend verklaring van het akkoord is een mengelmoes van de *confirmation* en *cram down* regeling uit het Amerikaanse recht, de criteria voor *sanctioning* van de Engelse *scheme of arrangement* en de homologatievereisten van de huidige Nederlandse akkoordregeling, met wat nieuwe eigen elementen eraan toegevoegd.

De rechter kan op verzoek van de aanbieder zowel een akkoord dat is aangenomen als een akkoord dat is verworpen (*cram down*) algemeen verbindend verklaren.

Indien het akkoord is aangenomen, verklaart de rechtbank op grond van artikel 373 lid 1 van het Voorontwerp het akkoord op verzoek van de aanbieder in beginsel algemeen verbindend, tenzij één of meer van de algemene gronden voor weigering van algemeen verbindend verklaring zich voordoet. Deze algemene weigeringsgronden, die voor ieder akkoord gelden (ongeacht of het akkoord is aangenomen of verworpen), zijn vervat in artikel 373 lid 3 van het Voorontwerp.

Indien het akkoord is verworpen, kan de rechtbank op verzoek van de aanbieder het akkoord algemeen verbindend verklaren als aan de nadere vereisten van artikel 373 lid 2 van het Voorontwerp is voldaan (de nadere *cram down* criteria). Het lijkt overigens logischer om leden 2 en 3 van artikel 373 in volgorde om te draaien.

De belangrijkste nieuwe algemene weigeringsgrond is opgenomen in artikel 373 lid 3 onder a van het Voorontwerp, namelijk dat “de belangen van een of meer schuldeisers dan wel aandeelhouders door toewijzing van het verzoek onevenredig worden geschaad”.

¹⁰³⁸ Zie in dit verband ook de consultatiereactie van INSOLAD, 13 november 2014, p. 11; R.D. Vriesendorp, Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II, Preadvies voor de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 95 en de consultatiereactie van de Raad voor de Rechtspraak van 14 november 2014, p. 18.

De meeste andere algemene weigeringsgronden in artikel 373 lid 3 onder b tot en met d sluiten aan bij de huidige weigeringsgronden voor homologatie van artikel 153 lid 2 onder 2^o en 3^o en lid 3 Fw (nakoming van het akkoord is onvoldoende gewaarborgd, het akkoord is tot stand gekomen met behulp van oneerlijke middelen of “andere zwaarwegende redenen” als open restcategorie).¹⁰³⁹ Onwenselijk is de nieuwe verplichte algemene weigeringsgrond die aan het slot van artikel 373 lid 3 onderdeel c Voorontwerp is toegevoegd, namelijk dat het akkoord “berust op een onjuiste voorstelling van zaken”. Dit is een veel te ruime en open weigeringsgrond. Indien aan de zijde van één of meer crediteuren sprake is geweest van een onjuiste voorstelling van zaken, lijkt mij dit onvoldoende om algemeenverbindendverklaring te weigeren. Deze onjuiste voorstelling moet te wijten zijn aan een oneerlijke handelwijze van de aanbieder. Dit wordt al voldoende gedekt door de voorgaande weigeringsgronden “bedrog, begunstiging of met behulp van oneerlijke middelen”.¹⁰⁴⁰

De nieuwe “niet onevenredig geschaad” toets is volgens de Toelichting geïnspireerd door de Engelse *scheme of arrangement*.¹⁰⁴¹ Volgens de Toelichting zijn de belangen van tegenstemmende crediteuren in elk geval onevenredig geschaad indien “(i) het akkoord geen ander doel dient dan het op de tegenstemmende minderheid afwentelen van het risico van de reorganisatie, (ii) geen redelijk denkend schuldeiser of aandeelhouder voor het akkoord zou hebben gestemd of (iii) de stemming over het akkoord oneerlijk is verlopen”.

Deze norm is allereerst te open en creëert daarmee onnodige rechtsonzekerheid (*deal uncertainty*). Daarnaast vermengt de norm, indien men deze uitlegt aan de hand van de Toelichting, een (marginale) toets van de inhoud van het akkoord met elementen die de wijze van besluitvorming betreffen, terwijl niet alle relevante aspecten van de besluitvorming worden uitgelicht.

De belangrijkste toets voor algemeen verbindend verklaring van een akkoord dat door alle klassen is aangenomen is dat de besluitvorming op deugdelijke wijze tot stand is gekomen. Dat wil zeggen dat de betrokken crediteuren op behoorlijke wijze zijn opgeroepen en voldoende tijd hebben gehad om zich een oordeel te vormen en waar nodig nadere informatie op te vragen, de aanbieder van het akkoord aan

¹⁰³⁹ Toelichting p. 70.

¹⁰⁴⁰ Zie ook de consultatiereactie van Van Iersel en Luchtman Advocaten, 13 november 2014, p. 14.

¹⁰⁴¹ Toelichting p. 70.

redelijke informatieverzoeken voldoende gevolg heeft gegeven, de klassen op de juiste wijze zijn ingedeeld, de vereiste meerderheden zijn behaald, de crediteuren niet hebben gestemd met het oog op andere belangen dan de belangen die representatief zijn voor de klasse (belangenconflicten) en geen sprake is geweest van bedrog of misleiding of de inzet van andere oneerlijke middelen bij de totstandbrenging van het akkoord. De wijze van besluitvorming, indien behoorlijk tot stand gekomen, vormt de democratische legitimatie voor de algemeen verbindend verklaring van het akkoord en de rechtvaardiging dat de rechter de inhoud van het akkoord niet of slechts marginaal hoeft te toetsten. Heeft de rechter eenmaal vastgesteld dat de besluitvorming op deugdelijke en democratische wijze tot stand is gekomen, dan behoort hij de inhoudelijke beslissing van de crediteuren in beginsel te respecteren en behoort hij deze slechts in uitzonderlijke gevallen (strijd met openbare orde of goede zeden) terzijde te kunnen stellen.

De “onevenredig geschaad” toets zou dan ook vervangen moeten worden door een concrete en specifieke toets die zich primair richt op alle relevante aspecten van de wijze van totstandkoming van de besluitvorming.

Volgens de Toelichting ligt in de “niet onevenredig geschaad” toets, naar analogie van de *scheme of arrangement*, voorts besloten dat er een “element van geven en een element van nemen” (*give and take*) moet zijn. Het slechts aan een partij ontnemen van haar rechten zonder dat daar iets tegenover staat, zou volgens de Toelichting niet in dit kader passen: het akkoord dient ter verdeling van het risico van de sanering van de schulden over alle relevante betrokkenen in plaats van dat risico louter af te wentelen op een of meer schuldeisers of aandeelhouders, aldus de Toelichting.¹⁰⁴²

De wetgever lijkt hiermee een belangrijk mankement van de Engelse *scheme of arrangement* in de Nederlandse regeling te importeren. Het vereiste van een element van *give and take* leidt ertoe dat men een *schemes of arrangement* niet effectief kan gebruiken om *out of the money* crediteuren uit de structuur te verwijderen. Men is gedwongen om de *out of the money* crediteuren buiten de *scheme* te houden en te werken met een *transfer scheme* om de *out of the money* crediteuren met ongewijzigde rechten in de oude lege vennootschap achter te laten. Dit wordt gezien als één van de grootste nadelen van de Engelse *scheme* ten opzichte van de Amerikaanse *Chapter 11* procedure. Het is te hopen dat de

¹⁰⁴² Toelichting p. 44.

wetgever deze implicaties niet heeft beoogd en deze opmerking in de Toelichting herziet. Zie ook paragrafen 7.4 en 7.15.3 hierboven.

De Toelichting is onjuist waar deze opmerkt dat het “risico van de sanering” moet worden verdeeld “over alle relevante betrokkenen in plaats van dat risico louter af te wentelen op een of meer schuldeisers of aandeelhouders.” Wie de gevolgen van het financiële onvermogen van de schuldenaar moeten dragen, wordt bepaald door de wettelijke rangorde.” Dat zijn niet “alle relevante betrokkenen”, maar specifiek aanwijsbare groepen, te beginnen met de meest achtergestelde, te weten de aandeelhouders. Het akkoordstelsel moet het mogelijk maken om de waarde overeenkomstig de wettelijke rangorde te verdelen, en derhalve ervoor te zorgen dat zij die nergens recht op hebben, ook niets krijgen. “Geven en nemen” is hier niet aan de orde.

De Toelichting knoopt voor de invulling van het algemene “onevenredig geschaad” criterium voorts aan bij de “*no unfair discrimination*” en “*fair and equitable*” criteria van de Chapter 11 procedure.¹⁰⁴³ Hier haalt de Toelichting de zaken door elkaar. De “*no unfair discrimination*” en “*fair and equitable*” criteria zijn geen algemene homologatiecriteria die gelden voor ieder akkoord, maar zijn uitsluitend van toepassing bij *cram-down* van een akkoord dat een of meer klassen hebben verworpen en gelden uitsluitend ten aanzien van de klassen die hebben tegengestemd. De Amerikaanse wetgever heeft er uitdrukkelijk vanaf gezien om deze criteria te laten gelden voor alle akkoorden, omdat de *absolute priority rule*, die van deze criteria onderdeel uitmaakt, dan altijd zou gelden, ook voor aangenomen akkoorden. Dit zou het onmogelijk maken om met instemming van alle klassen enige waarde aan “*out of the money*” klassen toe te kennen en zou daarmee voor iedere casus een tijd- en geldroevende waarderingsprocedure vereisen.¹⁰⁴⁴

Opvallend in positieve zin is dat als algemene weigeringsgrond is vervallen de minimumgrens voor de inhoud van het akkoord namelijk dat de crediteuren onder het akkoord niet aanmerkelijk minder mogen ontvangen dan zij uit de “baten des boedels” zouden ontvangen (vgl. artikel 153 lid 2 onder 1^o Fw). Dit betekent dat, indien allen klassen het akkoord bij meerderheid aannemen, de tegenstemmende minderheden binnen iedere klasse kunnen worden gedwongen met minder genoeg te nemen dan zij mogelijk in geval van liquidatie zouden ontvangen. Het

¹⁰⁴³ Toelichting p. 70.

¹⁰⁴⁴ Zie paragraaf 6.14.3.3 hiervoor.

Voorontwerp geeft bij de inrichting van het akkoord volledige vrijheid. “Het staat de schuldenaar of de schuldeiser die het akkoord aanbiedt vrij om het voorstel voor het akkoord vorm te geven zoals hij dat wenst. Vervolgens staat het de schuldeisers vrij om het akkoord al dan niet te aanvaarden”.¹⁰⁴⁵

Voor zover de opstellers van het Voorontwerp de liquidatietoets bewust als algemene weigeringsgrond hebben laten vervallen, geeft dit extra flexibiliteit en is dit als positief te beoordelen.¹⁰⁴⁶ Er kunnen voor crediteuren goede redenen zijn om aan een relatief lage uitkering onder het akkoord de voorkeur te geven boven de onzekerheid en vertraging van liquidatie (zie voor een nadere toelichting paragraaf 8.9.3.3). Indien de meerderheidsbesluitvorming op deugdelijke wijze tot stand is gekomen, zou de rechter deze meerderheidswens moeten respecteren.

Dit neemt echter niet weg dat het vervallen van deze ondergrens voor de inhoud van het akkoord een belangrijk afwijking vormt ten opzichte van het huidige recht. Het vormt ook een belangrijke afwijking ten opzichte van *Chapter 11* dat als één van de algemene *confirmation standards* voorschrijft dat individuele crediteuren onder het akkoord niet minder mogen ontvangen dan zij bij liquidatie zouden doen (*best interests test*).¹⁰⁴⁷

De ondergrens van de geschatte liquidatie-opbrengst keert in enigszins gewijzigde vorm wel terug, maar dan slechts voor de algemeen verbindend verklaring van een akkoord dat niet door alle klassen is aangenomen. In het Amerikaanse recht geldt de ondergrens van de geschatte liquidatie-opbrengst voor alle akkoorden, ook akkoorden die zijn aangenomen, en geldt voor een akkoord waarmee niet alle klassen hebben ingestemd de additionele eis dat de tegenstemmende klassen minimaal hun relatieve aandeel van de reorganisatiewaarde moeten ontvangen (*absolute priority rule*). Deze laatste eis keert in het Voorontwerp in het geheel niet terug, althans niet zichtbaar. Ik ga hierop in het onderstaande uitgebreider in.

Hierboven in paragraaf 8.9.4 is uiteengezet dat er aanleiding bestaat om twee nieuwe algemene homologatieweigeringsgronden in te voeren die specifiek verband houden met het pre-insolventiekarakter van het akkoord en het feit dat het mogelijk is slechts een deelverzameling van de crediteuren bij het akkoord te betrekken. Het

¹⁰⁴⁵ Toelichting p. 45.

¹⁰⁴⁶ Anders: M.L. Lennarts, *De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation?* in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation*, Kluwer, 2015, p. 286.

¹⁰⁴⁷ Zie paragraaf 6.13 hiervoor.

betreft de toets dat de schuldenaar in staat van insolventie of pre-insolventie verkeert en de toets dat het akkoord niet de belangen schaadt van crediteuren die buiten het akkoord zijn gelaten.

Deze laatste toets, dat het akkoord niet de belangen schaadt van crediteuren die buiten het akkoord zijn gelaten, zou men wellicht kunnen schuiven onder de “niet onevenredig geschaad” toets van artikel 373 lid 3 van het Voorontwerp dat spreekt over “schuldeisers dan wel aandeelhouders” in het algemeen, niet slechts schuldeisers of aandeelhouders van wie de rechten door het akkoord worden gewijzigd. Deze ruime uitleg zou echter op gespannen voet staan met artikel 375 lid 2 van het Voorontwerp dat de groep die tegen de algemeen verbindend verklaring kan opkomen uitdrukkelijk beperkt tot schuldeisers en aandeelhouders “van wie de rechten worden gewijzigd.” Zie ook hiervoor paragraaf 8.9.4.2.

Een uitdrukkelijke toets van de vraag of de schuldenaar in (pre-)insolventie verkeert, en daarmee of er voldoende financiële rechtvaardiging bestaat om crediteuren met dwang te binden, ontbreekt in het Voorontwerp en zou als algemeen homologatiecriterium moeten worden toegevoegd.¹⁰⁴⁸ Zie verder in dit verband ook paragrafen 3.6, 8.4 en 8.9.4.1 hiervoor.

10.15.3 *Cram down tegenstemmende klasse: stemgedrag niet “in redelijkheid”*

Waar het nieuwe algemene criterium dat geldt voor de verbindend verklaring van ieder akkoord voornamelijk is geïnspireerd door de Engelse *scheme of arrangement* is de *cram down* regeling van artikel 373 lid 2 van het Voorontwerp, die uitsluitend geldt voor de verbindend verklaring van een akkoord dat is verworpen, geïnspireerd door de Amerikaanse *Chapter 11* regeling (zie hierover paragraaf 6.14). De voorgestelde Nederlandse *cram down* regeling wijkt hier in belangrijke opzichten echter ook weer vanaf. Het is overigens niet verwonderlijk dat de regeling voor het algemeen verbindend verklaren van een akkoord dat één of meer klassen hebben verworpen, is gebaseerd op het Amerikaanse recht. De Engelse regeling kent immers geen mogelijkheid om een akkoord aan een tegenstemmende klasse op te leggen. De Engelse *scheme of arrangement* bevat geen *cram down* mechanisme. Zie in dit verband paragraaf 7.12 en 7.15.4 hiervoor.

¹⁰⁴⁸ Zie ook M.L. Lennarts, *De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation?* in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation*, Kluwer 2015, p. 284.

Op grond van 373 lid 2 van het Voorontwerp “kan” de rechtbank op verzoek van de aanbieder een akkoord dat niet alle klassen hebben aangenomen niettemin algemeen verbindend verklaren, indien zij van oordeel is dat de tegenstemmende klassen “in redelijkheid niet tot dat stemgedrag hebben kunnen komen.”

Het “niet in redelijkheid” criterium is te vaag en niet passend. Een partij die aan *cram down* te onderwerpen is, maakt niet noodzakelijkerwijs misbruik van recht en handelt ook niet noodzakelijkerwijs onredelijk door tegen te stemmen.¹⁰⁴⁹ Dit geldt te meer nu het bij *cram down* handelt om een tegenstemmende meerderheid. Het feit dat een bepaald standpunt door meerderheidsopvatting wordt gedragen is minstens een indicatie dat dat standpunt niet onredelijk is. De tegenstem van de meerderheid zal in veel gevallen gebaseerd zijn op een verschillende opvatting over de waardering. Over waardering valt in redelijkheid te twisten. Een collectief waardeoordeel dat de meerderheid onredelijk zou handelen of misbruik van recht zou maken door een andere mening te zijn toegedaan en daarom tegen te stemmen, is niet op zijn plaats. Zie ook paragraaf 8.9.7 hiervoor.

De economische criteria waaraan voor *cram down* moet zijn voldaan, heb ik in algemene bewoordingen omschreven en toegelicht in paragrafen 3.4.7, 8.9.6 en 8.9.7 hierboven. Kort gezegd komt het erop neer dat de rechter moet vaststellen dat elk lid van een tegenstemmende klasse onder het akkoord de keuze heeft tussen i) zijn relatieve aandeel in de liquidatiewaarde in contanten, of ii) zijn relatieve aandeel in de reorganisatiewaarde eventueel anders dan in contanten. De grote twistpunten zullen zijn: wat is de omvang van de liquidatiewaarde en/of de reorganisatiewaarde voor de vaststelling van deze aanspraken? Daar zal de rechter uiteindelijk een oordeel over moeten vellen.

Voor de beoordeling van de belangrijke vraag *wie in* en *wie out of the money* is, neemt het Voorontwerp de liquidatiewaarde tot uitgangspunt. Het Voorontwerp verwijst daarbij naar artikel 146 onderdeel b Fw dat aanknoopt bij “het percentage dat de schuldeisers zouden ontvangen zou de boedel worden vereffend”.¹⁰⁵⁰ Op

¹⁰⁴⁹ Zie ook paragraaf 8.9.7 hiervoor.

¹⁰⁵⁰ Zie in dit verband ook E. Schmieman, De aanbeveling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, Ondernemingsrecht 2014/77 die toelicht dat bij het toepassen van de *cram down* bevoegdheid de rechtbank in aanmerking zou kunnen nemen “de uitkering die schuldeisers of aandeelhouders uit de tegenstemmende klasse zouden krijgen indien de boedel van de schuldenaar in faillissement zou worden vereffend. Wanneer echter de tegenstemmende klasse op basis van het akkoord een uitkering zou ontvangen die lager is dan de liquidatiewaarde, zou een algemeen verbindend verklaring door de

bladzijde 16 merkt de Toelichting op: “Voor zover een bepaalde schuldeiser of investeerder *in het geval van faillissement* zijn vordering of investering kan terugkrijgen, kan worden gezegd dat hij “boven water” staat. Voor zover dat niet het geval is, staat de betreffende vordering of investering “onder water” (cursivering toegevoegd).¹⁰⁵¹

De liquidatiewaarde, althans de liquidatiewaarde alleen is een onjuiste maatstaf in het kader van de toepassing van de *cram down* bevoegdheid ten aanzien van een tegenstemmende klasse.¹⁰⁵² Zoals hierboven is toegelicht, is de liquidatiewaarde als algemene ondergrens te hanteren in het kader van de algemeen verbindend verklaring van een *aangenomen* akkoord (vergelijkbaar met de *best interests test*). Bij het algemeen verbindend verklaren van een *verworpen* akkoord moet in ieder geval de (doorgaans) hogere reorganisatiewaarde als ondergrens worden gehanteerd (vergelijkbaar met de *absolute priority rule*). De vraag wie *in* of *out of the money* is, moet niet worden beantwoord uitgaande van de situatie dat het akkoord faalt, maar uitgaande van de situatie dat het akkoord slaagt (reorganisatiewaarde). Crediteuren die op basis van de reorganisatiewaarde *in the money* zijn, moeten bij meerderheidsbeslissing (blokkerende) zeggenschap over het akkoord hebben en

rechtbank niet mogelijk moeten zijn aangezien de belangen van de tegenstemmende klasse dan onevenredig zouden worden geschaad.”

¹⁰⁵¹ Zie in dit verband ook Toelichting p. 23, 54, 67, 68, 69 (allemaal in dezelfde zin).

¹⁰⁵² Zie in dit verband ook de consultatiereactie van de NVB, 10 december 2014, p. 3 – 4 en p. 9 – 11, de consultatiereactie van INSOLAD, 13 november 2014, p. 3; S.W. van den Berg, WCO II: de *cram down* beschouwd vanuit waarderingsperspectief, FIP 2014/7 en M.L. Lennarts, De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation? in: Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015, p. 285. Zie in vergelijkbare zin ook M.Crystal QC and R.J. Mokal, The Valuation of Distressed Companies – A Conceptual Framework, (2006) 3, International Corporate Rescue, Issues 2 and 3 en J.B. Cleveland, Valuation in bankruptcy and a financial restructuring context, Journal of Business Valuation 7/15/2003. Anders: R.D. Vriesendorp, R.M. Hermans, K.A.J. de Vries, Wetsvoorstel tot aanpassing van de Faillissementswet door uitbreiding met titel IV, TvI 2013/20 waarin een regeling wordt voorgesteld op grond waarvan voor het aannemen van het akkoord geen instemming is vereist van een klasse die “naar alle waarschijnlijkheid geen uitkering ontvangt als de boedel van de schuldenaar in faillissement vereffend zou worden” en dat voor het weigeren van de homologatie van een verworpen akkoord als criterium hanteert dat de leden van de tegenstemmende klassen onder het akkoord “minder ontvangen dan zij zouden krijgen bij een vereffening (...)”; voorts in dezelfde zin R.D. Vriesendorp, Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II, Preadvies voor de Vereeniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 105 - 107. Vriesendorp betoogt dat de vraag wie wel en wie niet stemgerechtigd is, bepaald moet worden aan de hand van wie wel en wie geen uitkering zou ontvangen bij vereffening in faillissement. Vriesendorp gaat uit van de onjuiste gedachte dat in *Chapter 11* een akkoord aan een tegenstemmende klasse zou kunnen worden opgelegd indien de leden van die klasse minimaal ontvangen wat zij in geval van liquidatie in *Chapter 7* zouden ontvangen. Zie zijn preadvies p. 105 en in TvI 2013/20 de toelichting op het voorgestelde artikel 379 lid 3 onder b. Ook Van Gangelen en Gispén achten mijns inziens ten onrechte de situatie waarin een akkoord achterwege blijft, bepalend voor de vraag wie *in* en *out of the money* is; zie B.S.J.M. van Gangelen en G.H. Gispén, Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in: “Overeenkomsten en insolventie”, red. N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt, Kluwer, 2012, p. 320 waarin zij schrijven: “Niet valt in te zien waarom schuldeisers die zonder een akkoord zeker niets uit de opbrengsten van de activa van de schuldenaar zouden ontvangen, een sanering en reorganisatie zouden kunnen tegenhouden.”

kunnen afdwingen dat zij hun wettelijke aandeel in de reorganisatiewaarde ontvangen. Zie in dit verband verder paragrafen 3.4.7.2, 6.14.3.2, 8.9.6.2 en 8.9.7 hiervoor.

Ik geef voor het gemak op deze plaats een voorbeeld dat vergelijkbaar is met een voorbeeld dat eerder werd gegeven: stel de senior schuld van de vennootschap bedraagt 50. De junior schuld bedraagt ook 50. De liquidatiewaarde is toevallig ook getaxeerd op 50. De reorganisatiewaarde wordt vastgesteld op 100. Bij de totstandkoming van het akkoord wordt de reorganisatiewaarde gerealiseerd, 100. Het akkoord kent alle beschikbare waarde aan uitsluitend de senior crediteuren toe. Zij ontvangen onder het akkoord 50 aan uitgestelde schuldinstrumenten en 100% van alle aandelen. De junior crediteuren ontvangen onder het akkoord niets. De senior crediteuren ontvangen onder het akkoord daarmee twee keer zoveel aan waarde (100) als waar zij op grond van het nominaal bedrag van hun vorderingen recht op hebben (50) ten koste van de junior crediteuren die niets ontvangen. Alle senior crediteuren stemmen vóór. Alle junior crediteuren stemmen tegen.

Volgens de *cram down* regels van het Voorontwerp zou de rechter een dergelijk akkoord in principe aan de tegenstemmende junior klasse kunnen opleggen, omdat zij bij vereffening, in welk geval slechts de liquidatiewaarde zou worden gerealiseerd, eveneens niets zouden ontvangen. De junior crediteuren zouden in de bewoordingen van de Toelichting “onder water” staan. Dit is – zoals hierboven betoogd¹⁰⁵³ – een onjuiste maatstaf en leidt tot (evident) onbillijke uitkomsten. In deze situatie kan onmogelijk gezegd worden dat de junior crediteuren “niet in redelijkheid” tot een tegenstem hebben kunnen komen. Integendeel, tegenstemmende junior crediteuren staan in hun recht. Zij staan slechts op basis van liquidatiewaarde “onder water”, niet echter op basis van reorganisatiewaarde (100). Op basis van reorganisatiewaarde zijn zij volledig *in the money*. Reorganisatiewaarde is hier de te hanteren maatstaf. Op hun rechtmatig aandeel in de reorganisatiewaarde moeten de junior crediteuren aanspraak kunnen maken. Indien zij deze niet onder het akkoord ontvangen, moeten zij tegen kunnen stemmen zonder dat deze tegenstem als onredelijk wordt afgedaan.

Evenzeer onjuist is om de reorganisatiewaarde als algemene ondergrens te hanteren voor de algemeen verbindend verklaring van ieder akkoord, ook een

¹⁰⁵³ Paragraaf 3.10.4.

aangenomen akkoord.¹⁰⁵⁴ Dat zou aan de zelfbeschikkingsmacht van de crediteuren in belangrijke mate afbreuk doen, de flexibiliteit en inzetbaarheid van de procedure ernstig aantasten en voor de algemeen verbindend verklaring van ieder akkoord waardering van de onderneming vereisen. Indien een klasse bij meerderheid bereid is met minder dan de reorganisatiewaarde genoeg te nemen, moet die klasse de vrijheid hebben daartoe te besluiten. Door de reorganisatiewaarde op een afwijkende wijze (dan de geldende rangorde) te verdelen en klassen enige waarde toe te kennen die anders niets zouden ontvangen, is vaak een waardevernietigende waarderingdiscussie te voorkomen.¹⁰⁵⁵

Volgens de Toelichting zal bij de beoordeling van de “niet in redelijkheid” maatstaf voorts “een belangrijke rol” spelen of de “meerderheid van de klassen voor het akkoord heeft gestemd of juist tegen het akkoord heeft gestemd”.¹⁰⁵⁶

Zoals hierboven in paragraaf 4.3.6 reeds is betoogd, is dit echter niet relevant. Het feit dat één of meerdere klassen vóór hebben gestemd zegt niets over de redelijkheid van de behandeling van een andere tegenstemmende klasse die verschillende rechten heeft en/of verschillend onder het akkoord wordt behandeld.

Beschouw weer het hiervoor gegeven voorbeeld: de reorganisatiewaarde bedraagt 100. De senior schuld bedraagt 50. De junior schuld bedraagt eveneens 50. Het akkoord kent alle waarde toe aan de senior schuldeisers en niets aan de junior schuldeisers. Alle senior schuldeisers stemmen weer vóór. Alle junior schuldeisers stemmen weer tegen. Alle aandeelhouders stemmen ook tegen. Het feit dat de senior klasse vóór heeft gestemd is van geen enkele betekenis voor de vraag of de junior crediteuren in redelijkheid tegen mochten stemmen. Splitst men de senior klasse in drie of meer klassen (mezzanine, senior, super senior), dan is het feit dat alle drie senior klassen, en daarmee een meerderheid van de klassen, vóór hebben gestemd even irrelevant voor de vraag of de junior schuldeisers en de aandeelhouders in redelijkheid tegen mochten stemmen. De vraag of de junior vermogensverschaffers in redelijkheid tegen mochten stemmen, is primair een

¹⁰⁵⁴ Zoals Franken lijkt te verdedigen; zie M. Franken, Het dwangakkoord en de (toekomstige) baten des boedels, TvI 2015/21. Franken pleit ervoor de *going concern* waarde als algemene ondergrens voor algemeen verbindend verklaring te hanteren zonder onderscheid te maken tussen een aangenomen en een verworpen akkoord. Bij het toepassen van de *cram down* bevoegdheid zou, anders dan de Franken verdedigt, als ondergrens niet een waarde moeten worden gehanteerd die in het midden ligt tussen de *going concern* en de liquidatiewaarde, maar de volledige reorganisatiewaarde.

¹⁰⁵⁵ Zie ook paragrafen 4.1, 6.7, 6.14.3.3 en 8.7.2.2 hiervoor.

¹⁰⁵⁶ Toelichting p. 23 en 68.

vraag van waardering. De waarderingsvraag is uitsluitend door de rechter te beantwoorden (of door de *out of the money* klassen voor zover zij met het akkoord instemmen en erkennen dat zij geen of een gering economisch belang hebben). Omdat de klassen in beginsel in een verschillende positie verkeren, zegt een meerderheid van klassen niets over het gedrag van de minderheid van de klassen.

Indien aan de criteria voor *cram down* is voldaan, zou de rechter het akkoord in beginsel algemeen verbindend *moeten* verklaren. Voor verdere discretionaire bevoegdheid (“kan”) is dan in beginsel geen plaats. Onduidelijk blijft anders op welke gronden algemeen verbindend verklaring alsnog achterwege zou kunnen blijven. Partijen moeten weten waar zij aan toe zijn. Indien zij een akkoord hebben ingericht en gefinancierd gekregen dat aan de *cram down* criteria voldoet, moeten zij in beginsel ervan uit kunnen gaan dat algemeen verbindend verklaring zal volgen. Vergelijk in dit verband ook de *cram down* bepaling in *Chapter 11* die bepaalt dat de rechter een niet aangenomen akkoord zal (“*shall*”) homologeren indien aan de vereisten daartoe is voldaan.¹⁰⁵⁷

10.15.4 Uitzonderingen op de *cram down* bevoegdheid

Op de *cram down* bevoegdheid van de rechter om het akkoord aan een tegenstemmende klasse op te leggen, bevat het Voorontwerp in artikel 372 lid 2 onder a - d een aantal uitzonderingen. De gekozen formulering is merkwaardig. De formulering suggereert dat in het geval dat de rechter van oordeel is dat de tegenstemmende klasse niet in redelijkheid tot dat stemgedrag heeft kunnen komen, de rechter desondanks het akkoord niet algemeen verbindend mag verklaren, indien één van de uitzonderingen in artikel 372 lid 2 a – d Voorontwerp zich voordoet (dus ook al is de rechter van oordeel dat de klasse onredelijk stemgedrag vertoont).

De uitzonderingen laten aan duidelijkheid te wensen over. Zij lijken echter allemaal min of meer dezelfde strekking te hebben, namelijk dat de rechter het akkoord niet aan een tegenstemmende klasse mag opleggen, indien het akkoord aan de schuldeisers van de betreffende klasse minder toekent dan wat die schuldeisers bij liquidatie en/of uitwinning van hun zekerheden zouden ontvangen.¹⁰⁵⁸

¹⁰⁵⁷ § 1129(b)(1) US Bankruptcy Code; zie voorts paragraaf 6.14 hierboven.

¹⁰⁵⁸ Zie in dit verband ook Toelichting p. 23, 54, 67, 68, 69.

De uitzonderingen van artikel 372 lid 2 onder a – d Voorontwerp vormen daarmee in zekere zin een herhaling van de “niet in redelijkheid” toets die in artikel 372 lid 2 Voorontwerp is vervat.¹⁰⁵⁹ De “niet in redelijkheid” toets, die is geënt op artikel 146 sub b Fw, omvat immers reeds een vergelijking met de verwachte liquidatieopbrengst. Is het aanbod onder het akkoord minder dan de verwachte uitkering bij liquidatie, dan zal de tegenstemmende klasse in redelijkheid tot dat stemgedrag hebben kunnen komen en zal een *cram down* reeds om die reden niet mogelijk zijn. Aan de uitzonderingen op de *cram down* bevoegdheid van 372 lid 2 onder a – d Voorontwerp komt men dan niet meer toe.

De vergelijkingstoets met de geschatte uitkering bij liquidatie lijkt veel op de *best interests* test uit de Amerikaanse *Chapter 11* procedure. Echter, in plaats dat deze toets voor ieder akkoord geldt, ook een akkoord waarmee alle klassen hebben ingestemd zoals in de *Chapter 11* procedure, vindt de toets op grond van het Voorontwerp alleen toepassing in het kader van de *cram down*, dat wil zeggen bij de algemeen verbindend verklaring van een akkoord waarmee niet alle klassen hebben ingestemd. De toets die bij het toepassen van de *cram down* bevoegdheid in het kader *Chapter 11* van toepassing is, namelijk dat ieder zijn deel van de reorganisatiewaarde ontvangt, ontbreekt in het Voorontwerp.

De uitzonderingen op de *cram down* bevoegdheid van artikel 373 lid 2 van het Voorontwerp zijn verder onduidelijk over de vraag in hoeverre de rechter een verworpen akkoord aan een tegenstemmende klasse kan opleggen, indien de schuldeisers van die klasse een uitkering onder het akkoord ontvangen anders dan in contanten. Volgens artikel 373 lid 2 onder a van het Voorontwerp is de rechter niet bevoegd een verworpen akkoord aan een klasse van gecureerde schuldeisers op te leggen, indien de schuldeisers van die klasse onder het akkoord een “contant bedrag ontvangen dat lager is dan de onderhandse verkoopwaarde” (artikel 373 lid 2 onder b van het Voorontwerp bevat een vergelijkbare bepaling voor schuldeisers met een eigendomsvoorbehoud¹⁰⁶⁰). Het is niet duidelijk of de rechter het akkoord aan een tegenstemmende gecureerde klasse kan opleggen, indien het akkoord een uitkering anders dan in contanten toekent die wordt gewaardeerd op een bedrag dat (aanzienlijk) hoger ligt dan de onderhandse verkoopwaarde. De

¹⁰⁵⁹ Zie in deze zin ook het advies van de Raad voor de Rechtspraak van 21 november 2014.

¹⁰⁶⁰ Onbegrijpelijk in dit verband is waarom schuldeisers minimaal de oorspronkelijke verkoopprijs van de onder eigendomsvoorbehoud geleverde goederen zouden moeten ontvangen. Het zal lang niet altijd voorkomen dat een schuldeiser de teruggehaalde zaken weer tegen de oorspronkelijke verkoopprijs zal kunnen verkopen.

betreffende schuldeisers ontvangen in dat geval immers ook geen “contant bedrag dat lager is dan de onderhandse verkoopwaarde”.¹⁰⁶¹

Artikel 373 lid 2 onderdelen b en d van het Voorontwerp, die handelen over preferente en concurrente schuldeisers en aandeelhouders, spreken niet van een “contant bedrag” maar van “een uitkering”. Niet duidelijk is of met “een uitkering” ook een uitkering anders dan in contanten wordt bedoeld en of in dit verband een bewust onderscheid is gemaakt tussen schuldeisers met een zakelijk zekerheidsrecht (pand- of hypotheekrecht of eigendomsvoorbehoud) enerzijds en andersoortige schuldeisers en aandeelhouders anderzijds.

Een onderscheid tussen verschillende soorten schuldeisers is in dit verband niet op zijn plaats.¹⁰⁶² In principe hebben alle vreemd vermogen verschaffers, anders dan eigen vermogen verschaffers, op een zeker moment recht op terugbetaling in contanten. Het recht om te mogen executeren en terugbetaling in contanten te bewerkstelligen, is niet aan crediteuren met een zekerheidsrecht voorbehouden. Dit is een recht dat aan alle crediteuren toekomt. Het zekerheidsrecht geeft “slechts” voorrang en de mogelijkheid om onafhankelijk van de collectieve procedure te executeren.

Zoals hiervoor in paragrafen 3.4.5 is betoogd, mag het (collectieve) executierecht van crediteuren niet eenvoudig terzijde worden geschoven. Voor alle soorten schuldeisers (vreemd vermogen verschaffers) behoort te gelden dat, indien zij op basis van liquidatiewaarde *in the money* zijn, zij bij meerderheid op executie (liquidatie) moeten kunnen aansturen en dat het akkoord slechts dwingend aan hen kan worden opgelegd indien het akkoord hen een bedrag in contanten toekent dat

¹⁰⁶¹ De Brauw stelt ten onrechte in haar consultatiereactie van 15 december 2014 dat de ABI in het kader van herziening van Chapter zou hebben voorgesteld om aan te knopen bij “*foreclosure value*”. Het tegenovergestelde is het geval. De ABI onderschrijft het uitgangspunt dat gecureerde crediteuren aanspraak behoren te maken op “*reorganization value*”. De “*foreclosure value*” wordt uitsluitend voorgesteld als maatstaf voor de bepaling van “*adequate protection*”. Zie hierover nader ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014, p. 67 – 73 (over *adequate protection*) en p. 207 – 224 (over de onverminderde aanspraak van gecureerde crediteuren op de “*reorganization value*”): “*A class of senior creditors should be entitled to receive in respect of their secured claims distributions (...) having a value equal to the reorganization value (or a portion thereof) attributable to the collateral securing their claims ...*” (p. 207); zie voorts Douglas G. Baird, *The Rights of Secured Creditors after ResCap*, 2015 U. Ill. L. Rev. – (forthcoming).

¹⁰⁶² Zie in dezelfde zin de consultatiereactie van De Brauw, 15 december 2014, p. 13; De Brauw hanteert hierbij echter (in het kader van de toepassing van de *cram down* bevoegdheid) in navolging van het Voorontwerp een naar mijn mening onjuiste maatstaf, namelijk liquidatiewaarde in plaats van reorganisatiewaarde: “*Evenals voor preferente en concurrente schuldeisers en aandeelhouders is voor gezekerde schuldeisers slechts van belang of zij onder het akkoord een uitkering ontvangen die lager is dan de uitkering die zij zouden ontvangen als de boedel van de schuldenaar in faillissement zou worden vereffend.*” Zie ook paragraaf 2.8.5 van de brief.

naar redelijke verwachting overeenkomt met het bedrag dat zij in geval van executie zouden hebben ontvangen. Crediteuren die op basis van liquidatiewaarde *in the money* zijn, moeten niet tegen hun (meerderheids)wil kunnen worden gedwongen door te financieren (met iets anders dan contanten genoeg te nemen), maar moeten tot liquidatie kunnen besluiten indien zij dat om zakelijke redenen opportuun achten. Of liquidatie zakelijk opportuun is of niet, moet in beginsel aan de discretionaire beoordeling van de crediteuren zelf staan, niet aan de rechter.

Ik geef weer een voorbeeld: de vennootschap heeft een ongesecureerde concurrente schuld van 75. Andere schulden heeft de vennootschap niet. De liquidatiewaarde is getaxeerd op 75. De reorganisatiewaarde is vastgesteld op 100. Het akkoord houdt in het converteren van alle ongesecureerde vorderingen in een langlopende ongesecureerde lening met een zekere rente. De bestaande aandeelhouders behouden hun volledige aandelenbelang. De crediteuren stemmen tegen. Zij wensen terugbetaling (in geld). De tegenstemmende klasse van crediteuren moet in een dergelijke situatie niet door middel van een *cram down* gedwongen kunnen worden de onderneming te financieren (tegen een rente die zij te laag en/of met een risicoprofiel dat zij te hoog achten en/of terwijl zij aan liquide middelen behoefte hebben en om die reden tot executie willen of moeten overgaan). De wens van de aandeelhouders om het verschil tussen de liquidatie en de marktwaarde van 25 te realiseren, moet niet ten koste gaan van het recht van de crediteuren om te executeren en (in dit geval volledige) terugbetaling te bewerkstelligen.¹⁰⁶³ Zie ook hiervoor paragrafen 2.6.4 – 2.6.5, 3.4.5 – 3.4.7 en 8.9.6 – 8.9.7.

Dit standpunt, dat vreemd vermogen verschaffers niet tegen hun (meerderheids)wil moeten kunnen worden gedwongen door te financieren, vormt een belangrijke afwijking ten opzichte van het Amerikaanse recht. Zoals uit het bovenstaande bleek, kan de rechter (gesecureerde) crediteuren in het kader van een *Chapter 11* procedure tegen hun meerderheidswil wel dwingen door te financieren (zie paragrafen 6.14.2 en 6.14.3.1 en 6.16.7).

¹⁰⁶³ Willen de aandeelhouders een mogelijk gepercipieerde “delta” realiseren (een surplus als gevolg van het voorkomen van een gedwongen verkoop), dan moeten zij, indien de crediteuren niet bij meerderheid met het doorfinancieren van de onderneming instemmen, aanbieden de crediteuren tegen liquidatiewaarde uit te nemen en zonodig daartoe financiering in de markt arrangeren. Is geen marktpartij bereid om de benodigde financiering te verstrekken, dan is dat op zichzelf een belangrijke aanwijzing dat de veronderstelde “*upside*” niet opweegt tegen de risico’s en kosten. Aandeelhouders moeten dan geen perverse prikkel hebben om een “*upside*” na te streven waar geen zakelijke basis voor bestaat door de rechter de lasten en risico’s van onzakelijke financiering (die de markt niet bereid is te verstrekken) met een *cram down* op de crediteuren te laten afwentelen.

Hiervoor is al opgemerkt dat de gedachte van de *absolute priority rule*, inhoudende dat ieder volgens de wettelijke rangorde “het zijne” van de reorganisatiewaarde verkrijgt, die in de *Chapter 11* procedure geldt voor opleggen van een akkoord aan één of meer klassen die hebben tegen gestemd, in het Voorontwerp niet terugkeert. Dit is niet terecht. *In the money* crediteuren moeten kunnen afdwingen dat zij onder het akkoord het aandeel in de met het akkoord gerealiseerde waarde (de reorganisatiewaarde) ontvangen waar zij volgens hun wettelijke rangorde aanspraak op hebben.

Het gevolg van de *cram down* criteria van artikel 373 lid 2 van het Voorontwerp is niet alleen dat ongesecureerde crediteuren van hun aandeel in de reorganisatiewaarde verstoken kunnen blijven. Hetzelfde lot kan gesecureerde crediteuren ten deel vallen. Gesecureerde crediteuren kunnen met de onderhandse verkoopwaarde van hun activa worden afgescheept en hun resterend aandeel in de reorganisatiewaarde aan hun neus voorbij zien gaan.

Ik geef een voorbeeld. De gesecureerde bankschuld is 100. Er is geen andere schuld. Alle activa zijn aan de bank verpand. De executiewaarde van de activa is 15. De onderhandse verkoopwaarde van de activa is 25. De reorganisatiewaarde (in dit geval de waarde van de toekomstige kasstromen) is 100. De bank is op basis van de reorganisatiewaarde nog volledig *in the money*. De aandeelhouder is *out of the money*. Hij heeft geen economisch belang meer. De aandeelhouder laat de vennootschap een akkoord aanbieden dat aan de bank een bedrag ter grootte van de onderhandse verkoopwaarde van 25 toekent en niets méér. De aandeelhouder behoudt onder het aangeboden akkoord alle aandelen in de vennootschap. De aandeelhouder stemt (uiteraard) vóór. De bank stemt (uiteraard) tegen. Op basis van de *cram down* regels die het Voorontwerp voorstelt, is dit akkoord aan de bank op te leggen. De aandeelhouder wordt daarmee voor een bedrag van 75 verrijkt ten koste van de bank die met eenzelfde bedrag wordt verarmd.

Zoals eerder toegelicht, zou de rechter het besluit van een tegenstemmende klasse die *in the money* is slechts terzijde moeten “kunnen” stellen, indien het akkoord de schuldeisers in die klasse (al dan niet als alternatief) de optie biedt i) een contant bedrag te ontvangen dat naar redelijke schatting minimaal gelijk is aan wat zij bij liquidatie en/of uitwinning van hun zekerheden zouden ontvangen, of ii) een uitkering te ontvangen (al dan niet in contanten) met een totale waarde die

overeenstemt met het aandeel in de reorganisatiewaarde waar zij volgens hun wettelijke rangorde aanspraak op hebben.¹⁰⁶⁴

10.15.5 De gevolgen van algemeen verbindend verklaring

Hoewel het Voorontwerp dat nergens met zoveel woorden bepaalt, is het bedoelde gevolg van algemeen verbindend verklaring dat dit degenen tot wie het akkoord zich richt aan het akkoord bindt, ongeacht of zij aan de stemming hebben deelgenomen of hebben tegengestemd.

Moeilijk te begrijpen is artikel 381 van het Voorontwerp dat bepaalt dat de in kracht van gewijsde gegane beschikking tot algemeen verbindend verklaring een executoriale titel oplevert tegen de crediteuren die aan het akkoord zijn gebonden. Dit lijkt de wereld op zijn kop. De schuldenaar heeft in de regel immers geen vorderingen op zijn crediteuren. Een dwangakkoord kan hooguit wijziging brengen in de rechten van crediteuren. Een dwangakkoord kan voor crediteuren in beginsel geen (geldelijke) verplichtingen in het leven roepen.¹⁰⁶⁵ De in kracht van gewijsde gegane beschikking zou hooguit een executoriale titel tegen de *schuldenaar* op kunnen leveren (vgl. 159 en 274 Fw).¹⁰⁶⁶ Artikelen 159 en 274 Fw bepalen dat het in kracht van gewijsde gegane vonnis van homologatie een executoriale titel oplevert voor vorderingen die de schuldenaar niet heeft betwist. Een dergelijke regel verdient in het kader van een pre-insolventieakkoord geen navolging, omdat dit het voor de schuldenaar extra bezwaarlijk zou kunnen maken om in het kader van de stemming vorderingen te erkennen, wat weer tot onnodig veel geschillen over toelating tot de stemming zou kunnen leiden. Betwist de schuldenaar en laat de rechter-commissaris de vordering vervolgens op voet van artikel 371 tot de stemming toe, dan komt de vordering daarmee nog niet vast te staan en kan deze ook geen executoriale kracht verkrijgen, althans dit lijkt het systeem van het Voorontwerp te zijn. De schuldenaar heeft daarmee een prikkel om te betwisten en voor de toelating te verwijzen naar de rechter-commissaris. Bij faillissement en surseance speelt dit probleem minder omdat de schuldenaar de vordering kan betwisten, terwijl de curator of bewindvoerder deze kan erkennen en tot de stemming toe kan laten

¹⁰⁶⁴ Zie hierover uitgebreider paragrafen 3.4.7 en 8.9.6 – 8.9.7 hiervoor.

¹⁰⁶⁵ Zie over dit onderwerp uitgebreid R.M. Hermans en R.D. Vriesendorp, Het dwangakkoord in het insolventierecht: vrijheid in gebondenheid?, TvI 2014/10.

¹⁰⁶⁶ Zie in dit verband ook R.D. Vriesendorp, Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II, Preadvies voor de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 100. Vriesendorp is van oordeel dat een executoriale titel tegen de gebonden crediteuren wel een zinvolle functie kan vervullen.

zonder dat de vordering daarmee executoriale kracht verkrijgt. Tussenkost van de rechter-commissaris is dan niet per se nodig.

10.15.6 *Geen regels voor concurrerende akkoorden*

Het Voorontwerp geeft terecht ook anderen dan de schuldenaar het recht om een akkoord aan te bieden maar besteedt geen aandacht aan de vraag hoe om te gaan met meerdere (concurrerende) akkoorden die tegelijkertijd aanhangig zijn. Dit hoeft niet tot grote complicaties te leiden. Indien een verzoek tot algemeen verbindend verklaring van een akkoord voorligt, kan de rechter de behandeling van het verzoek aanhouden indien een stemuitslag van een concurrerend akkoord op korte termijn te verwachten valt. De rechter-commissaris zou de bevoegdheid moeten hebben om procedureregels te geven om de behandeling van concurrerende akkoorden die tegelijkertijd voorliggen in goede banen te leiden. Ook een stille toezichthouder zou een nuttige rol kunnen vervullen bij het coördineren van de behandeling van parallelle akkoorden.¹⁰⁶⁷

Er kan uiteraard maar één akkoord algemeen verbindend worden verklaard. Hierboven in paragraaf 8.9.9 heb ik de volgende mogelijke selectieregels voorgesteld: de rechter geeft allereerst voorrang aan het akkoord dat alle klassen hebben aangenomen. Indien er meerdere akkoorden voorliggen die alle klassen hebben aangenomen, of indien geen van de voorliggende akkoorden door alle klassen zijn aangenomen, maar ieder akkoord afzonderlijk beschouwd voor *cram down* in aanmerking komt, verklaart de rechter het akkoord verbindend dat voor de zittende vermogensverschaffers de hoogste waarde realiseert (hoogste reorganisatiewaarde). Bij gelijke reorganisatiewaarde, zou de rechter voorrang kunnen geven aan het akkoord dat voorziet in de grootste uitkering in contanten. Andere selectieregels laten zich ook indenken.

10.15.7 *Hoger beroep en cassatie*

Artikelen 379 en 380 van het Voorontwerp stellen tegen een beslissing tot algemeen verbindend verklaring hoger beroep en cassatie open. De termijn voor het instellen van beroep is acht dagen. De behandeling dient plaats te vinden binnen 14 dagen na het indienen van het beroepschrift (artikel 379 lid 4 Voorontwerp). Het instellen

¹⁰⁶⁷ Zie verder paragraaf 8.2.4 hierboven.

van beroep schorst in beginsel de uitvoerbaarheid van het akkoord.¹⁰⁶⁸ Hoewel de termijnen kort zijn, is niet realistisch om te veronderstellen dat een hoger beroeps- en cassatieprocedure binnen een termijn van 3 à 4 maanden is af te ronden. Voor veel ondernemingen zal dat te lang duren.

Het feit dat hoger beroep en cassatie tegen de beslissing tot algemeen verbindend verklaring openstaat en dat het instellen van beroep schorsende werking heeft, zal de bruikbaarheid van de regeling in het Voorontwerp ernstig aantasten. Het verdient daarom sterk de voorkeur om tegen de beslissing tot algemeen verbindend verklaring geen beroep open te stellen.¹⁰⁶⁹

De Toelichting merkt op dat bij het openstellen van hoger beroep en cassatie “is aangesloten bij de regeling van de *scheme of arrangement*.”¹⁰⁷⁰ Dit is zeer betrekkelijk. Het Voorontwerp is op dit punt aanzienlijk minder werkbaar dan de Engelse *scheme of arrangement* en de Amerikaanse *Chapter 11* procedure. Bij zowel de Engelse als de Amerikaanse procedure staat hoger beroep weliswaar in theorie open, maar heeft hoger beroep weinig zin omdat het instellen van hoger beroep de uitvoering van het akkoord niet verhindert en, indien het hoger beroep slaagt, de gevolgen van het akkoord niet ongedaan hoeven te worden gemaakt voor zover dat niet mogelijk is (geen “*unscrambling the egg*”).¹⁰⁷¹

Voor zover de wetgever de mogelijkheid van hoger beroep niettemin zou willen handhaven, zou op zijn minst naar analogie van het Amerikaanse en Engelse recht moeten worden bepaald dat het instellen van beroep de verbindendheid en de uitvoerbaarheid van het akkoord niet schorst, dat de gevolgen van het akkoord niet ongedaan hoeven te worden gemaakt voor zover dat onmogelijk is en dat schorsing van het akkoord hangende het beroep op verzoek van een partij kan worden bevolen, doch slechts indien en voor zover de verzoeker zekerheid stelt voor de schade die als gevolg van de schorsing zou kunnen optreden. Zie in dit verband ook de aanbevelingen van de Europese Commissie: “In het belang van de schuldeisers

¹⁰⁶⁸ Vgl. (impliciet) artikel 381 Voorontwerp, art. 360 Rv, artt. 157, 159 en 161 Fw; anders R.D. Vriesendorp, *Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II*, Preadvies voor de Vereniging Handelsrecht, Uitgeverij Paris, 2014, p. 100. Vriesendorp constateert dit onduidelijk is onder het Voorontwerp maar vermoedt dat het instellen van een rechtsmiddel geen schorsende werking heeft.

¹⁰⁶⁹ Zie ook paragraaf 8.2.1 hiervoor. Zie in dezelfde zin de consultatiereactie van De Brauw Blackstone Westbroek, 15 december 2014, p. 8.

¹⁰⁷⁰ Toelichting p. 75.

¹⁰⁷¹ Zie hierover verder paragrafen 6.15 en 7.14 hierboven.

die het herstructureringsplan steunen, zou het beroep niettemin in beginsel de uitvoering van het herstructureringsplan niet mogen schorsen”.¹⁰⁷²

11. Samenvatting, conclusies en verder onderzoek

11.1 Hoofdstuk 1 – Probleemstelling en overzicht

De doelstelling van dit boek is om een rechtvaardigingsgrondslag en een raamwerk voor een pre-insolventieakkoord te ontwikkelen. Het onderzoek beschouwt eerst de normatieve grondslag van insolventierecht in het algemeen en draagt vervolgens, daarop voortbouwend, een grondslag voor een pre-insolventieakkoord aan. Het volgende onderdeel bespreekt de besluitvorming bij een insolventieakkoord, meer in het bijzonder het systeem van het stemmen in klassen en de noodzaak om dit aan te vullen met judiciële besluitvorming. Daarna komt het belangrijke thema van waardering in het kader van een herstructurering aan bod. De daaropvolgende hoofdstukken bevatten een analyse van de Amerikaanse *Chapter 11* procedure en de Engelse *scheme of arrangement*. Het doel hiervan is om deze buitenlandse regelingen goed te doorgronden en de zwakke en sterke punten ervan te identificeren. Tegen de achtergrond van de voorgaande hoofdstukken wordt vervolgens een raamwerk voor een pre-insolventieakkoord ontwikkeld. De laatste onderdelen van het boek onderwerpen de Aanbeveling van de Europese Commissie en het Voorontwerp aan een beoordeling.

11.2 Hoofdstuk 2 – Rechtvaardigingsgrond en doel van faillissementsrecht

Een nieuwe regeling is pas te ontwerpen als men het doel van de te ontwerpen regeling goed voor ogen heeft. Om het doel van een pre-insolventie akkoordregeling vast te kunnen stellen, heb ik in hoofdstuk 2 eerst naar het doel van faillissementsrecht in het algemeen gekeken. Daarbij heb ik geput uit de *creditors' bargain theory* die Jackson en Baird in de jaren 80' van de vorige eeuw hebben ontwikkeld.

In hun zoektocht naar de normatieve grondslag van het insolventierecht en de rechtvaardiging voor de inbreuk die dit maakt op individuele verhaalsrechten, stellen Jackson en Baird voor een collectieve insolventieprocedure te beschouwen als het

¹⁰⁷² Zie in dit kader ook Europese Commissie, Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final, aanbeveling 24.

resultaat van wat de crediteuren naar verwachting met elkaar zouden hebben afgesproken over het coördineren van hun individuele verhaalsinspanningen in geval van een toekomstige insolventie van hun schuldenaar, indien zij in staat zouden zijn hierover afspraken te maken vanuit een *ex ante* positie waarin een insolventie van de schuldenaar niet te voorzien is. Jackson en Baird opperen dat in zulk een *ex ante* positie de crediteuren zouden afspreken om, in geval van insolventie van de schuldenaar, hun individuele verhaalsrechten in te ruilen voor een collectieve verhaalsprocedure. Het valt aan te nemen dat de crediteuren deze uitruil zouden hebben afgesproken indien gecoördineerd verhaal met het voorgestelde collectieve verhaalsysteem leidt tot een hogere opbrengst voor de crediteuren als groep dan een ongecoördineerde stortvloed van individuele verhaalsacties. De normatieve grondslag van het insolventierecht is dan de aanwezig geachte *ex ante* instemming van de crediteuren, een hypothetisch sociaal contract tussen hen. Dit is wat Jackson en Baird de "*creditors' bargain*" noemen.

Volgens de *creditors' bargain theory* kan een normatieve grondslag voor het insolventierecht dus aanwezig worden geacht indien het insolventierecht tot doel en tot effect heeft de opbrengst ten behoeve van de crediteuren als groep te maximaliseren. De aangedragen rechtvaardigingsgrondslag ontbreekt, indien het insolventierecht zich het redden van de onderneming tot doel stelt voor zover dat ten koste van de crediteuren gaat. Dit is niet wat de crediteuren zouden hebben bedongen in ruil voor het inleveren van hun individuele verhaalsrechten.

Tot de kern teruggebracht, komt de theorie van Jackson en Baird erop neer dat een rechtvaardigingsgrond voor een collectieve verhaalsprocedure bestaat indien de crediteuren als groep met de voorgestelde collectieve verhaalsprocedure erop vooruitgaan (ten opzichte van het alternatief van individuele verhaalsuitoefening). Zij kunnen dan worden geacht met het verlies van hun individuele verhaalsrechten te hebben ingestemd.

De *creditors' bargain theory* is gebaseerd op liquidatie (verkoop aan een derde tegen betaling in contanten). Jackson en Baird vergelijken collectieve liquidatie met individuele liquidatie (executie). Vergelijkt men collectieve met individuele liquidatie, dan valt betrekkelijk spoedig aan te nemen dat alle crediteuren op voorhand met het collectieve verhaalsysteem erop vooruitgaan. Met een gecoördineerde collectieve executieverkoop zal het vaak mogelijk zijn een hogere opbrengst te realiseren dan met een veelheid aan ongecoördineerde individuele executieverkopen. Alle

crediteuren zijn, vanuit een *ex ante* positie beoordeeld, in beginsel gebaat met een systeem dat de mogelijkheid van een hogere opbrengst geeft.

Moeilijker wordt het echter indien men een collectieve liquidatie vergelijkt met een herstructurering. Onder liquidatie versta ik in dit verband niet een *piecemeal* verkoop van de onderneming, maar omzetting van de waarde van de onderneming in liquide middelen door verkoop van de onderneming (in de regel als *going concern*) aan een derde tegen betaling in contanten. Onder een herstructurering versta ik de implementatie van een transactie waarbij de waarde van de onderneming in de vorm van verschillende financiële instrumenten (vorderingen en aandelen) aan de crediteuren wordt uitgekeerd zonder deze waarde liquide te maken. Tussen liquidatie en herstructurering bestaat geen principieel verschil. Waar bij liquidatie een verkoop van de onderneming plaatsvindt aan een derde, vindt bij een herstructurering in wezen een verkoop van de onderneming plaats aan de crediteuren zelf. De grootste verschillen tussen een liquidatie en een herstructurering zijn de vorm van de uitkering en de waardering. Bij een liquidatie (liquide making) vindt een uitkering in contanten (liquide middelen) plaats. Bij een herstructurering vindt een uitkering van de waarde van de onderneming in natura plaats (in de vorm van verschillende financiële instrumenten). Bij een liquidatie vindt de waardering, de vaststelling wie wel en wie geen aanspraak heeft, in het kader van het marktverkenning- en biedproces plaats door de markt. Bij een herstructurering vindt geen transactie op de open markt plaats, maar wordt de waarde van de onderneming in de vorm van verschillende vermogenstitels rechtstreeks aan de crediteuren uitgekeerd zonder de onderneming aan de markt aan te bieden en moet de waardering worden bepaald door een papieren waarderingsexercitie.

Het is op voorhand niet eenvoudig vast te stellen dat de crediteuren als groep met een herstructurering erop vooruitgaan ten opzichte van het alternatief van collectieve liquidatie. Een herstructurering kan ten voordele van de ene deelgroep werken, maar ten nadele van een andere. Een herstructurering kan met name een achteruitgang ten opzichte van (collectieve) liquidatie betekenen voor de deelgroep die bij (collectieve) liquidatie een uitkering in contanten zou ontvangen en die bij een herstructurering genoeg moet nemen met iets anders dan contanten. Dat kan bezwarend zijn.

Als een herstructurering weliswaar ten voordele van de ene, maar ten nadele van de andere deelgroep kan werken, hoe stelt men dan vast of een herstructurering, ten opzichte van het alternatief van (collectieve) liquidatie, *per saldo* tot een beter resultaat leidt voor de crediteuren als geheel? Zelfs indien men per saldo een vooruitgang voor de crediteuren als geheel zou kunnen vaststellen, dan nog kan men zich de vraag stellen of het rechtvaardig is om de belangen van de groep die slechter af is, op te offeren voor de belangen van de groep als geheel.

Om de rechtvaardigingsgrond voor een herstructureringssysteem vast te stellen, stel ik een verfijning van de *creditor's bargain theory* voor. Deze verfijning houdt in essentie in dat, wil voor een herstructureringssysteem een voldoende rechtvaardigingsgrond bestaan, alle deelgroepen moeten kunnen worden geacht met het herstructureringssysteem erop vooruit te gaan ten opzichte van faillissement en er op voorhand geen deelgroep moet zijn aan te wijzen die er met het herstructureringssysteem wezenlijk op achteruit kan gaan. Het valt dan veilig aan te nemen dat het herstructureringssysteem per saldo tot een beter resultaat voor de crediteuren als groep leidt dan het alternatief van collectieve liquidatie, zonder dat de belangen van een specifieke deelgroep daarvoor worden opgeofferd. Deze toets, dat geen deelgroep met de voorgestelde maatregel erop achteruit mag gaan ten opzichte van de situatie zonder de voorgestelde maatregel, sluit aan bij het zogenaamde Pareto-efficiëntie criterium. Volgens het Pareto-criterium is er sprake van een toename van de gezamenlijke welvaart, indien het nut van één of meer leden van de desbetreffende groep groter wordt zonder dat het nut van enig ander lid van de groep kleiner wordt.

11.3 Hoofdstuk 3 – Rechtvaardigingsgrond en doel van een zelfstandig dwangakkoord

11.3.1 *De grondslag en het doel van een pre-insolventieakkoord*

In hoofdstuk 3 bespreek ik de grondslag, het insolventierechtelijke karakter en het doel van het pre-insolventieakkoord. Een eerste constatering is dat in een situatie waarin de schuldenaar solvent is en geen noodzaak tot ingrijpen bestaat, voor het maken van een inbreuk op de rechten van partijen geen rechtvaardiging aanwezig is. In het bijzonder bestaat er geen rechtvaardiging voor het maken van een inbreuk op de rechten van een partij op de enkele grond dat een meerderheid van gelijk geplaatste andere partijen een voorgestelde aanpassing wenst. Ik concludeer dat de bevoegdheid die in het pre-insolventieakkoord besloten ligt om aan partijen dwang

op te leggen, uiteindelijk terugvoert op de collectieve verhaalsrechten van de crediteuren. Vanaf het moment dat de crediteuren bevoegd zijn om zich collectief op de aanwezige waarde te verhalen, worden de crediteuren die tot de aanwezige waarde gerechtigd zijn, bevoegd om bij meerderheid te beslissen hoe zij die wensen aan te wenden. Instemming van de schuldenaar of van degenen die geen economisch belang meer hebben, hebben zij in dat geval niet nodig. De crediteuren kunnen worden geacht *ex ante* te hebben ingestemd met een mechanisme van meerderheidsbesluitvorming in geval van insolventie om een verbeterde realisatie van rechten te faciliteren ten behoeve van de crediteuren als groep.

Het pre-insolventieakkoord ontpopt zich aldus als een verschijningsvorm van insolventierecht. Het staat ten dienste van de crediteuren en heeft tot doel hen te assisteren bij de uitoefening van hun collectieve verhaalsrechten. Het pre-insolventieakkoord heeft, meer in het bijzonder, tot doel om schuldeisers een mogelijkheid te bieden om hun collectieve verhaalsrechten op een verbeterde, alternatieve wijze uit te oefenen buiten het kader van een formele surseance- of faillissementsprocedure. Crediteuren kunnen een pre-insolventieakkoord gebruiken om de onderneming buiten faillissement (en op een andere manier dan faillissement voorschrijft) te liquideren om een beter resultaat te bereiken voor de crediteuren als groep. Crediteuren kunnen een pre-insolventieakkoord ook gebruiken om de onderneming buiten surseance of faillissement te herstructureren (de waarde in natura onder de aanspraakgerechtigden te verdelen zonder deze liquide te maken) om een beter resultaat te bereiken voor de crediteuren als groep.

11.3.2 *Waarom herstructureren in plaats van liquideren?*

Een onderdeel van hoofdstuk 3 betreft de beantwoording van de vraag waarom crediteuren ervoor zouden kiezen de onderneming te herstructureren in plaats van te liquideren.

Het recht van schuldeisers op wettelijke executie is een recht op liquidatie: het recht om binnen een begrensd tijdsbestek niet-liquide vermogen van de schuldenaar gedwongen om te laten zetten en uit te laten keren in de vorm van liquide middelen. Het wettelijke executierecht en het daarmee gepaard gaande gedwongen en in tijd begrensde geldomzettingsproces hebben een inherent prijsdrukkend effect.

Een executieverkoop vindt, vanwege het noodzakelijkerwijs gedwongen en in tijd begrensde karakter, per definitie plaats onder *distressed* omstandigheden. Dit levert in de regel minder op dan de gepercipieerde marktwaarde. Dit is de maximale prijs die naar verwachting zou kunnen worden verkregen in een hypothetische verkoop buiten *distress*.

Indien crediteuren de prijsdrukkende effecten van geforceerde liquidatie willen voorkomen, kunnen zij ervoor opteren van liquidatie af te zien en de waarde in niet liquide vorm aan zich te laten uitkeren. Waar liquidatie crediteuren slechts in staat stelt de liquidatiewaarde te realiseren, stelt een herstructurering crediteuren in staat op termijn mogelijk de gepercipieerde marktwaarde te realiseren.

Het “surplus” dat met een herstructurering valt te realiseren, zou men daarom kunnen omschrijven als het verschil in opbrengst tussen een *distressed (going concern)* verkoop van de onderneming en een hypothetische verkoop van de onderneming buiten *distress*, oftewel de “delta” tussen de liquidatiewaarde en marktwaarde. Deze “delta” wordt vaak ten onrechte omschreven als het “*going concern* surplus”. Dit is in die zin onjuist dat een *going concern* oplossing ook met een liquidatie is te bereiken. Een herstructurering is daarvoor niet nodig.

11.3.3 *Bescherming recht op contanten (liquidatie) en op reorganisatiewaarde*

Door een herstructurering aan schuldeisers op te leggen, ontnemt men hen het recht om te executeren en betaling in contanten te bewerkstelligen. Dit is een vergaande inbreuk op de verhaalsrechten van schuldeisers die veel verder strekt dan slechts de inwisseling van een individueel executierecht voor een collectief executierecht. Waar het inwisselen van een individueel executierecht voor een collectieve executierecht slechts inbreuk maakt op individuele procedurele rechten met als doel om tot een verbeterde realisatie van de materiële aanspraken van de crediteuren te komen, maakt het opleggen van een herstructurering in de plaats van (collectieve) liquidatie inbreuk op het materiële recht van partijen op contanten, vaak met als doel om de voornoemde “delta” te realiseren ten behoeve van partijen die bij liquidatie geen aanspraak op een uitkering zouden kunnen maken. Een herstructurering strekt daarmee ten voordele van de ene groep, maar ten nadele van een andere groep. Een herstructurering kan een wezenlijke achteruitgang betekenen voor crediteuren die bij liquidatie aanspraak zouden kunnen maken op

een uitkering in contanten, maar die bij een herstructurering genoeg zouden moeten nemen met iets anders dan contanten.

Een rode draad in dit proefschrift is de stelling dat het recht van crediteuren om te kunnen executeren en daarmee te liquideren en betaling in de vorm van contanten te bewerkstelligen een zwaarwegend recht is dat hen niet eenvoudig moet kunnen worden ontnomen.

Voor een voldoende rechtvaardigingsgrond voor een herstructureringsysteem formuleer ik dan ook de randvoorwaarde dat een herstructurering niet aan crediteuren moet kunnen worden opgelegd, tenzij de betrokken crediteuren bij meerderheid ermee instemmen of zij de mogelijkheid hebben om te opteren voor een uitkering in de vorm van contanten die minimaal gelijk is aan het bedrag dat zij naar verwachting in geval van (collectieve) liquidatie zouden hebben ontvangen. Er valt dan op voorhand geen deelgroep aan te wijzen die geacht kan worden met de herstructurering erop achteruit te gaan ten opzichte van de situatie zonder de voorgestelde herstructurering.

Een tweede randvoorwaarde is dat, waar de democratische legitimatie voor een andere verdeling ontbreekt, de meerwaarde die met het akkoord wordt gerealiseerd (de reorganisatiewaarde), wordt verdeeld overeenkomstig de geldende rangorde. Dit betekent dat de leden van de klassen die bij meerderheid tegen het akkoord hebben gestemd, aanspraak moeten kunnen maken op het aandeel in de reorganisatiewaarde wij zij overeenkomst hun rang recht op hebben.

11.3.4 Financiële staat van (pre-)insolventie voor toepassing vereist

Een pre-insolventieakkoord is in mijn opvatting een insolventierechtelijk instrument. Het is terug te voeren op de (collectieve) verhaalsrechten van de crediteuren. Voor de toepassing ervan is de toestemming van de schuldenaar in principe niet vereist. Het is aan de schuldenaar tegen diens wil op te leggen. De beschikbare waarde wordt op basis van de waardering op de dag van de totstandkoming van het akkoord onder de crediteuren die nog een aanspraak hebben, verdeeld. Lager gerangschikte schuldeisers en aandeelhouders die op basis van de waardering van dat moment geen aanspraak meer hebben, verliezen definitief het vooruitzicht op herstel. Minderheidscrediteuren die een voorkeur hebben voor een uitkering in

contanten in liquidatie, kunnen door meerderheidscrediteuren worden gedwongen genoeg te nemen met een niet-contante uitkering onder een herstructurering.

Gelet op de vergaande gevolgen, is voor de toepassing van een pre-insolventieakkoord uitsluitend plaats indien de schuldenaar in staat van insolventie of pre-insolventie verkeert, de collectieve verhaalsrechten van schuldeisers inwerking zijn getreden of onvermijdelijk inwerking zullen treden en een grondslag voor het ingrijpen in de rechten van partijen bestaat. Dit betekent dat de toepassing van een pre-insolventieakkoord vereist dat een rechter toetst of de schuldenaar in staat van insolventie of pre-insolventie verkeert.

11.3.5 *De financiële staat van pre-insolventie*

Voor de bevoegdheid om een pre-insolventieakkoord toe te passen valt pre-insolventie met insolventie gelijk te stellen. Onder pre-insolventie versta ik de situatie waarin de schuldenaar weliswaar nog in staat is om aan zijn direct opeisbare verplichtingen te voldoen, maar het intreden van de staat van insolventie op termijn onvermijdelijk is (geen realistische kans meer bestaat insolventie af te wenden). De schuldenaar heeft er geen belang bij het onvermijdelijke langer uit te stellen. Alle betrokkenen hebben er dan juist belang bij dat er zo vroeg mogelijk kan worden ingegrepen om onnodige schade te voorkomen en zoveel mogelijk waarde te preserven.

11.4 Hoofdstuk 4 – Akkoordbesluitvorming bij insolventie: democratisch én judicieel

In hoofdstuk 4 bespreek ik het gemengde democratische / judiciële karakter van een dwangakkoord dat dienst moet doen als insolventierechtelijk instrument.

Een akkoordregeling die als insolventie-instrument dienst moet doen, kan niet zuiver democratisch zijn.

In het kader van insolventie is het met name nodig om tegenstemmende *out of the money* klassen te kunnen binden. Tegenstemmende klassen kunnen niet worden gebonden door democratische besluitvorming. Een klasse kan bij meerderheidsbesluit uitsluitend een tegenstemmende minderheid binnen diezelfde klasse binden. Democratische binding kan daarom slechts ontstaan binnen een klasse, niet tussen verschillende klassen. Een meerderheid van vóór stemmende klassen kan een minderheid van andere tegenstemmende klassen niet binden.

Evenmin kan een grote vóór stemmende klasse een kleinere tegenstemmende klasse binden.

Tegenstemmende klassen kunnen uitsluitend worden gebonden krachtens een rechterlijke beslissing. Een gerechtelijke beslissing is met name nodig om vast te stellen wie nog een economisch belang heeft (*in the money is*) en wie niet (*out of the money is*) en om een akkoord aan tegenstemmende *out of the money* klassen op te kunnen leggen.

De insolventierechtelijke noodzaak om krachtens rechterlijke beslissing tegenstemmende *out of the money* klassen te dwingen afscheid van hun oude rechten te nemen, is een direct gevolg van het insolventie-eigen verschijnsel van een tekort. Zonder deze rechterlijke bevoegdheid, die met een akkoord in de zin van wilsovereenstemming niets van doen heeft, kan een akkoordregeling niet effectief als insolventierechtelijk instrument dienst doen. In het bijzonder is de akkoordregeling dan niet in staat om te waarborgen dat de beschikbare waarde wordt verdeeld overeenkomstig ieders recht. Waarde kan dan wegvloeien naar partijen die daartoe niet gerechtigd zijn ten koste van hen die dat wel zijn.

Democratische besluitvorming vindt met name plaats waar dat de crediteuren die nog een economisch belang hebben, aangaat. Zij bepalen democratisch hoe zij de beschikbare waarde wensen aan te wenden: in geld omzetten (liquideren) of uitkeren in andere vorm (herstructureren). De crediteuren die geen economisch belang meer hebben, hebben in principe geen, althans in ieder geval geen blokkerende zeggenschap.

Het belangrijkste voordeel van een democratisch systeem is dat dit het mogelijk maakt om de beschikbare waarde uit te keren in een andere vorm dan in contanten (herstructureren). Een uitkering anders dan in contanten is niet mogelijk zonder instemming van de crediteuren. In het kader van een herstructurering moeten zij beslissen of zij hun aanspraak bij liquidatie in de onderneming wensen te herinvesteren. Dit is een beslissing die nadrukkelijk bij de crediteuren zelf thuis hoort, niet bij een rechter of curator. Een herstructurering vereist daarom crediteurenraadpleging.

In hoofdstuk 4 worden verder de ratio en het systeem van stemmen in klassen beschreven.

11.5 Hoofdstuk 5 – Waardering in het kader van herstructurering

Herstructureren is onlosmakelijk verbonden met waarderen. Bij liquidatie vindt de waardering plaats door de markt. Bij een herstructurering wordt de waarde van de onderneming rechtstreeks in natura aan de aanspraakgerechtigde crediteuren uitgekeerd zonder de onderneming aan de markt aan te bieden. De bepaling van de omvang van de te verdelen waarde moet bij een herstructurering daarom noodgedwongen plaatsvinden door middel van een “papieren” waarderingsexercitie.

In het kader van een herstructurering is een waardering voor verschillende doeleinden nodig. Allereerst is een waardering nodig om te bepalen wat er in totaal aan te verdelen waarde beschikbaar is. Voor het vaststellen wat er in totaal aan te verdelen waarde bestaat, is het onderwerp van de waardering niet, althans niet uitsluitend, de onderneming als geheel. De waarde van de onderneming wordt uitgekeerd in de vorm van verschillende financiële instrumenten. Het zijn deze afzonderlijke financiële instrumenten die moeten worden gewaardeerd om vast te stellen of de crediteuren aan waarde ontvangen waar zij recht op hebben. Uiteraard is de waarde van de uitgegeven financiële instrumenten een functie van de waarde van de onderneming zelf. De optelsom van de waarde van alle uit te geven financiële instrumenten is echter niet noodzakelijkerwijs gelijk aan de waarde van de onderneming als geheel. Als gevolg van verhoogde incurantheid van de afzonderlijke titels en het feit dat de toegekende individuele vermogenstitels ieder op zichzelf geen controle over de onderneming verschaffen, zal de optelsom van de waarde van alle afzonderlijke financiële instrumenten meestal geringer zijn dan de waarde van de onderneming als geheel. Dit kan een belangrijk nadeel en een waardedrukkende omstandigheid van een herstructurering zijn. Bij een liquidatie doet dit nadeel zich niet voor. De onderneming wordt dan verkocht als onverdeeld geheel, inclusief alle controle daarover. De markt voor een onderneming als geheel is doorgaans meer liquide dan die voor onderhandse deelbelangen in een (private) onderneming die afzonderlijk geen controle verschaffen.

Een tweede doel van waardering kan zijn om vast te stellen wat de omvang is van het bedrag dat onder het akkoord in de vorm van contanten zou moeten worden aangeboden indien de klassen die bij liquidatie een aanspraak op contanten hebben niet (bij meerderheid binnen iedere klasse) met een andersoortige uitkering onder het akkoord instemmen. Men moet dan vaststellen wat naar redelijke verwachting

de opbrengst in contanten zou zijn in geval van liquidatie. Deze liquidatie-analyse zal doorgaans ook nodig om aan de crediteuren inzichtelijk te maken dat zij onder het akkoord beter af zijn dan zonder het akkoord en daarmee hun steun voor het akkoord te verwerven.

Een derde doel van waardering in het kader van een herstructurering kan zijn om de omvang vast te stellen van de bevoorrechte aanspraak (voor zover gedekt) van crediteuren met een zekerheidsrecht of een bijzonder voorrecht, waarbij de omvang van deze bevoorrechte aanspraak gekoppeld is aan de waarde van het onderliggende bezwaarde goed.

Een vierde doel van waardering kan zijn om voor de klassenindeling van gecureerde crediteuren vast te stellen welk deel van hun vordering als gedekt moet worden aangemerkt en daarmee zou moeten worden ingedeeld in de klasse van gecureerde crediteuren en welk deel van de vordering als ongedekt heeft te gelden en daarmee zou moeten worden ingedeeld in de klasse van ongecureerde crediteuren.

In hoofdstuk 5 heb ik een overzicht gegeven van de verschillende stappen van een waarderingsexercitie en specifieke aspecten daarvan besproken die relevant zijn voor een herstructurering. Het gaat dan onder meer om het vaststellen van het doel en onderwerp van de waardering (hierboven aangestipt), de waarderingsdatum, de waarderingpremisse, de toe te passen waarderingsstandaard, de te hanteren waarderingmethode en afslagen wegens incurantheid en gebrek aan controle. Aan het eind van dit hoofdstuk zijn veel in dit boek gehanteerde waardebegrippen kort toegelicht.

11.6 Hoofdstuk 6 – Kritiek op de akkoordregeling van *Chapter 11*

In hoofdstuk 6 heb ik de hoofdlijnen van de akkoordregeling van *Chapter 11* onder het Amerikaanse recht beschreven en aan een beoordeling onderworpen.

Een belangrijk punt van kritiek op de Amerikaanse regeling betreft de bewerkelijkheid, de duur en de hoge kosten van de procedure. Een belangrijke oorzaak hiervan is de intensieve betrokkenheid van de rechter. Deze intensieve betrokkenheid is het gevolg van het grote aantal beslissingen dat de rechter moet of

kan worden gevraagd te geven en de grote hoeveelheid en de complexe aard van de criteria waaraan de rechter daarbij moet toetsen.

Afgezien van de vertraging en de kosten die deze intensieve rechterlijke betrokkenheid met zich brengt, is ook de inhoudelijke invloed van de rechter onder het Amerikaanse systeem mijns inziens te groot. Het primaat van de crediteurendemocratie heeft in het Amerikaanse systeem onvoldoende gewicht. De rechter kan de wens van (de meerderheid van) de crediteuren te vaak en te eenvoudig terzijde stellen.

De *automatic stay* kan te lang voortduren zonder dat crediteuren zich over de wenselijkheid van verder uitstel kunnen uitlaten. De *automatic stay* dwingt crediteuren hiermee om langer door te financieren dan nodig is om een akkoord tot stand te brengen. Dit bevoordeelt laag gerangschikte crediteuren en aandeelhouders die geen reëel economisch belang meer hebben, ten koste van crediteuren die bij de uitoefening van hun verhaalsrechten wel economisch belang hebben en zich daarin onnodig lang belemmerd zien.

Een moratorium zou niet een structureel karakter mogen hebben met als doel om de onderneming langere tijd voort te kunnen zetten zonder dat er noodzakelijkerwijs een akkoord tot stand hoeft te komen. Een wettelijk moratorium zou slechts van korte duur moeten zijn en louter tot doel moeten hebben gelegenheid te bieden om de mogelijkheid van een akkoord te verkennen en waar mogelijk tot stand te brengen. De structurele oplossing moet uit het akkoord zelf komen dat van de vereiste democratische legitimatie is voorzien (bijvoorbeeld een langer uitstel of een andere structurele maatregel).

Ik betwijfel het nut van een indringende inhoudelijke rechterlijke toets van de aan de crediteuren te verstrekken informatie (goedkeuring van *disclosure statement*) alsmede het nut van de *best interests* test en de *feasibility* test als algemene homologatiecriteria, dat wil zeggen homologatiecriteria die ook gelden voor akkoorden waarmee alle klassen hebben ingestemd. De *best interests* en de *feasibility* test bieden geen reële bescherming terwijl deze aanzienlijke vertraging, kosten en onzekerheid veroorzaken. Dit geldt evenzeer voor een indringende inhoudelijke toets van de *disclosure statement*.

De strekking van de *absolute priority rule* is dat een tegenstemmende klasse het aandeel in de reorganisatiewaarde moet ontvangen overeenkomstig haar rang. De *absolute priority rule* brengt dit eenvoudige principe echter op een onnodig ingewikkelde, verholde en gebrekkige wijze tot uiting. De *absolute priority rule* verdient in dit opzicht geen navolging. Het onderliggende principe wel.

De Amerikaanse criteria voor *cram down* van een tegenstemmende klasse bieden crediteuren die bij liquidatie aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering in contanten onvoldoende bescherming. De *best interests test*, die geldt voor de homologatie van ieder akkoord, waarborgt slechts dat crediteuren een uitkering ontvangen met een veronderstelde *waarde* die gelijk is aan het bedrag dat zij naar verwachting in geval van liquidatie in contanten zouden hebben ontvangen. Het waarborgt echter niet dat crediteuren een bedrag van die grootte daadwerkelijk *in contanten* ontvangen. De *cram down* criteria geven de rechter de bevoegdheid om de leden van een tegenstemmende klasse van crediteuren, die bij liquidatie een uitkering in contanten zouden ontvangen, te dwingen genoegen te nemen met iets anders dan contanten en de onderneming daarmee door te financieren (en wel tegen een door rechter aanvaardbaar geacht rendement dat niet noodzakelijkerwijs opweegt tegen het door de crediteuren en/of de markt geziene risico). Hoewel dit ten voordele kan werken van junior vermogensverschaffers die bij liquidatie niets zouden ontvangen, kunnen senior crediteuren (die bij liquidatie aanspraak zouden kunnen maken op een uitkering in contanten) onder dit systeem slechter af zijn dan bij liquidatie. Voor een dergelijk systeem dat ten voordele van de ene groep kan werken maar ten nadele van een andere, bestaat onvoldoende rechtvaardiging. Dit onderdeel van het Amerikaanse systeem verdient daarom evenmin navolging.

11.7 Hoofdstuk 7 – Kritiek op de *scheme of arrangement*

In hoofdstuk 7 heb ik de hoofdlijnen van de akkoordregeling van de Engelse *scheme of arrangement* beschreven en aan een beoordeling onderworpen.

Ook de kosten en complexiteit van de *scheme* vormen een punt van kritiek. Men zou de procedure kunnen stroomlijnen en aanzienlijk sneller, eenvoudiger en goedkoper kunnen maken door de noodzaak van de eerste zitting af te schaffen, toe te laten dat crediteuren hun stem uitbrengen zonder de noodzaak om stemvergaderingen te houden en een homologatiezitting alleen te laten plaatsvinden indien de schuldenaar of een belanghebbende partij binnen een

zekere termijn daarom verzoekt. In het kader van de stemming zou de *head count* moeten worden afgeschaft. Ook het feit dat de regeling geen voorziening bevat voor de behandeling van lopende contracten (waaronder voor de problematiek van *ipso facto* en *change of control* bepalingen) is een tekortkoming.

Een belangrijke beperking aan de mogelijke inhoud van een *scheme* is de eis dat een *scheme* altijd een element van *give and take* moet bevatten. Dit vormt een belemmering voor het gebruik van een *scheme* om rechten aan partijen te ontnemen die geen economisch belang meer hebben.

Een ander belangrijk mankement van de *scheme* regeling is dat deze geen voorziening bevat om een *scheme* op te leggen aan tegenstemmende klassen. Een *scheme* kent geen *cram down* mechanisme. Een *scheme* is daarmee op zichzelf thans niet te gebruiken om crediteuren en aandeelhouders die geen economisch belang hebben uit de kapitaalstructuur te verwijderen. Om *out of the money* partijen uit de structuur te elimineren, draagt men thans de onderneming of de activa van de vennootschap over aan een nieuwe entiteit. Men duidt dit aan als een *transfer scheme*. Dit is niet altijd mogelijk of wenselijk.

Een verdere tekortkoming van de *scheme* is dat crediteuren niet in staat zijn een *scheme* tot stand te brengen zonder instemming van de vennootschap (lees: de controlerende aandeelhouders). Zolang dit het geval is, zal het ook in Engeland gewenste *cram down* mechanisme weinig effectief zijn om (controlerende) aandeelhouders die *out of the money* zijn tegen hun wil uit de kapitaalstructuur te verwijderen. Deze aandeelhouders zullen immers kunnen bewerkstelligen dat de vennootschap geen akkoord aanbiedt, of haar instemming onthoudt aan een akkoord dat één of meer crediteuren hebben aangeboden, dat aan de oude aandeelhouders in de nieuwe situatie geen belang toekent.

De *scheme* bevat thans geen insolventietoets. Indien de *scheme* regeling zou worden uitgebreid met de mogelijkheid om een *scheme* aan tegenstemmende klassen op te leggen (*cram down*), valt er aan het introduceren van een insolventietoets mijns inziens niet te ontkomen.

11.8 Hoofdstuk 8 – Raamwerk voor een pre-insolventieakkoord

In hoofdstuk 8 heb ik een raamwerk voor een pre-insolventieakkoord op hoofdlijnen geschetst.

11.8.1 *Algemene eisen ter bevordering van de effectiviteit*

Voor een effectieve akkoordprocedure is van groot belang dat deze flexibel, snel en efficiënt is. Daartoe ontkomt men er niet aan de rechterlijke betrokkenheid tot een minimum te beperken en rechtsmiddelen uit te sluiten. De procedure moet niet meer rechtsgevolgen in het leven roepen en niet meer publiciteit vereisen dan strikt nodig. De procedure zou moeten worden ondergebracht bij een gespecialiseerde rechtbank, of anders de Ondernemingskamer, die de juridische en bedrijfseconomische expertise en commerciële ervaring heeft om de noodzakelijke beslissingen accuraat en doortastend in één instantie te kunnen nemen.

Een voorziening zou dienstig zijn om individuele verhaalsmaatregelen van specifieke schuldeisers alsmede faillissementsaanvragen op verzoek van de aanbieder van het akkoord gedurende de procedure te laten schorsen. Ook zou een voorziening moeten bestaan om te voorkomen dat contracten louter als gevolg van de aanbieder van het akkoord vervallen terwijl de wederpartij daar geen redelijk belang bij heeft (voorziening tegen *ipso facto* en *change of control* bepalingen). Verder zou een voorziening wenselijk zijn die wederpartijen verhindert opschortings- of ontbindingsrechten rauwelijks in te roepen op basis van de enkele omstandigheid dat de schuldenaar in staat van insolventie verkeert. Ook zou een voorziening moeten bestaan die de aanbieder van het akkoord de bevoegdheid geeft lopende contracten met een negatieve waarde eenzijdig te beëindigen. De concurrente schadevordering die de wederpartij daaruit zou verkrijgen, zou de aanbieder in het akkoord moeten kunnen meenemen.

De aanbieder van het akkoord zou de rechtbank in een zo vroeg mogelijk stadium, reeds vóór de stemming, moeten kunnen vragen een bindende beslissing te geven over alle onderwerpen die voor de totstandkoming van het akkoord relevant zijn en die reeds vóór de stemming zijn te beslechten. Onderwerpen die de rechter op verzoek van de aanbieder reeds vóór de stemming bindend zou moeten kunnen beslechten, betreffen in het bijzonder, maar niet uitsluitend, de klassenindeling en de waardering.

11.8.2 *Bevoegdheid om een akkoord aan te bieden*

De bevoegdheid om een akkoord aan te bieden, zou behalve aan de schuldenaar ook moeten toekomen aan schuldeisers. Is het de schuldenaar die een akkoord aanbiedt, dan zou daarvoor geen rechterlijke ingangstoets moeten bestaan. Wenst een crediteur een akkoord aan te bieden, dan zou de bevoegdheid daartoe slechts moeten bestaan indien de rechter vooraf heeft vastgesteld dat de schuldenaar in financiële staat van insolventie of pre-insolventie verkeert.

11.8.3 *Inhoud van het akkoord*

De mogelijke inhoud van het akkoord zou de wet open moeten laten. De toelaatbare inhoud volgt indirect uit de homologatiecriteria. Het akkoord zou in ieder geval alle soorten vermogensverschaffers moeten kunnen binden: aandeelhouders, concurrente crediteuren, preferente crediteuren en gecureerde crediteuren. Een akkoord zou ook moeten kunnen voorzien in een ongelijke behandeling van gelijk gerangschikte schuldeisers alsmede in de aanpassing of eliminatie van vorderingen van crediteuren op derden.

Waar het akkoord beoogt partijen met verschillende rechten te binden, moet het stemmen plaatsvinden in klassen.

11.8.4 *Vereisten voor het aannemen van een akkoord*

Een akkoord zou als aangenomen moeten worden aangemerkt indien alle klassen bij meerderheid vóór hebben gestemd, dat wil zeggen indien een meerderheid binnen iedere klasse vóór heeft gestemd.

Een klasse zou moeten worden geacht vóór te hebben gestemd indien de vorderingen van de crediteuren die vóór hebben gestemd 2/3 vertegenwoordigen van de vorderingen van alle crediteuren in die klasse die aan de stemming hebben deelgenomen. Er zou geen meerderheidseis in aantal vóór stemmende crediteuren moeten bestaan (geen *head count*).

Voor de stemvergaring zou geen stemvergadering hoeven te worden gehouden. Stemmen zouden ook buiten vergadering moeten kunnen worden uitgebracht.

11.8.5 *De homologatieprocedure*

Voor de totstandkoming van een akkoord dat alle klassen hebben aanvaard, zou een homologatieprocedure niet in alle gevallen nodig moeten zijn. In zulke gevallen zou een homologatiezitting slechts plaats hoeven te vinden indien een belanghebbende binnen een korte termijn van bijvoorbeeld één of twee weken na de stemming daarom verzoekt. Blijft een verzoek binnen die termijn uit, dan zou het akkoord van rechtswege verbindend moeten worden zonder een homologatieprocedure.

Voor de totstandkoming van een akkoord dat een of méér klassen hebben verworpen, zou een homologatieprocedure altijd nodig moeten zijn. Tegen een homologatiebeslissing zou geen hoger beroep open moeten staan.

Om eventuele gebreken en klachten zo vroeg mogelijk aan het licht te brengen, zou de regeling crediteuren moeten verplichten klachten aan de aanbieder van het akkoord kenbaar te maken zodra zij daartoe in staat zijn, op straffe van verval van het recht om in een later stadium alsnog op de klacht een beroep te doen. Dit moet bevorderen dat de aanbieder in een zo vroeg mogelijk stadium van bestaande klachten op de hoogte raakt zodat hij deze waar mogelijk nog kan adresseren. Hij wordt dan niet pas achteraf, bij homologatie, door de geopperde bezwaren verrast op een moment waarop hij er niets wezenlijks meer aan kan doen, althans niet zonder de stemming opnieuw te doorlopen.

11.8.6 De vereisten voor homologatie en cram down

Voor de homologatie van een akkoord waarmee alle klassen hebben ingestemd, zouden, in gevallen waarin een homologatiebeslissing nodig is, slechts drie criteria moeten gelden, te weten:

- i) dat de schuldenaar in staat van insolventie of pre-insolventie verkeert,
- ii) dat de besluitvorming op deugdelijke wijze tot stand is gekomen, en
- iii) dat het akkoord niet de belangen van partijen materieel schaadt die niet bij de procedure zijn betrokken.

Bij de beoordeling of het akkoord op deugdelijke wijze tot stand is gekomen toetst de rechter onder meer of de betrokken crediteuren voldoende gelegenheid hebben gekregen om zich een oordeel te vormen en waar nodig nadere informatie op te

vragen en of de schuldenaar op redelijke informatieverzoeken van schuldeisers adequaat heeft gereageerd. Ook toetst de rechter of de klassen op de juiste wijze zijn ingedeeld, de vereiste meerderheden zijn behaald, de crediteuren niet hebben gestemd met het oog op andere belangen dan de belangen die representatief zijn voor de klasse (belangenconflicten) en of er geen sprake is geweest van bedrog of misleiding of de inzet van andere oneerlijke middelen bij de totstandbrenging van het akkoord.

Voor de homologatie van een akkoord dat één of meer klassen hebben verworpen, zou naast de bovengenoemde drie criteria een vierde homologatievereiste moeten gelden, te weten: dat het akkoord de leden van de tegenstemmende klasse een keuze geeft tussen:

- i) een contant bedrag ter grootte van hun aandeel, overeenkomstig hun rang, in de liquidatiewaarde, of
- ii) een uitkering eventueel in een vorm anders dan in contanten met een waarde ter grootte van hun aandeel, overeenkomstig hun rang, in de reorganisatiewaarde.

11.9 Hoofdstuk 9 – Beoordeling van de Aanbeveling van de Europese Commissie

De Aanbeveling van de Europese Commissie is een aansporing aan de lidstaten om een efficiënte regeling voor een pre-insolventieakkoord in te voeren. Intussen heeft de Europese Commissie aangekondigd de Aanbeveling te zullen omzetten in een bindende richtlijn en een concept daarvoor voor het eind van 2016 bekend te maken.

De belangrijkste kenmerken van het pre-insolventieakkoord dat de Europese Commissie voor ogen staat zijn de volgende. Het akkoord moet beschikbaar zijn buiten (en ter voorkoming van) een formele insolventieprocedure. De schuldenaar moet het beheer en de beschikking over zijn vermogen gedurende de procedure in beginsel behouden. De benoeming van een insolventiefunctionaris zou niet verplicht moeten zijn (*debtor-in-possession*). Bij de opening van de procedure zou bij voorkeur geen algemeen moratorium in moeten treden met de daarbij behorende publiciteit. Wel zou de rechter de bevoegdheid moeten hebben om executiemaatregelen van specifieke individuele schuldeisers voor korte duur (in beginsel 4 maanden) op verzoek van de schuldenaar te schorsen. De schuldenaar

zou de mogelijkheid moeten hebben om slechts een deelverzameling van zijn schuldeisers bij het akkoord te betrekken. Het akkoord zou niet alleen concurrente maar ook preferente en gecureerde crediteuren moeten binden. Daartoe zouden de crediteuren in aparte klassen moeten stemmen. In het kader van de homologatie zou de rechter de mogelijkheid moeten hebben om het akkoord aan één of meer tegenstemmende klassen op te leggen (*cram down*). De gehele procedure dient snel, efficiënt en flexibel te zijn met een minimum aan formaliteiten en rechterlijke betrokkenheid. Rechterlijke betrokkenheid zou in beginsel slechts nodig zijn voor het eventueel gelasten van een specifieke schorsing en voor de homologatie.

Mijn voornaamste kritiek op de Aanbeveling is dat deze met geen woord spreekt over de noodzaak om aandeelhouders te kunnen binden. Verder ontbreekt een aanbeveling over de bevoegdheid van crediteuren om een akkoord aan te bieden. Ook een aanbeveling over de behandeling van lopende contracten (waaronder de behandeling van *ipso facto* en *change of control* bepalingen) had in de Aanbeveling niet misstaan. Daarnaast ontbreken in de Aanbeveling (deugdelijke) criteria voor *cram down*.

De Aanbeveling van de Commissie is niettemin per saldo als positief te beoordelen. De Aanbeveling bevat een aantal belangrijke fundamentele beleidskeuzes die het insolventielandschap in de EU ingrijpend zouden kunnen gaan veranderen. De meest fundamentele keuze is misschien wel de keuze om de rechterlijke betrokkenheid en procedurele waarborgen sterk terug te dringen ten gunste van snelheid, eenvoud en efficiëntie. Deze fundamentele keuze valt toe te juichen en doet de gesignaleerde verbeterpunten daarbij in het niet vallen. Een procedureel licht opgetuigde procedure stelt echter wel navenant hoge eisen aan de kwaliteit en integriteit van de spelers. De waarborgen zullen dan ook vooral daarop gericht moeten zijn.

11.10 Hoofdstuk 10 – Beoordeling van WCO II op hoofdlijnen

11.10.1 *Korte beschrijving*

Het Voorontwerp is geïnspireerd door de Amerikaanse *Chapter 11* procedure en de Engelse *scheme of arrangement* en is voorts opgesteld met het oog op de Aanbeveling van de Europese Commissie.

Het Voorontwerp voorziet in de invoering van een pre-insolventieakkoord dat beschikbaar is buiten een formele surseance- of faillissementsprocedure. Er treedt geen algemeen moratorium in en er hoeft geen algemene publiciteit aan de procedure te worden gegeven. Zowel de schuldenaar als een crediteur kunnen een akkoord aanbieden. Het akkoord bindt alle soorten vermogensverschaffers, waaronder aandeelhouders, preferente- en gecureerde crediteuren. De aanbieder kan de werking van het akkoord beperken tot een deelverzameling van de crediteuren. Crediteuren stemmen in klassen. Het akkoord is aangenomen indien iedere klassen bij meerderheid vóór heeft gestemd. De rechter moet het akkoord dan nog algemeen verbindend verklaren (homologeren). Hij heeft daarbij de bevoegdheid om het akkoord onder bepaalde voorwaarden ook aan tegenstemmende klassen op te leggen (*cram down*). De procedure is over het algemeen flexibel en efficiënt vormgegeven. Met de uitzondering van de mogelijkheid van hoger beroep en cassatie, is de rechterlijke betrokkenheid redelijk beperkt.

11.10.2 Positieve punten

Met het opstellen van het Voorontwerp heeft het betrokken ministerie een prestatie van formaat geleverd. Het betreft ingewikkelde materie waarmee Nederland geen of weinig ervaring heeft opgedaan. Vergelijkbare regelingen in buitenlandse rechtssystemen zijn niet zonder gebreken en kunnen niet eenvoudig worden overgeschreven. Het ministerie heeft bij het opdoen van inspiratie uit de Engelse en Amerikaanse regelingen belangrijke valkuilen in die buitenlandse regelingen weten te vermijden. Het Voorontwerp kan dan ook per saldo zonder meer als positief worden beoordeeld en verdient steun.

Positief aan het Voorontwerp is meer in het bijzonder dat:

- (i) de opstellers ervan erin zijn geslaagd de regeling betrekkelijk eenvoudig te houden en zich op veel onderwerpen tot hoofdlijnen te beperken;
- (ii) de regeling voorziet in de mogelijkheid om een dwangakkoord tot stand te brengen buiten surseance of faillissement;
- (iii) de schuldenaar gedurende het akkoordtraject volledig beheers- en beschikkingsbevoegd blijft (*debtor in possession* model);

- (iv) rechterlijke betrokkenheid betrekkelijk beperkt blijft en de procedure naar verwachting relatief snel en efficiënt zal zijn en in ieder geval efficiënter dan zijn Engelse en Amerikaanse tegenhangers (met uitzondering van de mogelijkheid van hoger beroep en cassatie);
- (v) de voorgestelde procedure een grote mate van flexibiliteit en ruimte voor maatwerk biedt. De procedure is licht opgetuigd en maakt precisie-ingrepen mogelijk. In het bijzonder maakt de regeling het mogelijk om niet meer partijen bij het akkoord te betrekken, niet meer rechtsgevolgen in het leven te roepen en niet meer publiciteit aan de procedure te geven dan nodig;
- (vi) het bestuur van een vennootschap voor het aanbieden van een akkoord geen toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders nodig heeft;
- (vii) ook schuldeisers de bevoegdheid hebben om een akkoord aan te bieden;
- (viii) het akkoord alle soorten vermogensverschaffers kan binden, waaronder ook aandeelhouders en preferente en gecureerde crediteuren; dit is een grote vooruitgang ten opzichte van de huidige regeling;
- (ix) er wordt gestemd in klassen en het voorgestelde meerderheidsvereiste het absenteïsme probleem oplost;
- (x) de rechter onder omstandigheden de mogelijkheid heeft een akkoord op te leggen aan tegenstemmende klassen (*cram down*);
- (xi) de regeling als algemeen uitgangspunt heeft zoveel mogelijk aansluiting te zoeken bij de economische werkelijkheid.

11.10.3 Mogelijke verbeterpunten

In dit boek zijn een aantal verbeterpunten gesignaleerd. Aanbevelingen die in het voorgaande zijn gedaan, omvatten onder meer de volgende onderwerpen:

- (i) *beschikbaarheid in surseance en faillissement*; de nieuwe akkoordregeling zou ook beschikbaar moeten zijn in surseance en faillissement;

- (ii) *voorzieningen*; invoering van de mogelijkheid om, onafhankelijk van een eventuele schorsing van een faillissementsaanvraag, een voorziening te vragen, waaronder de schorsing van individuele verhaalsacties;
- (iii) *voorzieningen voor voortzetting van lopende overeenkomsten*; invoering van een regeling die voorkomt dat waardevolle contracten louter als gevolg van het aanbieden van een akkoord of het ontstaan van insolventie eenvoudig kunnen worden beëindigd zonder dat de wederpartij daarbij een redelijk belang heeft;
- (iv) *beëindiging van lopende overeenkomsten*; de voorgestelde mogelijkheid om lopende contracten te kunnen wijzigen of beëindigen verdient steun, maar vereist uitwerking. Het moet duidelijk zijn dat indien de schuldenaar een overeenkomst wijzigt of beëindigt, de wederpartij een vordering tot volledige schadevergoeding verkrijgt. Deze schadevergoedingsvordering moet in de herstructurering onder het akkoord kunnen worden meegenomen;
- (v) *arbeidsovereenkomsten*: de regeling zou moeten verduidelijken dat de uitzondering voor arbeidsovereenkomsten slechts ziet op de mogelijkheid om contracten aan te passen of te wijzigen, maar niet belet dat verplichtingen die voortvloeien uit een reguliere beëindiging van de arbeidsovereenkomst op grond van de regels die gelden buiten surseance of faillissement (bijvoorbeeld uit hoofde van een sociaal plan) onder het akkoord kunnen worden geherstructureerd;
- (vi) *bevoegdheid van een derde om een akkoord aan te bieden*; een schuldeiser zou uitsluitend de bevoegdheid moeten hebben om een akkoord aan te bieden indien de rechter daartoe voorafgaand verlof heeft verleend na te hebben vastgesteld dat de schuldenaar in staat van insolventie verkeert. Een schuldeiser die eenmaal van de rechter de bevoegdheid heeft gekregen een akkoord aan te bieden, moet toegang hebben tot de onderneming en alle informatie van de onderneming die redelijkerwijs nodig of wenselijk is om het akkoord tot stand te kunnen brengen;
- (vii) *mogelijkheid om relevante geschilpunten vroegtijdig bindend te laten beslechten*; uitsluitend op verzoek van de aanbieder van het akkoord, zou de rechter alle geschilpunten (waaronder een geschil over waardering) die voor

de totstandkoming van het akkoord relevant zijn in een zo vroeg mogelijk stadium (vóór een eventuele stemming) bindend moeten kunnen beslechten; nadelen van de thans voorgestelde gang naar de rechter-commissaris zijn dat de rechter-commissaris zich slechts kan uitlaten over een limitatief aantal onderwerpen, dat ook anderen dan de aanbieder van het akkoord de mogelijkheid hebben om de rechter-commissaris te adiëren en dat de beslissing van de rechter-commissaris niet bindend is. Een beslissing over de waardering is te ingrijpend en complex van aard om bij de rechter-commissaris onder te brengen en verdient een procedure die met meer waarborgen is omkleed;

- (viii) *achterwege laten van een akkoord met stemming waar deze niet nodig is*; in het bijzonder zou de rechter op verzoek van de schuldenaar of een schuldeiser die bevoegd is een akkoord aan te bieden, rechten van schuldeisers of aandeelhouders moeten kunnen ontnemen zonder dat daarvoor een akkoordtraject met een stemming hoeft te worden doorlopen, indien deze partijen op basis van de vastgestelde waardering geen economisch belang meer hebben, de ontneming noodzakelijk is voor een voorgenomen herstructurering en aannemelijk is dat, zonder de voorgenomen herstructurering, de schuldenaar in staat van insolventie zal geraken;
- (ix) *criteria klassenindeling en stemgerechtigdheid*; de regeling voor de klassenindeling zou moeten worden aangepast om te bepalen dat vermogensverschaffers uitsluitend in dezelfde klasse mogen worden ingedeeld indien zij i) vergelijkbare rechten hebben én ii) onder het akkoord op vergelijkbare wijze worden behandeld;
- (x) *geen verplichte stemvergaderingen*; het doorlopen van een formele stemprocedure met stemvergaderingen zou niet verplicht moeten zijn. De aanbieder van het akkoord zou ook op andere wijze instemming met het akkoord van de vereiste meerderheid moeten kunnen verkrijgen;
- (xi) *afschaffing head count*; het vereiste van een meerderheid in aantal crediteuren (*head count*) voor het aannemen van een akkoord zou moeten worden afgeschaft;

- (xii) *“piepsysteem” voor algemeen verbindend worden van een akkoord waarmee alle klassen hebben ingestemd*; een akkoord waarmee alle klassen hebben ingestemd, zou van rechtswege en zonder verdere behandeling verbindend moeten worden na het verstrijken van een zekere termijn (één of twee weken) na de kennisgeving van de uitslag van de stemming, tenzij een belanghebbende binnen die termijn alsnog om een beslissing over verbindend verklaring verzoekt;
- (xiii) *invoering klachtplicht*; crediteuren zouden verplicht moeten zijn eventuele klachten onverwijld en nauwkeurig gespecificeerd aan de aanbieder van het akkoord onder de aandacht te brengen, op straffe van verval van het recht zich bij de behandeling van het verzoek tot algemeen verbindend verklaring van het akkoord alsnog op de klacht te beroepen;
- (xiv) *algemene criteria voor het algemeen verbindend verklaren van alle akkoorden*; voor de algemeen verbindend verklaring van een akkoord waarmee alle klassen hebben ingestemd zouden slechts drie toetsingsgronden moeten bestaan:
- a) de schuldenaar moet in de staat van insolventie of pre-insolventie verkeren;
 - b) de besluitvorming moet op deugdelijke wijze tot stand zijn gekomen. De rechter zou de bevoegdheid moeten hebben om een akkoord te homologeren ondanks een formeel gebrek, indien duidelijk is dat het akkoord ook zonder het gebrek zou zijn aangenomen;
 - c) het akkoord mag crediteuren die niet bij het akkoord zijn betrokken niet in hun belangen schaden;
- (xv) *criteria voor cram down van een tegenstemmende klasse*; de rechter zou een akkoord slechts moeten kunnen opleggen aan een tegenstemmende klasse, indien de leden van die tegenstemmende klassen onder het akkoord een keuze hebben tussen:
- a) betaling van een bedrag in contanten dat overeenkomt met het contante bedrag dat zij naar verwachting op grond van hun rang zouden ontvangen in geval van liquidatie, en

- b) een uitkering eventueel anders dan in contanten met een waarde ter grootte van het aandeel in de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd (reorganisatiewaarde) overeenkomstig hun rang;
- (xvi) *regels voor het kiezen tussen meerdere concurrerende akkoorden*; de procedure zou regels moeten bevatten voor het kiezen tussen meerdere concurrerende akkoorden. De rechter-commissaris zou de bevoegdheid moeten hebben om procedureregels te stellen voor de behandeling van parallelle akkoorden;
- (xvii) *gespecialiseerde insolventierechtbank of anders Ondernemingskamer*; alle beslissingen in het kader van de procedure zouden onder moeten worden gebracht bij een gespecialiseerde insolventierechtbank of anders bij de Ondernemingskamer;
- (xviii) *geen rechtsmiddelen*; tegen beslissingen van de rechter in het kader van de procedure zouden geen rechtsmiddelen moeten openstaan.

Ik ben ervan overtuigd dat het Voorontwerp, indien het verder goed wordt uitgewerkt, een toegankelijk en effectief instrument zal opleveren waarmee Nederland op insolventieterrein een grote stap voorwaarts zal maken en internationaal een vooraanstaande rol zou kunnen innemen.

11.11 Tot besluit – suggesties voor verder onderzoek

Het raamwerk voor een pre-insolventieakkoord dat in dit boek is geschetst, is beperkt tot hoofdlijnen en kan als kapstok voor verder onderzoek dienen. Onderwerpen die verder onderzoek en nadere uitwerking verdienen, betreffen onder meer:

- (i) de waardering in het kader van een herstructurering, waaronder de uitwerking van een efficiënte maar rechtstatelijk adequate gerechtelijke waarderingsprocedure, die ook zelfstandig los van een stemprocedure is te voeren (hoofdstuk 5 en paragraaf 8.6);
- (ii) de vraag of en in hoeverre grondrechten, zoals het beginsel van openbaarheid van rechtspraak en artikel 6 EVRM, vereisen dat behandelingen in rechte en

- gerechtelijke beslissingen in het kader van een pre-insolventieakkoordtraject openbaar zijn (paragraaf 8.2.1);
- (iii) de wenselijkheid van de instelling van een stille toezichthouder of vergelijkbare figuur en de modaliteiten daarvan (paragraaf 8.2.4);
 - (iv) de bedrijfsvoortzetting en de problematiek van ongeoorloofde transacties en crediteurenbenadeling in de schemerzone hangende het akkoordtraject (paragraaf 8.2.6);
 - (v) de behandeling van lopende overeenkomsten in het kader van een pre-insolventieprocedure (paragrafen 8.2.7 – 8.2.8);
 - (vi) de noodzaak van een liquidatie-uitkeringstest als algemeen homologatiecriterium in het licht van grondrechten (paragraaf 8.9.3.3);
 - (vii) de mogelijkheid om betwiste vorderingen vast te stellen bij democratisch meerderheidsbesluit (paragraaf 8.10); en
 - (viii) de coördinatie van en selectieregels voor concurrerende akkoorden.

De bovenstaande lijst bevat slechts enkele van de deelonderwerpen die in dit boek zijn aangestipt als punt van nader onderzoek. Verder terrein van onderzoek betreft uiteraard ook de onderwerpen die geheel buiten dit boek zijn gelaten, zoals de effectenrechtelijke, vennootschapsrechtelijke, arbeids- en medezeggenschapsrechtelijke, fiscale en internationale aspecten van een pre-insolventieakkoord.

Naar mijn verwachting zal ook na invoering van een effectieve akkoordregeling in het overgrote deel van de gevallen nog steeds een liquidatieprocedure worden gebruikt. Een dwangakkoord zal een instrument voor (de grotere) uitzonderingsgevallen blijven. Ik hoop met dit boek ook het belang van liquidatie en een efficiënte liquidatieprocedure over het voetlicht te hebben gebracht.

De thans beschikbare executieprocedures schieten tekort. Deze voorzien slechts in de executie van individuele concrete goederen en zaken. In een eenvoudige economie, waarin de aanwezige waarde voornamelijk in concrete goederen en zaken besloten ligt, is dit toereikend. In een ontwikkelde economie, zoals de Nederlandse, ligt steeds meer waarde echter besloten in contracten en de abstracte capaciteit om kasstromen te genereren met een complex aan activa en activiteiten dat als operationeel geheel meer waard is dan de inactieve samenstellende delen. Het Nederlandse executie- en insolventierecht is op contracten en een meer abstracte vorm van waarde niet toegesneden. Het ontwikkelen van een effectieve

en efficiënte procedure voor de executie (liquidatie) van een onderneming als operationeel en kasstroom genererend geheel en het faciliteren van verhaal op verdien capaciteit en waarde in abstracte vorm meer in het algemeen, is naar mijn mening braakliggend onderzoeksterrein en een gebied waarop in de verbetering van het bestaande executie- en insolventiesysteem grote winst valt te behalen.

12. Summary, conclusions and further research

12.1 Chapter 1: Problem statement and overview

The main objective of this book is to develop a normative foundation and high-level framework for pre-insolvency proceedings. The thesis first revisits the normative foundation of insolvency proceedings in general and then, building on that, proposes a normative foundation for pre-insolvency proceedings. The book then goes on to discuss governance, more specifically, the system of voting in classes and the need to supplement this with judicial determination. After that, the important theme of valuation in the context of restructuring is discussed. The following section offers a comparative analysis of the American Chapter 11 plan procedure and the English scheme of arrangement. The purpose of this is to identify the strengths and weaknesses of these systems so that lessons can be drawn from them when designing a new procedure. Building on the previous parts, the book then develops a high-level framework for pre-insolvency proceedings. The final part assesses the recommendation of the European Commission on a new approach to business failure¹⁰⁷³ and the Dutch Draft Continuity of Enterprises Act II (*Wet Continuïteit Ondernemingen II*)¹⁰⁷⁴. The recommendation of the European Commission encourages the Member States to introduce pre-insolvency proceedings into their national systems. The Dutch Draft Continuity of Enterprises Act II aims to introduce pre-insolvency proceedings in the Netherlands.

12.2 Chapter 2: The justification for and purpose of bankruptcy law

A new procedure can only be designed if it is clear what its intended purpose should be. To be able to determine the purpose of pre-insolvency proceedings, I first

¹⁰⁷³ European Commission, Recommendation on a new approach to business failure and insolvency, 12 March 2014, C(2014) 1500 final.

¹⁰⁷⁴ Concept voorstel van wet “Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot het algemeen verbindend verklaren van een buiten faillissement gesloten akkoord ter herstructurering van de schulden; <http://www.internetconsultatie.nl/wco2>.

revisited the purpose of insolvency law in general. The influential creditors' bargain theory that Jackson and Baird developed in the 1980s serves as a starting point.

In their enquiry into the normative foundation of insolvency law, Jackson and Baird propose viewing collective insolvency proceedings as the result of what one could expect the creditors to have agreed with each other in terms of coordinating their individual enforcement efforts in the possible future event of insolvency of their debtor, if they were able to reach such agreement in an *ex ante* position at a time when insolvency is not to be foreseen. Jackson and Baird propose that in this *ex ante* position the creditors would agree to exchange their individual enforcement rights for a collective enforcement process in the event of insolvency of their debtor. They suggest that the creditors would have agreed to such exchange if coordinated enforcement through a collective enforcement system leads to higher recoveries for the creditors as a whole than an uncoordinated cascade of individual enforcement actions. The normative foundation of insolvency law is thus essentially the deemed *ex ante* consent of the creditors, a hypothetical social contract between them. Jackson and Baird call it the "creditors' bargain".

According to the creditors' bargain theory, a normative foundation for insolvency law can thus be considered to be present where the collective system has the primary aim and effect of maximising returns to the creditors as a whole, rather than pursuing rescue of the business as an independent policy objective. Pursuing the latter objective can operate to the detriment of the creditors. This is not what the creditors would have bargained for in exchange for handing in their individual enforcement rights.

In its core, the creditors' bargain theory thus implies that a normative foundation for insolvency law exists if the creditors as a whole are better off with the proposed collective system than they would have been if they had kept their individual enforcement rights.

The creditors' bargain theory is based on liquidation (selling to a third party in exchange for cash). Jackson and Baird compare collective to individual liquidation. If one compares collective to individual liquidation, it is safe to assume that, assessed from an *ex ante* position, the creditors as a whole will be better off under the collective enforcement system. A coordinated sale in a collective liquidation

procedure will generally generate higher returns than a multitude of uncoordinated individual enforcement sales.

The situation becomes more opaque, however, if one compares a restructuring to collective liquidation. By “liquidation” I do not mean a piecemeal sale of the business, but the conversion of its value into liquid assets through a sale (generally as a going concern) to a third party for cash. By “restructuring” I mean the implementation of a transaction whereby the value of the company is distributed to the creditors “in kind”, i.e. in the form of various financial (debt and equity) instruments, without the value of the business being made liquid. There is no principle difference between a liquidation and a restructuring. In a liquidation the business is sold to a third party for cash. In a restructuring the business is conceptually sold to the creditors themselves. The main differences between a liquidation and a restructuring are the form of the distribution and the valuation. In a liquidation the creditors are paid in cash (liquid assets). In a restructuring the creditors are paid in non-cash (financial instruments). In a liquidation, valuation is determined by the market. In a restructuring, no transaction on the open market takes place. Instead, valuation takes place on the basis of a “paper” valuation exercise and, if disputed, has to be determined judicially.

One cannot be certain in advance that the creditors as a whole will be better off in a restructuring than they would be in a collective liquidation. A restructuring may benefit one subgroup but prejudice another. More specifically, the group of creditors who may be worse off in a restructuring, are the creditors who prefer to receive cash and would receive cash in a liquidation, but who are required to accept a distribution in non-cash under the terms of the restructuring. I expand on the difference between cash and non-cash and explain why having to accept non-cash can constitute a hardship, even though the expected cash distribution and the proposed non-cash distribution might be considered to have the same value.

If a restructuring can indeed benefit one subgroup but prejudice another, how then can one determine whether, on balance, the creditors as a whole will be better off under the terms of the restructuring than in a collective liquidation? Even if one were able to establish a net benefit for the creditors as a whole, one can question whether it is fair to sacrifice the interests of the group that is worse-off for the benefit of the group as a whole. I suggest that it is not.

To establish a normative foundation for a restructuring procedure, I propose a refinement of the creditors' bargain theory. This refinement is, in essence, that a sufficient justification for a restructuring system can be found if and to the extent that all constituencies benefit from the system, or at least that no subgroup can be identified that is worse-off under the restructuring than without. In these circumstances it is safe to assume that the proposed restructuring system will lead, on balance, to a net benefit for the creditors as a whole, without sacrificing the interests of a specific subgroup. This test - that no subgroup may be worse-off with a proposed measure than it would be without the proposed measure – is in essence the so-called Pareto-efficiency standard.

12.3 Chapter 3: The justification for and purpose of pre-insolvency proceedings

12.3.1 *The justification for and purpose of pre-insolvency proceedings*

In Chapter 3, building on the creditors' bargain theory and normative foundation of insolvency proceedings in general, I investigate the justification for and purpose of pre-insolvency proceedings. A first observation is that in a situation where the debtor is solvent and no need exists to interfere, there is no basis to infringe on a party's rights simply because a majority of other similarly situated parties might be willing to agree to a proposed amendment of their rights. I conclude that pre-insolvency proceedings allowing for the power to impose a measure against a party's will, are ultimately derived from the collective enforcement rights of the creditors. As such they form an insolvency instrument intended to serve the interests of the creditors and to assist them in the exercise of their collective enforcement rights. Pre-insolvency proceedings should not be seen as a rehabilitation instrument intended to serve the interests of the debtor, which could unduly obstruct the creditors in the exercise of their enforcement rights and work to their detriment.

The purpose of pre-insolvency proceedings, more specifically, is to provide creditors with an alternative, improved means of exercising their collective enforcement rights outside the framework of formal insolvency proceedings. Creditors can use pre-insolvency proceedings to liquidate the business outside formal insolvency proceedings in order to improve the recoveries of the creditors as a whole. Creditors can also use pre-insolvency proceedings to implement a restructuring outside the framework of formal insolvency proceedings in order to improve the recoveries of the creditors as a whole.

12.3.2 *Why restructure rather than liquidate?*

Chapter 3 further examines why creditors would choose to restructure rather than liquidate a business.

The right of creditors to enforce their claims is a right to liquidation: the right to procure payment in cash by converting non-liquid assets of the debtor into cash through a forced sale. The enforcement process of converting non-liquid assets into cash is restricted to a limited statutory timeframe and has an inherent downward pressure on price.

A forced sale, almost by definition, takes place in distressed circumstances. As a result, a forced sale generally delivers proceeds that are lower than the perceived market value—the maximum price that could be expected in a hypothetical sale outside distress.

If creditors wish to avoid the price-depressing effects of a forced liquidation, they can abstain from liquidation and have the available value distributed to them in kind (debt and equity instruments). Whereas liquidation allows creditors to realise the (forced) liquidation value, a restructuring allows them, at least in theory, to realise the market value outside distress.

The "surplus" that might be realised with a restructuring could therefore best be described as the difference in value between a distressed sale of the business and a hypothetical sale of the business outside distress, or as the "delta" between the liquidation value and the fair market value. This "delta" is often incorrectly described as the "going-concern surplus". That is inaccurate because a going-concern solution can also be achieved through a liquidation.

12.3.3 *Protecting the right to enforce (liquidate) and to reorganisation value*

A restructuring necessarily means that creditors are required to surrender their statutory right of enforcement (liquidation). Imposing a restructuring deprives creditors of their right to enforce and to procure payment in cash. This is a major infringement of their enforcement rights, that goes much farther than merely exchanging individual enforcement rights for a collective enforcement process.

Whereas exchanging individual for collective enforcement rights infringes only on procedural rights to enhance the realisation of substantive rights, imposing a restructuring instead of liquidation infringes on the substantive right of parties to payment in cash, often with a view to realising the aforementioned "delta" for the benefit of parties who in the event of liquidation would not be entitled to any distribution at all. As set out above, a restructuring may thus benefit one group but prejudice another. It can worsen the position of creditors who in the event of liquidation would have received cash but are forced to take non-cash under the terms of the restructuring.

A common thread running through this book is the proposition that the right of creditors to enforce and to procure payment in cash (i.e. liquidate) is a significant right that others should not readily be able to deprive them of. For a sufficient justification for a restructuring system, I therefore suggest as a first boundary condition that a restructuring may be imposed on creditors only if a majority of the relevant class agrees or if the creditors have the right under the terms of the restructuring to opt for a distribution in cash that is at least equal to the amount that they could expect to receive in a liquidation. If this boundary condition is satisfied, there is no subgroup that can reasonably be considered to be worse off under the terms of the restructuring than it would have been in a liquidation.

A second boundary condition for imposing a restructuring is that, where majority consent of a class is lacking and members of a dissenting class do not require distribution of their share of the liquidation value in cash, the value that is realised with the plan (i.e. the reorganisation value) is distributed in accordance with the applicable order of priority. This means that members of a dissenting class who do not opt for a distribution in cash on the basis of liquidation value, should have the alternative option under terms of the plan to receive their share of the reorganisation value in cash or in non-cash in accordance with their rank.

12.3.4 Test for insolvency or pre-insolvency

As noted above, pre-insolvency proceedings are a phenomenon of insolvency law. They are derived from the creditors' collective enforcement rights. From this it follows that cooperation of the debtor is not, or at least should not be, required. It should be possible to impose a plan without the debtor's consent. The value that is available at the time that the plan becomes effective, is distributed among the

stakeholders who, on the basis of their rank, still have a claim to the available value. Lower-ranked creditors and shareholders who are out-of-the-money on the day of reckoning, definitively lose their prospect of recovery. Minority creditors who would prefer to receive cash in a liquidation, can be forced by a majority to take non-cash under the terms of a restructuring.

Given the far-reaching effects, the use of pre-insolvency proceedings is justified only if the debtor is in insolvency or pre-insolvency. In that event, the creditors are or inevitably will become entitled to exercise their collective enforcement rights providing the basis for an intervention and interference with parties' rights. This means that the application of pre-insolvency proceedings requires that a court test whether the debtor is in a financial state of insolvency or pre-insolvency and the collective enforcement rights of creditors have been, or inevitably will be triggered.

12.3.5 *The financial state of pre-insolvency*

For the purpose of justifying the use of pre-insolvency proceedings, pre-insolvency can be defined as the financial situation in which the debtor is possibly still able to meet its current obligations as they fall due, but where it is expected that this will no longer be the case at some point in the future and the onset of insolvency, determined on a cash-flow basis, is inevitable, i.e. a realistic prospect of averting insolvency is no longer present. The debtor has no interest in postponing the inevitable. All those involved have an interest in an intervention at the earliest possible moment so that no unnecessary damage is done and as much value as possible is preserved.

12.4 Chapter 4: Governance: a hybrid democratic/judicial model

In Chapter 4 I discuss the mixed democratic and judicial nature of the governance in a plan procedure that is intended to serve as an insolvency instrument. Such a procedure cannot be purely democratic.

In the context of insolvency it is, in particular, necessary to be able to bind dissenting out-of-the money classes. A dissenting class cannot be bound by democratic decision. A majority decision of any one class can bind dissenting members only within that same class. It cannot be imposed across classes. A majority of classes who vote in favour cannot bind a minority of other classes who

vote against. Nor can a large class voting in favour bind a smaller class that votes against.

Dissenting classes can be bound only by virtue of a court decision. A court decision is needed particularly to determine who still has an economic interest and who does not, and to impose a plan on dissenting out-of-the-money classes.

The necessity to be able to disenfranchise dissenting out-of-the money classes of their rights by virtue of a court decision is an inherent consequence of the deficit that is particular to insolvency. Without this judicial power, a plan procedure cannot effectively serve as an insolvency instrument. In particular, the procedure then cannot ensure that the available value is distributed in accordance with the applicable order of priority. Value can then dissipate to those who are not entitled to value at the expense of those who are.

Democratic decision-making plays a role where creditors who still have an economic interest are concerned. They determine democratically how they wish to deploy the available value: convert it into cash (liquidate) or receive it in some other form (restructure). The creditors who no longer have an economic interest have, in principle, no say, or at least no veto.

The main advantage of a democratic system is that it allows for a distribution of the available value in a different form than cash (i.e. a restructuring). A distribution in a form other than in cash should not be possible without at least majority consent of the relevant in-the-money creditors. In the context of a restructuring these creditors must, in effect, decide whether they wish to reinvest in the business the cash that they would otherwise receive upon liquidation. This is a decision that expressly rests with the creditors themselves, and not with a judge or an administrator, and therefore requires consultation of the creditors.

12.5 Chapter 5: Valuation in the context of restructuring

Restructuring is inextricably linked with valuation. In a liquidation, the valuation of the business, i.e. the determination who is entitled to value and who is not, takes place through the market. In a restructuring the value of the business is distributed directly to the creditors in kind, without exposing the business to the market. The valuation therefore has to take place through a "paper" valuation exercise.

In a restructuring, a valuation may be needed for a variety of purposes. First, a valuation is needed in order to determine the total value that is available for distribution (in kind). To establish this, the subject of the valuation is not, or at least not only, the business as a whole. The value of the business is distributed in the form of various financial instruments. It is these individual financial instruments that need to be valued in order to establish whether the creditors receive the value to which they are entitled. Of course, the value of the instruments that are issued is a function of the value of the business itself. The sum of the value of the individual financial instruments that are to be issued to the various claimants is not, however, necessarily equal to the value of the business as a whole. Because of the decreased marketability of the individual instruments and because the individual instruments, taken separately, do not give control over the business, the sum of the value of all individual financial instruments will often be lower than the value of the business as a whole. This can negatively impact value and can be a disadvantage of a restructuring. This particular disadvantage does not arise with a liquidation. The business is then sold as an undivided whole, including control over the business. The market for a business as a whole is usually more liquid than that for financial instruments in a private company, which, individually, provide no control.

A second purpose of valuation can be to establish the amount that has to be offered under the plan in the form of cash if the classes that can expect to receive a distribution in cash in a liquidation do not consent (by the required majority within each relevant class) to a different form of payment under the plan. One must then determine what proceeds could reasonably be expected in a liquidation. This liquidation analysis is mostly also required, as a practical matter, to demonstrate to the creditors that they are better off with the proposed plan than without and to persuade them to vote in favour.

A third purpose of valuation in the context of a restructuring is to ascertain the amount of a secured or privileged claim, where this amount is linked to the value of the underlying collateral or property.

A fourth, related, purpose is to establish, for the classification of secured creditors, which part of their claim can be characterised as secured and thus be included in the class of secured creditors, and which part is to be characterised as unsecured and should thus be included in the class of unsecured creditors.

In Chapter 5, I provide a brief overview of the various steps that are involved in a valuation exercise, and discuss specific aspects of these steps that are relevant to a restructuring. In this context I look at such topics as the purpose and the object of the valuation (on which see above), the valuation date, the premise of the valuation, the appropriate valuation standard, the valuation method and the application of discounts for lack of liquidity and control. The end of this chapter contains a brief explanation of the terminology around valuation that is frequently used in this book.

12.6 Chapter 6: Critique of the Chapter 11 plan procedure

Chapter 6 contains a comparative analysis and critique of the Chapter 11 plan procedure.

A first point of critique of the American system concerns the complexity, the potential for delay and the costs of the procedure. An important cause of this is the intensive involvement of the court. This is a result of the large number of decisions that the court must or may be asked to take and the large number and the complex nature of the criteria that the court must apply in taking those decisions.

The high degree of court involvement does not only increase the potential for delay and the costs, but also gives the court too much substantive influence over the process. Creditor democracy carries too little weight in the American system. The Court can too often and too readily set aside the majority wish of the creditors.

A related point of critique is that the automatic stay can last too long and that the creditors have no or only limited ability to discontinue the stay. The automatic stay effectively amounts to a statutory obligation of the creditors to continue financing. This favours lower-ranked creditors and shareholders who no longer have an economic interest, at the expense of creditors who do have an economic interest but are prevented for longer than necessary from exercising their enforcement rights.

A statutory moratorium should not have a structural nature with the purpose of enabling the business to continue its activities without the need for a plan to be implemented. A statutory moratorium should offer short-term relief only for the purpose of implementing or exploring the possibility of implementing a plan. A

longer-term solution, if viable, should be provided by a plan that carries the democratic support of the creditors.

I question the usefulness of the best interests of creditors and the feasibility test as general criteria for confirming a plan, i.e. as tests that are also applied to plans that all classes have accepted (consensual plans). The best-interests and feasibility tests do not offer real protection, cause considerable delay and uncertainty, and give rise to significant costs. This equally applies to the requirement for prior court approval of a disclosure statement. There should in any event be no requirement for the court to approve the information provided to creditors before the proponent of the plan can move forward with the process and solicit votes. It should be possible to defer a court test of the adequacy of the provided information to the confirmation stage. In practice, this result is achieved by means of pre-packaged plans. However, it should not be necessary to develop techniques to work around undesirable statutory constraints just to make this possible.

The idea of the absolute priority rule is that it should be possible to confirm a plan over the objections of a dissenting class only if that class receives under the plan its share of the reorganisation value in accordance with its rank. However, the wording of the absolute priority rule is convoluted and unnecessarily complicated. The rule of absolute priority does not accurately express the principle of respecting priority. It should not be followed in the way that it is formulated. The underlying principle, however, is sound, i.e. the principle of respecting priority where classes do not consent to a distribution that is less than what they are entitled to on the basis of their rank. This underlying principle should be followed.

The American criteria for the cram-down of dissenting classes do not afford sufficient protection to classes that would be entitled to a distribution in cash in the event of liquidation. The best-interests test, which is applied to all plans (consensual and non-consensual), only ensures that creditors receive a distribution under the plan with a presumed *value* equal to the amount they could expect to receive in cash in the event of liquidation. It does not safeguard that creditors actually receive such amount *in cash*. The cram-down criteria give the court the power to force the members of a dissenting class of creditors who would receive cash in liquidation, to take non-cash under the terms of the proposed plan and thus to keep financing the company against their majority will (and at a rate of return that the court determines to be reasonable but that market participants and the respective creditors do not find

adequate). While this may benefit junior stakeholders compared to their position in liquidation, senior creditors can be materially worse off than in liquidation. As noted above, there is insufficient justification for a system that benefits one group at the expense of another. This element of the American system should therefore also not be followed.

12.7 Chapter 7: Critique of the English scheme of arrangement

Chapter 7 offers a comparative analysis and critique of the English scheme of arrangement.

The cost and complexity of a scheme are a point of critique. The procedure could be streamlined and made considerably faster, easier and cheaper by doing away with the need for the first hearing, by allowing creditors to vote without the need to hold meetings, and by having a sanction hearing only if an interested party so requests within a certain period. When it comes to voting the head-count test should be abolished. A further shortcoming is that the scheme contains no provisions for dealing with executory contracts, in particular *ipso facto* and change-of-control clauses.

A constraint on the possible contents of a scheme is the requirement that a scheme must always contain an element of give and take. This is an obstacle to using a scheme for the purpose of eliminating the rights of parties who no longer have an economic interest.

In this regard, another flaw of the scheme of arrangement is that it contains no provision for imposing a scheme over the objections of dissenting out-of-the-money classes. A scheme has no cram-down mechanism. It therefore cannot be used on its own to extinguish the rights of dissenting classes that have no economic interest. In order for dissenting out-of-the-money classes to be removed from the capital structure, the assets of the company have to be transferred to a new entity (a transfer scheme). This is unwieldy and not always possible or desirable.

A further shortcoming of the scheme is that creditors cannot implement a scheme without the approval of the company (i.e. the controlling shareholders). As long as this is the case, the introduction of a cram-down mechanism in England will not be effective in dealing with controlling shareholders who are out-of-the money and who

seek to extract hold-out value. These shareholders will still be able to use their control to prevent the company from proposing a scheme, or consenting to a scheme that one or more creditors have proposed, under which the existing shareholders would receive nothing.

The scheme of arrangement currently contains no insolvency test. If the scheme were to be supplemented with a cram-down mechanism, the introduction of an insolvency test, in my view, cannot be avoided. There is insufficient justification to interfere with parties' rights, and all the more so where the interference occurs against a majority will, if the company is solvent and there is no true need to interfere.

12.8 Chapter 8: Framework for pre-insolvency proceedings

Chapter 8 sketches out a high-level framework for pre-insolvency proceedings.

12.8.1 *General requirements for ensuring effectiveness*

In order for pre-insolvency proceedings to be effective, it is imperative that they be flexible, fast, and efficient. Court involvement has to be kept to a minimum, and the right of appeal has to be excluded. The proceedings must not create more legal consequences or generate more publicity than is strictly necessary. They should be managed by a specialised court that has the legal and economic expertise and the commercial experience to take the necessary decisions swiftly and accurately in one instance.

It would be useful to have a provision for staying, upon the request of the proponent of the plan, individual enforcement actions and involuntary bankruptcy petitions. The proceedings should include provisions for handling executory contracts. In particular it should be possible to prevent parties that have no legitimate interest in doing so from invoking *ipso facto* and change-of-control clauses and from suspending or terminating contracts merely because the debtor is subject to pre-insolvency proceedings. The proponent of the plan should have the right to unilaterally terminate contracts that it considers to have a negative value. Upon termination, the counterparty should receive a claim with ordinary unsecured status for the damages incurred as a result of the premature termination. This damages claim should be capable of being restructured under the terms of the plan.

The proponent of the plan should be able to request the court at the earliest possible moment, before the vote, to give a binding determination on all issues that are relevant for the implementation of the plan and that can be decided before the vote. Such topics include class formation and valuation.

12.8.2 Right to propose a plan

As I have noted, a pre-insolvency plan procedure is derived from the collective enforcement rights of the creditors. It provides them with an alternative means of collectively enforcing their claims. Accordingly, creditors should have control over what happens to the available value. This means that they ultimately need to be able to determine the contents of the plan. From this it follows that not only the debtor, but also, and particularly, the creditors should have the right to propose a plan. If creditors are not able to propose a plan and thus to develop an alternative to the plan proposed by the debtor, the debtor can in effect hold the creditors to ransom with the threat of bankruptcy as the only remaining alternative. The creditors then have no real influence over the contents of the plan, and no choice but to accept the debtor's proposal.

If it is the debtor who proposes a plan, no judicial entry test should be required. A creditor, however, should have the right to propose a plan only after the court has established that the debtor is in a financial state of insolvency or pre-insolvency and that the creditors' underlying rights of collective enforcement have been or inevitably will be triggered.

12.8.3 Contents of a plan

The law should not prescribe what a plan may or may not contain. That follows from the confirmation criteria. A plan should in any event be able to bind all types of capital providers: shareholders, and unsecured, preferential, and secured creditors. It should also be able to provide for the differential treatment of equally ranked creditors as well as for the modification or elimination of creditors' claims against third parties.

Where the plan seeks to bind parties that have rights of different kinds, voting on it should take place in classes.

12.8.4 *Requirements for acceptance*

A plan should be considered to have been accepted if all classes have voted in favour, i.e. if a majority within each class has voted in favour.

A class should be considered to have voted in favour if the claims of the creditors who voted in favour represent two-thirds of the claims of all creditors within that class who participated in the vote. The required majority should be determined solely by amount. There should be no requirement for a majority in terms of the number of creditors voting in favour (no head count).

A physical meeting should be required neither for the purpose of voting, nor at all. It should also be possible to vote without holding a formal meeting, for example electronically.

12.8.5 *Confirmation procedure*

In order for a plan to become effective that all classes have accepted (a consensual plan), a confirmation hearing should not always be required. In such cases a confirmation hearing should only have to take place if an interested party requests one within a certain period, for instance one or two weeks after the vote. If no such request is made within that period the plan should automatically become effective without a confirmation hearing.

In order for a plan to become effective that one or more classes have rejected (a non-consensual plan), a confirmation hearing should always be required. A confirmation decision should not be subject to appeal.

In order to ensure that any objections to the plan are brought to light early on in the process, creditors should be obliged to raise objections as soon as practicable, under the penalty of losing the right to raise the objection at a later stage. The proponent of the plan then has the opportunity to timely address the relevant complaints and to accommodate them within the plan where possible and appropriate. This avoids the proponent of the plan being taken by surprise by the complaints at the confirmation stage, at which point it would not be able to do

anything much about them, at least not without going through the voting process again.

12.8.6 *Requirements for confirmation and cram-down*

In order for a plan to be confirmed that all classes have accepted, in cases where a confirmation decision is required, only three criteria should apply:

- i) that the debtor is in a financial state of insolvency or pre-insolvency,
- ii) that the democratic decision-making process is in order, and
- iii) that the plan does not materially prejudice the interests of parties who were not involved in the proceedings.

In assessing whether the decision-making process is in order, the court should ensure, among other things, that the creditors have had sufficient opportunity to form an educated opinion and that the debtor has responded adequately to reasonable information requests from creditors. It should also check whether the classes have been properly formed and the requisite majorities in each class have been obtained, make sure that the creditors have not voted with a view to promoting interests that are adverse to those that are representative of the class (no conflicts of interest), and ensure that there has been no fraud, or deceit, or use of other unfair means in the process of bringing the plan into being.

In order for a plan to be confirmed that one or more classes have rejected, in addition to the above three criteria, a fourth requirement should apply: that the plan offers the members of the dissenting class a choice between:

- i) a distribution in cash equal to their share, in accordance with their rank, of the liquidation value, or
- ii) a distribution either in cash or non-cash with a value equal to their share of the reorganisation value in accordance with their rank.

12.9 Chapter 9: Assessment of the European Commission's recommendation

The recommendation of the European Commission (EC) of 12 March 2014 on a new approach to business failure urges the Member States to introduce efficient pre-

insolvency proceedings into their national systems.¹⁰⁷⁵ Meanwhile, the EC has announced that it is going to convert its recommendation into a binding directive and that it will publish a proposal to that effect before the end of 2016.

The main features of the pre-insolvency procedure that the European Commission has in mind are the following. The instrument must be available outside (and aim to prevent) formal insolvency proceedings. The debtor must in principle remain in possession. The appointment of an insolvency officer should not be mandatory. At the start of the proceedings, a general moratorium should preferably not enter into force, given the adverse publicity that this could generate. At the request of the debtor, the court should, however, have the power to suspend, for a brief period (in principle, 4 months), enforcement actions taken by individual creditors. The debtor should be able to involve only a certain group of creditors, rather than having to involve all creditors in the proceedings. The plan should be able to bind not only ordinary unsecured but also preferential and secured creditors. To this end, the creditors would have to vote in classes. In the context of confirmation, the court should have the power to impose the plan over the objections of one or more dissenting classes (cram-down). Overall, the procedure should be quick, efficient and flexible, with a minimum of formalities and judicial involvement. Judicial involvement is, in principle, needed only for the possible imposition of a specific stay and for confirmation.

My main criticism of the recommendation is that it says nothing about the need to be able to bind shareholders. It also lacks a recommendation to grant anyone other than the debtor, notably creditors, the right to propose a plan. A provision for handling executory contracts (*ipso facto* and change-of-control provisions) would also not have gone amiss in the recommendation. Finally, the recommendation lacks appropriate criteria for cram-down.

On balance, however, the EC's recommendation is a positive step forward. It includes a number of important fundamental policy choices that could dramatically change the insolvency landscape in the EU. Perhaps the most fundamental of these, is the recognition of the need to significantly reduce judicial involvement and procedural safeguards in favour of speed, simplicity and efficiency. This fundamental choice is to be welcomed. All of that said, proceedings with relatively

¹⁰⁷⁵ European Commission, Recommendation on a new approach to business failure and insolvency, 12 March 2014, C(2014) 1500 final.

light procedural safeguards place correspondingly high demands on the quality and integrity of the players. That is where the focus will have to lie when it comes to safeguarding the integrity of the proceedings.

12.10 Chapter 10: Assessment of the Draft Bill Dutch Continuity of Enterprises Act II

12.10.1 *Short description*

The Draft Bill of the Dutch Continuity of Enterprises Act II¹⁰⁷⁶ has been inspired by the American Chapter 11 and the English scheme of arrangement proceedings. It has also been drafted with the EC's recommendation in mind.

The Draft Bill provides for the introduction of pre-insolvency proceedings that are available outside formal insolvency proceedings. There is no general moratorium, and the proceedings do not have to be given widespread publicity. Debtor and creditors alike have the right to propose a plan. The plan can bind all types of capital providers, including shareholders, preferential creditors and secured creditors. The proponent of the plan may restrict the plan to only a subset of the creditors. Creditors vote in classes. The plan is accepted if a majority within each class votes in favour of it. The court must then still confirm the plan and declare it generally binding. The court has the power to impose the plan over the objections of dissenting classes (cram-down). The procedure is generally flexible and appears efficient. With the exception of the possibility for appeal in two instances, court involvement is fairly limited.

12.10.2 *Positive points*

The Draft Bill has a number of positive points, including the following:

- (i) The authors have managed to keep the procedure simple.
- (ii) A plan can be implemented outside a formal insolvency process.
- (iii) The debtor remains in possession.

¹⁰⁷⁶ Concept voorstel van wet "Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot het algemeen verbindend verklaren van een buiten faillissement gesloten akkoord ter herstructurering van de schulden; <http://www.internetconsultatie.nl/wco2>.

- (iv) Court involvement remains relatively limited, and the procedure can be expected to be relatively swift and efficient (with the exception of the possibility of appeal in two instances).
- (v) The Draft Bill offers a great degree of flexibility and room to design tailor-made solutions. The procedure is “light touch” in nature and facilitates narrowly defined precision solutions. In particular, it does not require the involvement of more parties, does not create further legal consequences, and does not generate more publicity than is needed to implement the required solution.
- (vi) The management of the company does not need the consent of shareholders to propose a plan.
- (vii) Creditors also have the right to propose a plan.
- (viii) The plan can bind all types of capital providers, including shareholders, preferential creditors and secured creditors.
- (ix) Voting takes place in classes.
- (x) The court has the power in certain circumstances to impose a plan over the objections of dissenting classes (cram-down).
- (xi) The proceedings seek to be guided by economic reality as much as possible.

12.10.3 Possible points for improvement

In this book I have identified a number of areas for improvement. Recommendations include the following topics:

- (i) *Availability in suspension of payment and bankruptcy proceedings.* The new plan procedure should also be available in suspension of payment and bankruptcy proceedings (*surseance en faillissement*).
- (ii) *Interim relief.* The proponent of the plan should have the right to request interim relief, including a stay of individual enforcement action, independent of any stay of a bankruptcy filing.

- (iii) *Provisions for the continuation of executory contracts.* There should be a provision that prevents valuable contracts from being terminated merely because a plan has been proposed or an insolvency event has occurred.
- (iv) *Termination of executory contracts.* The proposed right to terminate contracts does deserve support, but it needs to be better thought through. It must be clear that, if the proponent of the plan unilaterally terminates a contract, the counterparty should be entitled to claim compensation for resulting damages. The claim must be capable of being restructured under the terms of the plan.
- (v) *Employment contracts.* It should be made clear that the exception for employment contracts only concerns an exception to the right to terminate contracts, but does not prevent a restructuring of liabilities arising from a regular termination of employment contracts on the basis of the termination rules that apply outside insolvency proceedings (e.g. liabilities under a regular severance plan).
- (vi) *The right of third parties to propose a plan.* A creditor should have the right to propose a plan only after the court has established that the debtor is in a financial state of insolvency or pre-insolvency. A creditor who has the right to propose a plan must be granted full access to all information of the company necessary or desirable to propose a plan.
- (vii) *Early determinations.* At the request of the proponent of the plan the court should be able to issue binding determinations at the earliest possible stage, and before any vote, on all points of dispute (including over valuation) that are relevant to the implementation of the proposed plan. The disadvantages of the current proposal are that the supervisory-judge can make determinations only on a limited number of topics, that other actors than the plan proponent can apply for early determinations (which could derail the process), and that the decision of the supervisory judge is not binding. A decision on the valuation is, by its very nature, too far-reaching and complex to leave to a single supervisory-judge, and requires additional safeguards.
- (viii) *Ability to skip a vote where it is not needed.* At the request of the proponent of the plan, the court should, in particular, have the power to eliminate the rights

of parties without the need for a vote, provided that it has been established that, on the basis of the determined valuation, the relevant parties no longer have an economic interest, that the elimination of their rights is necessary for the proposed restructuring, and that, without the proposed restructuring, the debtor will become insolvent.

- (ix) *Criteria for the formation of classes.* The provision on the formation of classes should be amended to provide that parties may be placed in the same class only if they i) have similar rights and ii) are afforded similar treatment under the plan.
- (x) *No mandatory meetings.* It should not be mandatory to hold meetings for the purpose of voting, or at all. It should be possible to cast votes outside formal meetings, for example electronically.
- (xi) *Eliminating the head count.* When it comes to voting, the requirement for a majority in terms of the number of creditors (head count) should be abolished.
- (xii) *No mandatory confirmation hearing for a plan that has been accepted, unless this is specifically requested.* A plan that all classes have accepted should automatically become legally binding and effective within a certain period (one or two weeks) after notification has been given of the outcome of the vote without the need for a confirmation hearing, unless an interested party requests for a hearing within the period thus stipulated.
- (xiii) *Timeliness of any complaints.* Creditors should be obliged to bring any complaints to the attention of the proponent of the plan without undue delay, under penalty of the loss of the right to raise the complaint at a later stage.
- (xiv) *General criteria for the confirmation of all plans.* There should be only three criteria for the confirmation of a plan that all classes have accepted:
 - d) The debtor must be in a state of insolvency or pre-insolvency.
 - e) The decision-making process must be in order. The court should be able to confirm a plan even if the procedure was defective, as long as it is clear that the result would have been the same without the defect.

- f) The plan does not prejudice the interests of creditors who were not involved in the process.

- (xv) *Additional criteria for the cram-down of dissenting classes.* If one or more classes have rejected the plan, the court should be able to impose a plan over the objections of the dissenting classes only if the members of those classes have a choice under the terms of the plan between:
 - a) a distribution in cash equal to the amount in cash that they could expect to receive on the basis of their rank in the event of liquidation, or
 - b) a distribution in cash or non-cash with a value at least equal to their share of the value that is realised under the plan (the reorganisation value) in accordance with their rank.

- (xvi) *Rules for choosing between competing plans.* The procedure should contain rules for choosing between competing plans. The supervisory judge should be able to set rules for coordinating the process of dealing with parallel plans.

- (xvii) *A specialised insolvency court.* All decisions in the context of pre-insolvency proceedings should be rendered by a specialised insolvency court.

- (xviii) *No right of appeal.* Decisions handed down by the court or the supervisory judge in the context of pre-insolvency proceedings should not be subject to appeal.

The Draft Bill is a formidable achievement by the Dutch Ministry of Justice. It treats complex subject matter with which the Netherlands has thus far had no or little experience. Comparable procedures in foreign legal systems are not without their shortcomings and cannot simply be imported into the Dutch legal system. In drawing its inspiration from the English and American systems, the Ministry has managed quite adeptly to navigate around significant pitfalls. The Draft Bill is headed in the right direction and deserves to be supported.

In fine, I am convinced that the Draft Bill, if it is further improved and properly implemented, will be efficient and effective and has the potential of becoming a “best in class” restructuring mechanism.

12.11 Suggestions for further research

Many of the topics I have touched upon in this book have not been dealt with extensively, but have been discussed only in high-level terms with a view to providing a basis for further research and discussion.

Topics that need to be researched and developed further include:

- (i) Valuation in the context of restructuring, including the design of an efficient legal process for determining valuation that strikes the right balance between integrity and efficiency of process, and that can be applied without necessarily having to follow a voting procedure where a vote is not required (Chapter 5 and section 8.6).
- (ii) Whether, and the extent to which, fundamental rights such as the principle of open justice and the right to a fair trial under Article 6 of the European Convention on Human Rights require that legal proceedings and judicial decisions in the context of pre-insolvency proceedings be made public (subsection 8.2.1).
- (iii) The desirability of introducing the role of a silent monitor and how such a monitor might operate (subsection 8.2.4).
- (iv) Continuing trading and the issue of unlawful transactions and preference in the twilight zone that exists while pre-insolvency proceedings are pending (subsection 8.2.6).
- (v) The treatment of executory contracts in the context of pre-insolvency proceedings (subsections 8.2.7 – 8.2.8).
- (vi) The need for a liquidation test as a general confirmation requirement in the light of fundamental property rights (subsection 8.9.3.3).
- (vii) The ability to settle disputed claims by a majority decision in light of fundamental rights to property and a fair trial (section 8.10); and
- (viii) The coordination of, and selection rules for, competing plans.

There are of course important further areas of research on pre-insolvency proceedings -- topics that this book has not considered at all -- such as the securities law, corporate law, labour law, tax and international aspects of pre-insolvency proceedings.

My expectation is that even after the introduction of an efficient pre-insolvency plan procedure, liquidation proceedings will still be used in the vast majority of cases. Pre-insolvency proceedings will be the instrument of choice only in the larger exceptional cases. I am hopeful that this study has managed to highlight the importance of liquidation and efficient liquidation proceedings.

The currently available individual and collective liquidation proceedings fall short in my view. They provide only for enforcement against concrete individual goods and individualised rights. In a simple economy in which present value resides mainly in concrete individual assets, this may be sufficient. In a more developed economy, such as in the Netherlands, however, more and more value is tied up in contracts and in the abstract capacity to generate cash flows with a complex of assets and activities that, as an operating whole, are worth more than their inactive constituent parts. Dutch enforcement and insolvency law is not attuned to dealing with value in contracts or with the abstract notion of value more generally. Developing effective and efficient proceedings for the enforcement of claims against a business as an operational, cash flow generating whole, and enabling creditors to recover value captured in earnings capacity and value in abstract form more generally, together constitute, in my opinion, a field that is ripe for further research and an area in which significant improvement can be achieved in the existing individual and collective enforcement systems.

Literatuurlijst

- ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, Final Report and Recommendations, 2012 – 2014
- Adler, B. E., Bankruptcy and Risk Allocation, Cornell L. Rev. 1992, Vol. 77
- Adler, B.E., Financial and political theories of American corporate bankruptcy, 45 Stanford Law Review, 1993, 311
- Aghion, P., Hart, O., and Moore, J., The Economics of Bankruptcy Reform, NBER, 1992, Working Paper No. 4097
- Amihud, Y. and Mendelson, H., Liquidity, Asset Prices and Financial Policy, Financial Analysts Journal, 1991, vol. 47
- Andel, W.J.M. van, De Peeters/Gatzen-vordering, in: W.M.J. van Andel en F.M.J. Verstijlen, Materieel faillissementsrecht: de Peeters/Gatzen-vordering en de overeenkomst binnen faillissement (preadvies Vereniging van Burgerlijk Recht), Kluwer, 2006
- Ayotte, K. and Skeel, D.A., An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice, U.Chic.L.Rev., 2006, Vol. 73
- Ayotte, K.M. and Morrison, E.R., Creditor control and conflict in Chapter 11, J. Legal Anal., 2009, 511
- Baird, D.G. and Jackson, T.H., Fraudulent conveyance law and its proper domain, Vanderbilt Law Review, 1985/38
- Baird, D.G., The Uneasy Case for Corporate Reorganizations, 15 J. Legal. Stud., 1986, 127
- Baird, D.G., A world without bankruptcy, 50-SPG Law & Contemp. Probs., 1987, 173
- Baird, D.G., Loss Distribution, Forum Shopping and Bankruptcy: A Reply to Warren, Univ. of Chic. L. Rev. 1987, vol. 54
- Baird, D.G., Revisiting Auctions in Chapter 11, 36 Journal of Law and Economics, 1993, 633
- Baird, D.G., Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 Yale L.J., 1998
- Baird, D.G. and Rasmussen, R.K., Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations, 87 Va. L. Rev. 2001, 921

Baird, D.G. and Rasmussen, R.K., The End of Bankruptcy, 55 Stanford Law Review, 2002, 751

Baird, D.G., Chapter 11 at Twilight, 56 Stanford Law Review, 2003, 673

Baird, D.G., The New Face of Chapter 11, 12 Am. Bankr. L. Rev. 2004, 69, 71

Baird, D.G. and Bernstein, D.S., Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, 115 Yale L.J., 2006

Baird, D.G. and Rasmussen, R.K., Private Debt and Missing Lever of Corporate Governance, U.Pa.L.Rev., 2006, Vol. 154

Baird, D.G. and Rasmussen, R.K., Antibankruptcy, Yale Law Journal, 2010/648

Baird, D.G., Elements of Bankruptcy, Foundation Press, 2014

Baird, D.G. and Jackson, T.H., Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy, University of Chicago Law Review, 1984, 51

Baird, D.G., The Rights of Secured Creditors after ResCap, U. Ill. L. Rev., 2015, 849

Bartels, S.E. en V. Tweehuysen, Het lossingsrecht, WPNR 2010 (6864)

Berg, S.W. van den, WCO II: de cram down beschouwd vanuit waarderingsperspectief, FIP 2014/7

Berg, S.W. van den, (Rechtsvergelijkende) beschouwing over waardeallocatie bij herstructureringen, Tvl 2015/42

Berg, S.W. van den, Herstructureringsmiddel voor distressed investors: credit bidding, Ondernemingsrecht 2016/61

Bergervoet, G.J.L., De positie van de aandeelhouder bij een gedwongen omzetting van schuld in aandelenkapitaal buiten insolventie, MvV 2015/11

Bernstein, E., All's far in love, war and bankruptcy? Corporate governance implications of CEO turnover in financial distress, 11 Stan. J.L. Bus. & Fin., 2006, 298

Betker, B.L., Management Incentives, Equity's Bargaining Power, and Deviations from Absolute Priority in Chapter 11, J. Bus., 1995, Vol. 68

- Blair, M.M. and Stout, L. A., A Team Production Theory of Corporate Law, Va. L. Rev., 1999, Vol. 85
- Boer, W.D., Een alternatief voor sanering van obligatieleningen uitgegeven onder trustverband, Ondernemingsrecht 2003/3
- Boot, A.W.A. en Ligterink, J.E., Faillissementswetgeving en Economische Efficiëntie, Bank- en Effectenbedrijf, oktober 2000
- Bradly, M. and Rosenzweig, M., The untenable case for Chapter 11, 101 Yale Law Journal, 1992, 1043
- Brealey, R.A., Myers, S.C. and Allen, F., Principles of Corporate Finance, McGraw Hill, 2014
- Broude, R.F., Reorganizations under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, New York 2013
- Buccino, G.P. and Golub, S.M., Turnaround Topics: Reflecting on Business Bankruptcies from the Pre-Code Era into the New Millennium, 18 Am. Bankr. Inst.J. 36, Dec. 1999/2000
- Buchanan, J.M. and Yoon, Y.J., Symmetric Tragedies: Commons and Anticommons, Journal of Law and Economics, 2000, Vol. 43, No. 1
- Bufford, S.L., What is right about bankruptcy law and wrong about its critics, Washington University Law Review, 1994, 72(3)
- Butler, R.V. and Gilpatric, S.M., A Re-examination of the Purposes and Goals of Bankruptcy, Am. Bankr. Inst. L. Rev., 1994, Vol 2
- Carlson, D.G., Bankruptcy theory and the creditors' bargain, University of Cincinnati Law Review, 1992, 61(2)
- Casey, A.J., The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11, Univ. Ch. L.R., 2011, 78/3
- Cleveland, J.B., Valuation in bankruptcy and a financial restructuring context, Journal of Business Valuation, 2003, p. 206 et. seq.
- Clark, R., The Interdisciplinary Study of Legal Evolution, 90 Yale L.J., 1981, 1238
- Clift, J., Developing an international regime for transnational corporations: the importance of

- insolvency law to sustainable recovery and development, *Transnational Corporations*, Vol. 20, 2001, No. 1
- Coogan, P.F., Confirmation of a Plan Under the Bankruptcy Code, 32 *Case W. Res. L. Rev.*, 1982, 301 no.62
- Cooter, R. and Ulen T., *Law & Economics*, Addison-Wesley, 2008
- Couwenberg, O., *Resolving Financial Distress in the Netherlands*, diss. Groningen, 1997
- Couwenberg, O., Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf?, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 176 e.v.
- Couwenberg, O., Buurmans gras is altijd groener: reflectie op de relatieve efficiëntie van insolventiesystemen, *Tvl* 2000, p. 127 e.v.
- Couwenberg, O., Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence, *European Journal of Law and Economics* 2001, p. 253-273
- Couwenberg, O., Faber, N.E.D. en Kortmann, S.C.J.J., *De Efficiëntie van de Nederlandse Faillissementswet*, Onderzoekscentrum Onderneming & Recht 2001
- Couwenberg, O., Reorganisatie-obstakels in faillissement, *Ondernemingsrecht* 2004/223
- Couwenberg, O. and Jong, A. de, Costs and recovery rates in the Dutch liquidation-based bankruptcy system, *Eur J Law Econ*, 2008, 105 – 127
- Couwenberg, O. and Lubben, S.J., The Costs of Chapter 11 in Context: American and Dutch Business Bankruptcy, *American Bankruptcy Law Journal*, 2011, vol. 85
- Couwenberg, O. and Lubben, S.J., Solving Creditor Problems in the twilight zone: superfluous law and inadequate private solutions, *Int J L Econ*, 2013, 34:61
- Couwenberg, O. and Lubben, S.J., Essential Corporate Bankruptcy Law, *Eur. Bus. Org. Law. Rev.*, 2015, 16:39 – 61
- Couwenberg, O. and Lubben, S.J., Corporate Bankruptcy Tourists, *The Business Lawyer*, October 2015, 25
- Cristal QC, M. and Mokal, R.J., The Valuation of Distressed Companies – A Conceptual Framework, *International Corporate Rescue*, 2006, Issues 2 and 3

Dandeneau, D.A., Developing and Soliciting Votes on a Confirmable Plan of Reorganization in Chapter 11 Cases, 2013, p. 779

Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R., Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross Country Comparisons, July 1999, World Bank Policy Paper No. 2143

O. Couwenberg and S.J. Lubben, Corporate Bankruptcy Tourists, *The Business Lawyer*, 25 October 2015

Elson, M., Note, Say “Ahhh!”: A New Approach for Determining the Cram down Interest Rate After *Till v. SCS Credit*, 27 *CARDOZO L. REV.*, 2006, 1921

Eisenberg, T. and Sundgren, S., Is Chapter 11 Too Favourable to Debtors? Evidence from Abroad, 82 *Cornell L.Rev.* 1997, 1532

European Bank for Reconstruction and Development, Insolvency – a second chance? Why modern insolvency laws seek to promote business rescue, *Law in transition*, 2013

Europese Commissie, Aanbevelingen inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, 12 maart 2014, C(2014) 1500 final

Fenell, L.A., Commons, Anticommons, Semicommons, in: K. Ayotte and H.E. Smith (eds.), *Research Handbook on the Economics of Property Law*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2011

Finch, V., The Dynamics of Insolvency Law: Three Models of Reform, 3 *Law & Fin. Mkt. Rev.*, 2009, 438

Finch, V., Corporate rescue processes: the search for quality and the capacity to resolve, *Journal of Business Law*, 2010, 6

Fishman, J.E. and O'Rourke, B., Value: More Than a Superficial Understanding is Required, *AAML*, 1998, Vol. 15

Fishman, J.E., Pratt, S.P. and Morrison, W.J., *Standards of Value; Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., 2007

Fortgang, C.J. and Moers, T.M., Valuation in Bankruptcy, *UCLA L.Rev.* 1985, Vol. 32

Franken, M., Het dwangakkoord en de (toekomstige) baten des boedels, *Tvl* 2015/21

- Frima, R.P.W., De homologatie van het onderhands akkoord, TVVS 1992, nr. 92/8, p. 191 – 196
- Fridman, J., What Courts Do to Secured Creditors in Chapter 11 Cram Down, Cardozo L.Rev. 1993, Vol 14
- Galen, R.J. van, Kabels en knopen, Ondernemingsrecht 2002, p. 247 e.v.
- Galen, R.J. van, Insolvent Groups of Companies in Cross Border Cases and Rescue Plans, Preadvies NVRII, 2012
- Galen, R.J. van, Knelpunten in ons insolventierecht, Ondernemingsrecht 2014/81
- Galen, R.J. van, De surseance als echte reorganisatieprocedure, Tvl 2015/23
- Gangelen, B.S.J.M. van en Gispén, G.H., Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord, in: "Overeenkomsten en insolventie", N.E.D. Faber, J.J. van Hees en N.S.G.J. Vermunt (red.), Kluwer, 2012
- Gilson, S.C., Management Turnover and Financial Distress, J. Fin. Econ. 1989, Vol. 25
- Gispén, G.H., Wetsvoorstel 27 244: derde nota van wijziging, Tvl 2004, 14
- Goodman, J. and Levitin, A., Bankruptcy Law and the Cost of Credit: The Impact of Cramdown on Mortgage Interest Rates, Journal of Law and Economics, 2014, Volume 57, No. 1
- Greenspan, R.F. and Nelson, C. "Untill" We Meet Again: Why the Till Decision Might Not Be the Last Word on Cramdown Interest Rates, Am. Bankr. Inst. J., Jan. 2005
- Gross, K., Taking community interests into account in bankruptcy: an essay, Washington University Law Review 72(3), 1994, 1031 – 1048
- Gross, K. and Redmond, P. In Defense of Debtor Exclusivity: Assessing Four of the 1994 Amendments to the Bankruptcy Code, Am. Bankr.L.J. 1995, Vol. 69
- Hahn, D., Concentrated ownership and control of corporate reorganisations, Journal of Corporate Law Studies, 2004, 117
- Hees, A. van, Het doel van faillissement en de taak van de curator, Tvl 2004, nr. 45
- Hees, A. van, Maatschappelijk verantwoord vereffenen, Tvl 2015/1
- Hees, J.J. van, Kroniek van het insolventierecht, NJB 2012/888

- Hees, J.J. van, Kroniek van het insolventierecht, NJB 2014/799
- Hees, J.J. van, Overeenkomsten en faillissement: een onvolkomen regeling, in:
Overeenkomsten in insolventie, Onderzoekscentrum Onderneming en Recht, Kluwer,
2012
- Heller, M.A., The Tragedy of the Anticommons: Property in the transition from Marx to
Markets, Harvard Law Review, 1998/111
- Hermans, R.M. en Vriesendorp, R., Het dwangakkoord in het insolventierecht: vrijheid in
gebondenheid, Tvl 2014/10
- Herzog, S.M. and Hertwig, R., The Wisdom of Many in One Mind, 20 Psychological Science,
2009, 231
- Holterman, W. De waardering van niet genoteerde aandelen, diss. Groningen, 1993
- Hoekstra, G.D., De spanning tussen het maatschappelijk belang en het gezamenlijk belang
bezien in het licht van de creditors' bargain, Tvl 2005/12
- Houser, B.J., Carvell, D.W., and Meister, H.D.F., Disclosure Statements; Confirmation and
Cramdown of Chapter 11 Plans, SR047 ALI-ABA 449, 2010, part IV
- Huizink, J.B., Bestuurdersaansprakelijkheid bij zwaar weer, Tvl 2002, p. 167 e.v.
- Hummelen, J., Distress Dynamics, an efficiency assessment of Dutch bankruptcy law, diss.
Groningen, Eleven International Publishing, 2015
- Insolvency Service, A Review of the Corporate Insolvency Framework, May 2016
- Jackson, T.H., Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain, Yale
Law Journal, 1982
- Jackson, T.H., The Logics and Limits of Bankruptcy Law, Harvard University Press, 1986
- Jackson, T.H., Of Liquidation, Continuation, and Delay: An Analysis of Bankruptcy Policy and
Nonbankruptcy Rules, Am. Bankr. L.J. 1986, 399
- Jackson, T.H. and Scott, R.E., On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy
Sharing and the Creditors' Bargain, Virginia Law Review 1989, 75(2)
- Jensen, M.C., Corporate Control and the Politics of Finance, Journal of Applied Corporate
Finance, 1991, Vol. 4, No. 2

Jol, J., Wettelijk faciliteren van (financiële) herstructureringen: het dwangakkoord, in:
 Herstructureren en insolventie: naar een Scheme of Arrangement?, Kluwer, 2013

Katz, A., Foundations of the Economic Approach to Law, Oxford University Press, 1998

Keach, B., Chapter 11 at the crossroads, Global Turnaround, November 2009

Kelly, T.O. III, Compensation for Time Value as Part of Adequate Protection during the
 Automatic Stay in Bankruptcy, U. Chi.L.Rev. 1983, Vol. 50

Klee, K., All You Ever Wanted to Know About Cram down Under the New Bankruptcy Code,
 53 Am. Bankr. L.J., 1979, 133

Klee, K., Cram Down II, Am.Bankr.L.J. 1990, Vol 64

Klee, K., A Brief Rejoinder to Professor LoPucki, Am.Bankr.L.J. 1995, vol. 69

Korobkin, D.R., Rehabilitating values: a jurisprudence of bankruptcy, 91 Columbia Law
 Review, 1991, 717

Korobkin, D.R., Contractarianism and the normative foundations of bankruptcy law, 71 Texas
 Law Review, 1993, 541

Kortmann, S.C.J.J. en Faber, N.E.D. (red.), Geschiedenis van de Faillissementswet.
 Heruitgave Geschiedenis van de wet op het Faillissement en de Surséance van
 Betaling, deel I, bewerkt door Mr. G.W. Baron van der Feltz, Haarlem 1896, W.E.J.
 Tjeenk Willink, 1994

Koster, H., Herstructureren bij insolventie: naar de pre-pack plus!, Tvl 2013/7

Kuney, G.W., Misinterpreting Bankruptcy Code Section 363(f) and Undermining the Chapter
 11 Process, 76 Am. Bankr. L.J., 2002, 235

Kuney, G.W., Let's Make It Official: Adding an Explicit Preplan Sale Process as an
 Alternative Exit from Bankruptcy, 40 Hous. L.Rev., 2004, 1265

Kuney, G.W., Hijacking Chapter 11, Emory Bankr.Dev. J., 2004, vol. 21

Kymlycka, W., Contemporary Political Philosophy, Oxford University Press, 1990

Lennarts, M.L., The Review of the EU Insolvency Regulation – Time to Recognize the Ties
 that Bind Company Law and Insolvency Law, Preadvies NVR II 2012

Lennarts, M.L., De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation? in:

Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015

- Leuftink, A.L., *Surséance van betaling*, Kluwer, 1995
- Liao, N., *Cramming Down the Housing Crisis, Amending 11 U.S.C. § 1322(b) to Protect Homeowners and Create a Sustainable Bankruptcy System*, *Minnesota Law Review*, 2009, 93:2240
- Lippman, S.A. and McCall, J.C., *An Operational Measure of Liquidity*, *The American Economic Review*, 1986, vol. 76
- LoPucki, L.M. and Whitford, W.C., *Preemptive Cram Down*, 65 *Am. Bankr. L.J.* 625, 1991
- LoPucki, L.M., *The Trouble with Chapter 11*, *Wis. L.Rev.* 1993, Vol. 1993
- LoPucki, L.M., and Whitford, W.C., *Patterns in the Bankruptcy Reorganization of Large Publicly Held Companies*, *Cornell L. Rev.*, 1993, Vol. 78
- Lopucki, L.M. and Whitford, W.C., *Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies*, *U.PaL.Rev.* 1993, Vol. 141
- Lopucki, L.M., *Chapter 11: An Agenda for Basic Reform*, *Am. Bankr.L.J.* 1995
- Lopucki, L.M., *The Debtor in Full Control – Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code?*, 57 *Am. Bankr. L. J.*, 1983, 99
- LoPucki, L.M., *A Team Production Theory of Bankruptcy Reorganization*, *Vand.L.Rev.*, 2004, Vol 57
- Lubben, S.J., *The “New and Improved” Chapter 11*, *Ky.L.J.* 2004b, Vol. 93
- Lubben, S.J., *Corporate Reorganization & Professional Fees*, 82 *Am. Bankr. L.J.*, 2008, 77
- Madaus, S., *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, *NACIIL Reports*, 2012, p. 21 et. seq.
- Markell, B.A., *Clueless on Classification: Toward Removing Artificial Limits on Chapter 11 Claim Classification*, *Bankr.Dev.J.*, 1995, Vol. 11
- Markell, B.A., *A New Perspective on Unfair Discrimination in Chapter 11*, 72 *Am. Bankr. L. J.*, 1998, 227
- Martin, N.D., *Noneconomic interests in bankruptcy: standing on the outside looking in*, *Ohio State Law Journal*, 1998, vol. 59

- Martin, N.D., Common law bankruptcy systems: similarities and differences, 11 *American Bankruptcy Law Review*, 2003, 367
- Meltzer, P.E., Disenfranchising the Dissenting Creditor through Artificial Classification or Artificial Impairment, *Am.Bankr.L.J.*, 1992, Vol 66
- Mennens, A.M. en Beekhoven van den Boezem, F.E.J., Wijziging van toekomstige verplichtingen middels een dwangakkoord buiten insolventie: toekomstmuziek?, *Tvl* 2015/32
- Mennens, A.M. en Veder, P.M., Clementie en recht: het dwangakkoord buiten insolventie, *NTBR* 2015/2
- Mercer, Z.C. and Brown, T.S., Fair Market Value vs. The Real World, *Valuation Strategies*, Apr. 1999
- McCormack, G., Control and corporate rescue: an Anglo American evaluation, *International & Comparative Law Quarterly*, 2007, 515
- Michel, A., Shaked, I. and McHugh, C., After Bankruptcy: Can Ugly Ducklings Turn into Swans?" *Financial Analysts Journal*, May/June 1998
- Miller, H.R., The changing face of Chapter 11: a re-emergence of the bankruptcy judge as producer, director and sometimes star of the reorganization passion play, 69 *American Bankruptcy Law Journal*, 1995, 431
- Mokal, R.J., *Corporate insolvency law: Theory and Application*, Oxford University Press, 2015
- Moss, G., Chapter 11 – an English lawyers critique, *Insolvency Intelligence*, 1998, p. 3 et. seq.
- Nelan, B.E., Multiple Plans "On the Table" During the Chapter 11 Exclusivity Period, *Bankr. Dev. J.*, 1989, Vol. 6
- Nieuwenhuis, J.H., *Drie beginselen van contractenrecht*, diss. Leiden, 1979
- Norberg, S.F., Classification of Claims under Chapter 11 of the Bankruptcy Code: the Fallacy of Interest Based Classification, *Am.Bankr.L.J.*, 1995, Vol. 69

Norberg, S.F., Debtor Incentives, Agency Costs and Voting Theory in Chapter 11,
U.Kan.L.Rev. 1998, Vol. 46

O’Dea, G., Craving a cram-down: why English insolvency law needs reforming, Journal of
International Banking and Financial Law, 2009, 10 JIBFL 583

O’Dea, G., Schemes of Arrangement, Oxford University Press, 2012

Oehlke Lieke, S.R., Will Congress’s Proposed Cap on Extensions to the Debtor’s Exclusivity
Period in Chapter 11 Solve the Problem of Creditor Preclusion from the Plan
Negotiation Process, S. Tex. L. Rev., 2002, Vol. 43

Òrban, G.A.C. and Weijs, R.J. de, Loan-to-Own meets Credit Bid: Credit Bidding naar
Amerikaans en Nederlands recht, Tvl 2016/15

Pachulski, I.M., The Cram down and Valuation Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code, 58
N.C.L. Rev., 1980, 925

Paterson, S., Rethinking the Role of the Law of Corporate Distress in the Twenty-First
Century, LSE Law, Society and Economy Working Papers 2014/27

Paterson, S., Bargain in Financial Restructuring: Market Norms, Legal Rights and Regulatory
Standards, Journal of Corporate Law Studies, 2014, 14(2)

Payne, J., Debt Restructuring in English Law: Lessons from the US and the Need for
Reform, University of Oxford, Research Paper No 2013/89

Payne, J., Schemes of Arrangement, Cambridge University Press, 2014

Perron, C.E. du, Overeenkomst en derde, diss. Amsterdam, 1999

Petrovski, N., The Bankruptcy Code, Section 1121: Exclusivity Reloaded, Am. Bankr.
Inst.L.Rev. 2003, Vol 11

Pilkington, C., Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring, Sweet & Maxwell, 2013

Polak, J. en Pannevis, M., Insolventierecht, Kluwer, 2014

Pratt, S.P. and Niculita, A.V., Valuing a Business, McGraw-Hill, 2008

Purcell, E.W. and Boyce, A., The Courts Speak on Valuation in Restructurings: IMO Car
Wash, SAS and Wind Hellas Lessons, International Corporate Rescue, 2010, Volume
7, Issue 2

- Rawls, J. A., *Theory of Justice*, Harvard University Press, 1971
- Ranitz, S.H. de , *Crediteurenbelang versus “andere belangen”*, in: *De curator, een octopus*, Serie Onderneming en Recht, deel 6, W.E.J. Tjeenk Willink, 1996
- Rasmussen, R.K., *Debtor’s choice: a menu approach to corporate bankruptcy*, 71 *Texas Law Review*, 1992, 51
- Rasmussen, R.K., *An essay on optimal bankruptcy rules and social justice*, *University of Illinois Law Review*, 1994, Vol 1
- Regoli, N. *Confirmation of Chapter 11 Bankruptcy: A Practical Guide to the Best Interest of Creditors Test*, *Tex.J.Bus.L.*, 2005, Vol. 41
- Ren, Y., *A comparative study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, Eleven International Publishing, 2012
- Rijckenberg, C., *Selectieve betalingen tijdens de verdachte periode voor faillissement*, in: N.E.D. Faber e.a. (red.), *De bewindvoerder een octopus*, Serie Onderneming en Recht, deel 44, Kluwer, 2008
- Rusch, L.J., *Gerrymandering the Classification Issue in Chapter Eleven Reorganization*, *U. Colo.L.Rev.*, 1992, Vol. 63
- Schreurs, Ph.W., *Denkbare verbetering in de positie van werknemers bij bedrijven in moeilijkheden en de Wet Continuïteit Ondernemingen II*, *Ondernemingsrecht* 2016/34
- Schild, A.J.P., *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, diss. Leiden, Kluwer, 2012
- Schmieman, E., *De aanbeveling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie*, *Ondernemingsrecht* 2014/77
- Segal, N., *Schemes of arrangement and junior creditors – does the US approach to valuations provide the answer?*, *Insolvency Intelligence* 2007, 49-52
- Sharfman, K., *Valuation Averaging: A New Procedure for Resolving Valuation Disputes*, 88 *Minn. L. Rev.*, 2003, 357
- Skeel, D.A. Jr., *Markets, Courts, and the Brave New World of Bankruptcy Theory*, *Wis. L. Rev.*, 1993, Vol. 1993

- Skeel, D.A., Creditor's ball: the "New" New Corporate Governance in Chapter 11, 152 U . Pa. L. Rev., 2003, 917
- Skeel, D.A., The past, present and future of debtor-in-possession financing, 25 Cardozo L. Rev., 2004, 1905
- Schaink, P.R.W., Surséance als vehikel voor debt-for-equity swaps, Ondernemingsrecht 2003, p. 173 e.v.
- Scott, R.E., Through Bankruptcy with the Creditors' Bargain Heuristic, Univ. Of Chic. L. Rev., 1986, Vol 53
- Scott, R.E., Sharing the risks of bankruptcy: Timbers, Ahlers, and beyond, 1 Columbia Business Law Review, 1989, 183
- Scott, W.S., Deferred Cash Payments to Secured Creditors in Cram Down of Chapter 11 Plans: A Matter of Interest, Wash.L.Rev., 1988, Vol. 63
- Schleifer, A. and Vishny, R.W. Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, The Journal of Finance, Vol. XLVII, no. 4, September 1992
- Schleifer, A. and Vishny, R., Fire Sales in Finance and Macroeconomics, Journal of Economic Perspectives, 2011, Vol. 25
- Shaked, I. and Reilly, R.F., A Practical Guide to Bankruptcy Valuation, American Bankruptcy Institute, 2013
- Simkovic, M., The Evolution of Valuation in Bankruptcy (July 16, 2016), working paper to be presented at 2016 National Conference of Bankruptcy Judges; Am. Bankr. L.J.
- Sloane, C.A., The Sub Rosa Plan of Reorganization: Side-Stepping Creditor Protections in Chapter 11, 16 Bankr. Dev. J., 1999, 37
- Snijders, W., Concursus creditorum en de verdelende rechtvaardigheid in het privaatrecht, in: Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit, M.W. Hesselink, C.E. du Perron, A.F. Salomons (red.), Boom Juridische uitgevers, 2003
- Soedira, A.D.W., Het akkoord, Kluwer, 2011
- Soedira, A.D.W., De inhoud van het akkoord, in: De curator, een octopus, Serie Onderneming en Recht, deel 6

- Steinke, W.G., Price, Value and Comparable Distinctions in Distressed Markets, 80 Appraisal Journal, 2012, 140
- Tene, O. Revisiting the Creditors' Bargain: The Entitlement to the Going-Concern Surplus in Corporate Bankruptcy Reorganizations, Bankr.Dev.J., 2003, Vol 19
- Thomas, K. E., Valuation of Assets in Bankruptcy Proceedings: Emerging Issues, Mon.L.Rev, 1990, Vol 51
- Tjong Tjin Tai, T.F.E., Solidariteit in het privaatrecht, WPNR 2012 (6939)
- Tollenaar, N.W.A., Debt for equity swaps, in: N.E.D. Faber (red.), De Bewindvoerder een Octopus, Serie Onderneming en Recht, deel 44, Kluwer 2008
- Tollenaar, N.W.A., Faillissementsrecht van Nederland: geef ons de pre-pack!, Tvl 2011/23
- Tollenaar, N.W.A., Materiële crediteurenbescherming: een balans tussen juridische en economische bescherming, Tvl 2014/31
- Tollenaar, N.W.A., Over het faillissement als instrument van de financier en het evenwicht tussen geseceerde en ongesecereerde crediteuren, Tvl 2016/9
- Trugman, G.R., Business Valuation, AICPA, 2012
- Ünsal, Ö., On Price, Cost, and Value, 78 The Appraisal Journal, 2010, 70
- Veach, J.A., On considering the public interest in bankruptcy: looking to the railroads for answers, Indiana Law Journal 72(4), 1997, 1211
- Veenstra, F., Overleven dankzij het enquêterecht, Tvl 2015/7
- Veder, P.M., Booms, T.E. en Pannevis, N.B., Rechtsvergelijkende verkenning in het kader van het programma herijking faillissementsrecht, Onderzoekcentrum Onderneming & Recht 2013
- Velthoven, B.C.J., van en Wijck, P.W., van, Recht en efficiëntie, Kluwer, 2001
- Verheul, E.F., Perikelen rond de uitoefening van het eigendomsvoorbehoud in faillissement, Tvl 2016/19
- Verstijlen, F.M.J., De faillissementscurator, diss. Tilburg, W.E.J. Tjeenk Willink, 1998

- Verstijlen, F.M.J., De betrekkelijke continuïteit van het contract binnen faillissement, in:
W.M.J. van Andel en F.M.J. Verstijlen., Materieel faillissementsrecht: de
Peeters/Gatzen-vordering en de overeenkomst binnen faillissement (preadvies
Vereniging van Burgerlijk Recht), Kluwer, 2006
- Verstijlen, F.M.J., Het insolventieakkoord, in: J.A. van de Hel, M.C.A. van den
Nieuwenhuijzen & J.H. Verdonschot (red.), Het Voorontwerp Insolventiewet nader
beschouwd, Ars Aequi, 2008, p. 139 e.v.
- Verstijlen, F.M.J. Het Insolventieakkoord, in: N.E.D. Faber (red.), De Bewindvoerder een
Octopus, Serie Onderneming en Recht, deel 44, Kluwer, 2008, p. 141 e.v.
- Verstijlen, F.M.J. en Hoekstra D., De separatist in het voorontwerp voor een Insolventiewet
en de creditors' bargain, NJB 2009, afl. 5
- Verstijlen, F.M.J., Akkoord met het dwangakkoord? Over de verhouding tussen gedwongen
schuldregeling van art. 287a Fw en het gerechtelijk (dwang)akkoord, in: O.O.
Cherednychenko, C.E.C. Jansen, A.R. Neerhof, & F.M.J. Verstijlen (red.), Het
publieke van het privaatrecht: hoe de regulering van publieke belangen het
privaatrecht beïnvloedt, Boom Juridisch Uitgevers, 2010, p. 213 e.v.
- Verstijlen, F.M.J., De aansprakelijkheid voor de selectieve voldoening door schuldeisers,
WPNR 99/6355
- Verstijlen, F.M.J. en Vriesendorp, R.D., De veelbelovende toekomst van het informele
dwangakkoord?, NJB 1994/7
- Vranken, J.B.M., Over partijautonomie, contractsvrijheid, en de grondslag van gebondenheid
in het verbintenissenrecht, in: J.M. Barendrecht e.a. (red.), Beginselen van
contractenrecht, (Nieskens-Isphordingbundel), Kluwer, 2000
- Vreeswijk, J.A., De surséance van betaling en het akkoord, Kluwer, 1973
- Vriesendorp, R.D., Insolventierecht, Kluwer, 2013
- Vriesendorp, R.D., R.M. Hermans en Vries, K.A.J. de, Herijking faillissementsrecht en het
informeel akkoord: gemiste kans of opportunity voor een Nederlandse scheme of
arrangement, Tvl 2013/12

Vriesendorp, R.D., R.M. Hermans en Vries K.A.J. de, Wetsvoorstel tot aanpassing van de
Faillissementswet door uitbreiding met titel IV, Tvl 2013/20

Vriesendorp, R.D. en Stigtenhorst, R. van den, Herstructurerings in de moderne
financieringspraktijk: Nederland vs. de V.S., Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht
2013-2

Vriesendorp, R.D., Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II, Preadvies
voor
de Vereeniging Handelsrecht, 2014

Warren, E., Bankruptcy Policy, Univ. of Chic. L. Rev, 1987, Vol 54

Warren, E., Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World, Mich. L. Rev., 1993, Vol 92

Warren, E., Chapter 11: Reorganizing American Businesses, Wolters Kluwer, 2008

Warren, E. and Westbrook, J.L., The Success of Chapter 11: A Challenge to the Critics,
Mich.L.Rev. 2009, Vol. 1071

Wessels, B. Insolventierecht VI: Het akkoord, Kluwer, 2013

Wessels, B. en Weijs, R.J., Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S.
Bankruptcy Code, Ondernemingsrecht 2015/37

Weijs, R.J. de, Harmonisation of European Insolvency Law and the need to tackle two
problems: common pool & anticommons, International Insolvency Review, 2012, nr. 2

Weiss, L.A. and Wruck, K.H., Information problems, conflicts of interest and asset stripping:
Chapter 11's failure in the case of Eastern Airlines, Journal of Financial Economics,
1998, no. 1

Weisgard, G.M. and Griffiths, M., Company Voluntary Arrangements and Administrations,
Jordan, 2013

Weston, R.L., The Exclusivity Period in Section 1121: How Exclusive Is It?, Cardozo L. Rev.,
1990, Vol 11

World Bank, Insolvency Reform for Credit, Entrepreneurship, and Growth,
Viewpoint, July 2014

World Bank, Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes, Revised 2015

Zanten, T.T. van, De overeenkomst in het insolventierecht, diss. Groningen 2012, Kluwer,
2012