

ENIGE NADERE OPMERKINGEN OVER CREDITEURBELANGEN EN OVER AKKOORDEN

Gisteren heeft Van Hees onder meer gesproken over akkoorden en reorganisaties. Naar aanleiding daarvan heb ik besloten nog enkele aanvullende opmerkingen te maken en in zoverre mijn voorgenomen voordracht aan te passen. Dat is niet omdat ik het met Van Hees volstrekt oneens ben, maar eerder omdat het niet mogelijk was in de hem toegemeten tijd toe te komen aan de aspecten die ik nu aan de orde zou willen stellen.

De Faillissementswet dateert van 1893 en is bovendien in belangrijke mate geënt op de regeling die voordien gold onder het Wetboek van Koophandel. Dat het een zo oude wet is met wortels in een nog verder gelegen verleden is in sommige opzichten weinig bezwaarlijk. Faillissementsafwikkeling is geen tovenarij en in essentie gebeurt er al eeuwen hetzelfde. De bezittingen van de failliete schuldenaar worden verkocht ten behoeve van zijn crediteuren, tenzij de schuldenaar in staat is overeenstemming te bereiken met zijn schuldeisers over een andere oplossing. Niettemin draagt de Faillissementswet ook sporen van het verleden die maken dat de wet niet meer geheel adequaat kan functioneren in de huidige tijd.

Schuldeisers ten tijde van de totstandkoming van de Faillissementswet

Wanneer men zich voorstelt hoe het schuldeiserspanorama er in 1893 uitzag dan valt op dat de concurrente crediteuren nog van veel groter belang waren dan thans. Tegenwoordig zijn, bij een bedrijf, vrijwel alle bezittingen in zekerheid gegeven aan crediteuren van het bedrijf. Het onroerend goed is verhypotheked, de roerende zaken en vorderingen zijn verpand of geleased en de leveranciers hebben een eigendomsvoorbehoud. Bedrijven worden in belangrijke mate gefinancierd door zekerheidscrediteuren. In 1893 was die zekerheidsfinanciering veel beperkter. Er werd wel gebruik gemaakt van hypotheeken, maar pandrecht kwam men weinig tegen. Stil pandrecht bestond immers niet en derhalve moesten voor verpanding de goederen buiten de macht van de pandgever gebracht worden. Wie in financiële nood was bracht zijn sieraden naar de lommerd, maar voor bedrijfsvoering was dat niet gebruikelijk. Ook verpanding van vorderingen, waarvoor mededeling aan de debiteur van de vordering nodig was, was een uitzondering. De fiduciaire eigendomsoverdracht en de fiduciaire cessie zijn figuren die opgekomen zijn om het hoofd te bieden aan de beperkingen die het bezitpandrecht met zich bracht, maar deze figuren zijn pas in de jaren 20 en 30 van de twintigste eeuw ontwikkeld en in het Bierbrouwerij-arrest van 1929² gesanctioneerd. De wet kende natuurlijk wel preferente crediteuren maar hun vorderingen waren toch meestal beperkt (huur en loon) of beperkt verhaalbaar (het verkopersprivilege dat in zekere zin dezelfde functie vervulde als het eigendomsvoorbehoud). Financiering van een vennootschap vond in belangrijke mate plaats door de aandeelhouders en door concurrente crediteuren. Obligaties vormden ook een populaire financieringsvorm en de Amsterdamse beurs heeft daarin ook een belangrijke rol gespeeld. Zo zijn veel Amerikaanse spoorwegen met in Nederland uitgegeven obligaties gefinancierd³.

Deze negentiende-eeuwse financieringsvormen zijn nu op hun kop gezet. Het permanente vermogen van de onderneming wordt niet langer verschaft door aandeelhouders en eventueel obligatiehouders,

¹ Mr. R.J. van Galen is advocaat bij NautaDulith en voorzitter van INSOLAD.

² HR 25 januari 1929, *NJ* 1929, p. 616 m.nt. PS, *W.* 11 951 m.nt. SB.

³ P.M.L. Fentrop, *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC*, Amsterdam: Prometheus 2002, p. 183 e.v.

maar vooral door de banken die als zekerheidscrediteuren optreden. Voor de positie van de concurrente crediteuren heeft dat belangrijke gevolgen gehad, want zij moeten nu bij een deconfiture die zekerheidscrediteuren voor laten gaan ten aanzien van de opbrengsten van vrijwel alle goederen. Daarmee is niet gezegd dat de concurrente crediteuren bij de totstandkoming van de Faillissementswet op veel hogere percentuele uitkeringen mochten rekenen, maar hun positie is zeker niet verbeterd. Daarbij ga ik dan nog voorbij aan de substantiële uitbreiding van de boedelschulden die het gevolg is geweest van de versterking van de positie van de werknemer en de jurisprudentie van de Hoge Raad omtrent de vraag welke schulden als boedelschuld aangemerkt dienen te worden⁴.

Nieuwe tijden en de positie van de verschillende crediteuren

De regeling van het akkoord is toegesneden op de situatie zoals men die aantrof aan het eind van de negentiende eeuw. Alleen de concurrente crediteuren konden door het akkoord gebonden worden, de preferente en boedelcrediteuren dienden integraal voldaan te worden en de hypotheekhouder behield zijn recht op de opbrengst van het onroerend goed. Dat betekende dat als er iets te verdelen viel een akkoord in het algemeen een oplossing kon bieden. Als gevolg van de gewijzigde financieringsstructuren is dat thans niet meer het geval. De boedel wordt opgegeten door de zekerheidscrediteuren, en als er al vrije baten zijn, gaan deze op aan de preferente crediteuren en boedelschulden. Opbrengsten die gebruikt kunnen worden voor een akkoord, dat alleen de concurrente crediteuren bindt, zijn er dan ook vrijwel nooit. Men komt het akkoord eigenlijk alleen tegen bij sommige holding- of financieringsmaatschappijen in gevallen waarin zekerheidscrediteuren ontbreken. De kabelmaatschappijen die in de eerste jaren van de eenentwintigste eeuw in surseance gingen en het recente Nederlandse Lehman-faillissement leveren daar voorbeelden van op⁵. Voor de vennootschap zou, in de huidige tijd, een akkoord vrijwel steeds alleen een oplossing kunnen bieden indien ook de 'nieuwe' crediteuren, de preferente en zekerheidscrediteuren, door zo'n akkoord gebonden zouden kunnen worden. Dat is dan ook de tendens die men in de vooraanstaande jurisdicties om ons heen, zoals Frankrijk, Duitsland, Engeland en de Verenigde Staten, ziet. Al die landen hebben inmiddels regelingen getroffen waardoor ook preferente en zekerheidscrediteuren gebonden worden. Een dergelijke regeling zou ook in Nederland aanbeveling verdienen. Zij doet meer recht aan de huidige wijze van financiering van ondernemingen en kan een oplossing bieden voor een herstructurering waar de huidige regeling van het akkoord dat niet meer kan en een activatransactie een minder goede oplossing biedt..

Een andere benadering zou zijn om aan de concurrente crediteuren weer een grotere rol te geven door het belang van de zekerheidscrediteuren terug te dringen. Er is wel voor gepleit⁶ regels vast te stellen waardoor, in gevallen waarin opbrengsten beschikbaar komen voor preferente of zekerheidscrediteuren, ook steeds gelden te reserveren voor uitkeringen aan concurrente crediteuren. De gedachte is dat het onwenselijk is dat concurrente crediteuren in geval van een faillissement thans in vrijwel alle gevallen niets of slechts zeer weinig van hun geld terugzien. Als *personae miserales* zouden zij beschermd moeten worden. Ik deel dat standpunt niet. Krediet dient mijns inziens door de banken verstrekt te worden. Zij kunnen zich ook een inzicht verschaffen in de kredietwaardigheid van hun debiteur. Als belangrijkste alternatief geldt kredietverstrekking door obligatiehouders, maar ook voor hen geldt dat zij zekerheden kunnen bedingen en in ieder geval toezicht op de debiteur kunnen bedingen en dan uitoefenen. Voor leveranciers van goederen geldt dat zij een eigendomsvoorbehoud of voorbehouden pandrecht kunnen bedingen. Concurrente crediteuren dienen er vooral op gespist te zijn dat hun vorderingen niet oplopen. De advocaat moet zijn declaratie innen en niet maar doorwerken in hoop op verbetering. De concurrente handelscrediteuren kunnen, anders dan de banken en obligatiehouders, geen toezicht uitoefenen op de solvabiliteit van het bedrijf van hun debiteur. Zij

⁴ HR 28 september 1990, *NJ* 1991, 305 (De Ranitz q.q./Ontvanger), HR 12 november 1993, *NJ* 1994, 229 (Frima q.q./Blankers-Van Gennip), HR 18 juni 2004, *NJ* 2004, 617 (Circle Plastics), HR 19 april 2013, *NJ* 2013, 291 (Koot Beheer/Tideman q.q.).

⁵ Het Lehman-akkoord is geen herstructureringsakkoord, maar een akkoord waarin de liquidatie van het gerealiseerde actief wordt geregeld.

⁶ Volgens art. 6.3.1 van het Voorontwerp Insolventiewet (dat niet ingevoerd zal worden) zullen uitdelingen aan preferente respectievelijk concurrente schuldeisers geschieden in beginsel in een verhouding van 2 staat tot 1.

leveren daarom zelf een risicofactor op. Belangrijker nog is dat te vrezen valt dat, *als* een situatie gecreëerd zou worden waarin meer verhaal voor concurrente crediteuren beschikbaar zou komen, dat er alleen maar toe zou leiden dat concurrente crediteuren lankmoediger omgaan met het oplopen van hun vorderingen en het uitblijven van betaling, waardoor zij uiteindelijk misschien alleen maar meer moeten afschrijven. Ik meen dus dat concurrente handels- en persoonlijke crediteuren het verlenen van krediet zouden moeten overlaten aan banken en obligatiehouders (en leasemaatschappijen), dat zij hun debiteuren kort moeten houden en dat verslapping niet moet worden aangemoedigd door aan concurrente crediteuren een hogere verhaalsquote in het vooruitzicht te stellen. Overigens zijn veel concurrente crediteuren helemaal geen *personae miserabiles*. Met creditcardmaatschappijen en energieleveranciers hoeft men geen medelijden te hebben.

Reorganisatiescenario's

Alvorens nader in te gaan op reorganisatiemogelijkheden zou ik twee opmerkingen willen maken. De eerste opmerking is dat het grootste deel van de insolventieprocedures neerkomt op liquidaties. Soms kan nog wel een stukje van een onderneming worden voortgezet, maar in de meeste gevallen is zelfs dat niet het geval. Het uitgangspunt dat liquidatie de regel is en reorganisatie de uitzondering, geldt niet alleen voor Nederland, maar geldt eigenlijk voor alle jurisdicties met een ontwikkeld insolventierecht. Het geldt zelfs voor de Verenigde Staten waar de toepassing van de reorganisatieprocedure van Chapter 11 op grote bedrijven altijd veel aandacht trekt. Het is al vaak gezegd: dat in de meeste gevallen de insolventieprocedure leidt tot liquidatie is onvermijdelijk⁷. Het is bovendien onwenselijk dat het leven van een onderneming wordt gerekt door een kunstmatige reorganisatie. Veelal zijn de bedrijven die omvallen de zwakke broeders in hun branche – wat er ook zij van de incidenten die uiteindelijk het faillissement veroorzaakt hebben –, en reorganisaties waarbij schulden worden afgewaardeerd impliceren veelal vervalsing van de concurrentie met bedrijven in de zelfde branche die het hoofd wel boven water hebben weten te houden, bijvoorbeeld door beter in te kopen of tegen een realistischer prijs te verkopen of door hun productieproces beter te rationaliseren. Zeker indien er overcapaciteit in een branche is is uitstoting noodzakelijk. “Sick animals must be left to die.” Dat is nu eenmaal het gevolg van het kapitalistisch systeem.

Er is dus maar een klein percentage ondernemingen dat gered kan worden maar dat zijn toch wel belangrijke gevallen. Bovendien geldt dat de omvang van de ondernemingen die in surseance of faillissement raken enorm verschilt. Tegenover elke grote vennootschap staat een enorm aantal kleintjes. Daarom zegt het aantal vennootschappen dat in een insolventieprocedure gereorganiseerd wordt in verhouding tot het totaal aan vennootschappen dat in surseance of faillissement raakt ook niet zo veel. Mijn ervaring is dat vooral bij de grotere bedrijven veel vaker een reorganisatie kan worden doorgevoerd dan bij de kleintjes en de grote faillissementen leveren wel in belangrijke mate de gevallen op waar het macro-economisch om gaat.. Om u een illustratie te geven van die spreiding: in het reeds genoemde faillissement van Lehman Brothers Treasury Co. B.V. (waarin overigens geen doorstart heeft plaatsgevonden) gaat zo'n 2,2 miljard euro om. Dat is meer actief dan in alle faillissementen van het jaar waarin Lehman is uitgesproken bij elkaar, en waarschijnlijk nog een paar jaar erbij. Dus als u een normaalverdeling wilt toepassen op faillissementen met betrekking tot belang, het geld dat erin omgaat, dan is de standaarddeviatie, zoals dat heet, heel groot. Er zijn wel verklaringen waarom reorganisaties bij grotere bedrijven kansrijker zijn. Grotere bedrijven kunnen veelal beter de kosten van een reorganisatie dragen. Schuldeisers die veel te verliezen hebben zullen eerder geneigd zijn mee te werken (de baten wegen tegen de kosten – niet in onbelangrijke mate bestaand in managementtijd) op, het management is vaak professioneler, toeleveringsbedrijven en afnemers hebben meer belang bij de instandhouding. Zoals gezegd is de spreiding in belang dus heel groot. Het is dan ook het gevaarlijk al teveel uit kleine percentages van aantallen succesvolle faillissementen af te leiden.

⁷ De gezaghebbende Britse hoogleraar P.R. Wood merkt in *Principles of International Insolvency*, 2e druk, London: Sweet & Maxwell 2007 (p. 31) op dat – over een zeer groot aantal jurisdicties bezien – de meeste insolventieprocedures liquidatieprocedures zijn, en dat vele reorganisatieprocedures in feite ‘*slow-motion liquidations*’ zijn.

De tweede opmerking betreft een punt waar Van Hees ook al op gewezen heeft: er worden twee scenario's gevolgd om ondernemingen te redden. Het ene scenario is de reorganisatie door middel van een akkoord. Dit is de klassieke methode die de wetgever ook voor ogen had. Er wordt geld beschikbaar gesteld om het akkoord te financieren. De crediteuren krijgen aanspraak op de gefinancierde som en eventueel reeds gerealiseerde baten, maar verliezen hun verhaalsaanpakken op de bedrijfsmiddelen van de onderneming. Het tweede scenario is de activatransactie. De curator verkoopt de activa van de vennootschap aan een nieuwe entiteit die daarmee de onderneming voortzet. Veelal, maar niet altijd zijn de aandeelhouders van de nieuwe entiteit dezelfde als de aandeelhouders van de gefailleerde schuldenaar. Economisch gebeurt er in scenario twee hetzelfde als in scenario één: het verhaalsrecht van de crediteuren wordt vervangen door een aanspraak op een som geld, de onderneming wordt voortgezet terwijl de op die onderneming rustende schuldenlast wordt verlicht. Helaas laten de faillissementsstatistieken dat niet zien. Scenario twee wordt altijd weergegeven als een liquidatie omdat in dat geval de oude vennootschap wel wordt geliquideerd. De onderneming wordt bij zo'n activatransactie immers voortgezet in een nieuwe vennootschap. Vandaar dat vaak verkeerde – te pessimistische – conclusies worden getrokken over het reorganiserend vermogen van het Nederlands insolventierecht. Als derde reorganisatiescenario noem ik volledigheidshalve nog de onderhandse uitwinning van de activa door de pandhouder. Zo'n verkoop kan betrekking hebben op roerende of onroerende zaken, maar ook op bijvoorbeeld aandelen in dochtervennootschappen. Ook langs die weg kan een onderneming worden doorgestart. De verkoop kan plaatsvinden zonder insolventieprocedure op de voet van artikel 3:251 lid 2 BW.

Er zijn overigens wel belangrijke procedurele verschillen die er toe leiden dat een activatransactie veel sneller en efficiënter te realiseren is dan een surseance- of faillissementsakkoord. Een activatransactie vindt vaak plaats kort nadat het faillissement is uitgesproken. De curator sluit de transactie en heeft de toestemming nodig van de rechter-commissaris. Ik wil niet zeggen dat de rechter-commissaris niet kritisch kijkt naar de voorgenomen transactie (de ene kritischer dan de andere), maar er wordt geen zitting of vergadering belegd waarin de crediteuren worden gehoord. Als een crediteur al ingang zoekt bij de rechter-commissaris op de voet van artikel 69 Fw, staat tegen diens beslissing geen hoger beroep open⁸. Een akkoord daarentegen brengt veel meer heisa met zich mee. Er moet een verificatie- (faillissement) of schuldeisersvergadering (surseance) worden belegd waarin de concurrente schuldeisers over het akkoord moeten stemmen, de rechtbank moet het akkoord homologeren, waarbij ontevreden schuldeisers de homologatie kunnen bestrijden, en tegen het homologatievonnis staat hoger beroep en vervolgens beroep in cassatie open. Als het een beetje tegenzit duurt het hele proces één jaar, gedurende welke periode de uitkomst onzeker is. Voor de curator en veelal ook voor degene die de onderneming voortzet is de activatransactie dan ook bijna altijd veel aantrekkelijker dan de akkoordprocedure, als die al mogelijk zou zijn in verband met de beperking tot concurrente crediteuren. Daarom is wel gesteld dat het moderniseren van de akkoordprocedure weinig zin heeft omdat toch voor activatransacties gekozen zal blijven worden. Die bieden meer *dealcertainty* en zijn sneller. Ik zou daar het volgende tegenin willen brengen: hoewel de akkoordprocedure thans gebrekkig is, wordt zij ook nu al incidenteel gebruikt. Met name in de kabelmaatschappijensurseances aan het begin van de eenentwintigste eeuw is zij een aantal keren toegepast. Kennelijk was er dus toch behoefte aan. De reden waarom de akkoordprocedure daar tamelijk geruisloos kon worden toegepast was dat in die gevallen werknemers en zekerheidscrediteuren geen rol speelden. Er werden alleen holdings geherstructureerd die obligaties hadden uitgegeven of onderhandse ongedekte leningen. Eigenlijk deed zich hier dus het klassieke negentiende-eeuwse patroon voor.

De akkoordprocedure biedt ook wel enkele voordelen. Zo hoeven vergunningen niet opnieuw te worden aangevraagd en contracten niet opnieuw te worden gesloten aangezien de onderneming in dezelfde vennootschap wordt voortgezet. Voorts kan een akkoord aantrekkelijker zijn uit belastingperspectief. Indien de reikwijdte van het akkoord wordt uitgebreid naar preferente en zekerheidscrediteuren kan een akkoord ook een andere verdeling van de opbrengst met zich brengen dan bij een uitdeling zou gelden. Zo bestaat de mogelijkheid in het akkoord overeen te komen dat de preferenten niet volledig worden betaald (zulks ten gunste van concurrente crediteuren) of dat de

⁸ Art. 101 lid 2 jo. 176 lid 1 jo. 67 lid 1 Fw.

zekerheidscrediteuren een bedrag ontvangen gelegen tussen de liquidatiewaarde en de *going concern*-waarde van de aan hen verbonden activa. Zulke regelingen zijn zeer gebruikelijk onder het recht van de Verenigde Staten dat een dergelijk akkoord kent. Ten slotte komt het mij voor dat het huidige verschil aan crediteureninvloed tussen het scenario van de activatransactie en het akkoordscenario niet goed te rechtvaardigen valt. Het was ook niet voorzien door de wetgever van 1893, die er namelijk vanuit ging dat een activatransactie pas zou plaatsvinden nadat een verificatievergadering gehouden was en gebleken was dat geen akkoord tot stand kon komen. Tot aan de verificatievergadering mocht de curator alleen maar bederfelijke waar verkopen en goederen verkopen om de boedelkosten te kunnen bestrijden.⁹ Als de activatransactie een plaats krijgt in de wet – en dat zou mijns inziens wel moeten gebeuren – dan zal een regeling getroffen moeten worden waaronder de crediteuren hun invloed kunnen aanwenden. Landen als de Verenigde Staten en Duitsland kennen zo'n regeling ook. Engeland kent hem niet (althans kent mogelijkheden om de daar voor bestaande regeling onder de *administration*-procedure te omzeilen) en daarop bestaat in Engeland dan ook veel kritiek.

Anders dan Van Hees ben ik van mening dat de akkoordprocedure in surseance wel degelijk voordelen biedt boven de akkoordprocedure in faillissement. Anders dan in faillissement kan namelijk reeds bij de aanvraag van de voorlopige surseance een ontwerpakkoord worden gedeponereerd¹⁰ en kan de rechtbank – desverzocht – direct een datum vaststellen voor de schuldeisersvergadering waarin over het akkoord wordt gestemd¹¹. Indien de schuldenaar om de vaststelling van zo'n datum vraagt doet de rechtbank dat in de praktijk ook altijd. In principe kan zo'n vergadering na een week of vijf gehouden worden. Over het akkoord kan nog verder onderhandeld worden (er ligt immers nog slechts een ontwerpakkoord), maar de reeds vastgestelde datum voor de schuldeisersvergadering fungeert als deadline voor de onderhandelingen. Dit draagt in grote mate bij tot het succes van die onderhandelingen. Indien namelijk geen akkoord is gedeponereerd bij de aanvraag van de surseance of indien in faillissement over een akkoord wordt onderhandeld, slepen de onderhandelingen zich doorgaans zo lang voort dat er uiteindelijk niets meer te redden valt. Bovendien blijkt in de praktijk dat in een surseance waarin reeds een akkoord is gedeponereerd, de bewindvoerder een terughoudender rol aanneemt en zich beperkt tot het waken voor de belangen van de crediteuren in afwachting van de stemming over het akkoord. Indien de bewindvoerder in surseance geconfronteerd wordt met een situatie waarin nog geen akkoord gedeponereerd is, zal hij veelal de akkoordonderhandelingen niet willen afwachten, maar een activatransactie tot stand willen brengen. Zo nodig wordt de surseance dan omgezet in een faillissement¹². In faillissement geldt eveneens dat de curator zelden de onderhandelingen over een akkoord zal willen afwachten. De onderhandelingsdynamiek bij een reeds gedeponereerd akkoord in surseance zou kunnen worden verstoord indien de behandeling zou worden uitgesteld. De wet kent wel die mogelijkheid¹³ maar het is beter dat artikel een goed bewaard geheim te laten zijn, met name als men te maken heeft met sommige Amerikaanse onderhandelaars.

Waarde en belangentegenstellingen

Van Hees heeft in zijn voordracht de stelling verkondigd dat degenen die geen belang meer hebben bij de opbrengst ook geen inspraak zouden moeten hebben. Die uitspraak nodigt uit tot een korte beschouwing over waarde en belang. Het veel gehoorde adagium is dat de curator de waarde van de boedel dient te maximaliseren¹⁴. Hij doet dit in het belang van de gezamenlijke crediteuren. Maar wat is de waarde? En wat is het belang van de gezamenlijke crediteuren?

Gemakshalve gaat men er bij het theoretiseren over waardemaximalisatie veelal vanuit dat van te voren duidelijk is welke opbrengst bij het volgen van een bepaalde strategie behaald zal worden. In werkelijkheid zijn die opbrengsten vaak heel onzeker. Als voorbeeld moge dienen het geval dat

⁹ Dat is overigens nog steeds de wet (art. 101 lid 1 Fw).

¹⁰ Art. 252 Fw.

¹¹ Art. 255 lid 1 Fw.

¹² Art. 242 lid 1 sub 5 Fw.

¹³ Art. 264 lid 1 Fw.

¹⁴ Zie bijvoorbeeld de *UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law* (http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf), p. 10 en 14.

aanleiding gaf tot het arrest Rabobank/Welage van het Hof 's-Hertogenbosch¹⁵. In dat geval had de pandhouder, Rabobank een aantal onderhandse biedingen ontvangen voor een partij voorraden en wilde zij een bod van €60.000 accepteren. De curator weigerde medewerking, de bank veilde en de voorraden brachten ruim €250.000 netto op. De bank had onderdekking en had dus wel degelijk belang bij een hogere opbrengst en men mag aannemen dat zij aanvankelijk toch wel gronden had om te menen dat die €60.000 een behoorlijke prijs was. Zo ziet men dat het zelfs bij een liquidatieverkoop lang niet altijd gemakkelijk is te bepalen wat een haalbare opbrengst zal zijn. Een tweede aspect dat onder ogen gezien moet worden is dat verschillende opbrengststrategieën gevolgd kunnen worden. Ik zou hier tegenover elkaar willen zetten wat ik zou willen noemen de verliesminimalisatiestrategie en de winstmaximalisatiestrategie. Bij de verliesminimalisatiestrategie beperkt de verkoper de verliezen zoveel mogelijk. Stel de curator krijgt een bod op de goederen van de gefailleerde, maar hij meent dat hij, als hij de onderneming voortzet en in de loop van de tijd *going concern* verkoopt, de opbrengst veel hoger zou kunnen zijn. Die voortzetting brengt echter ook aanzienlijke risico's met zich, bijvoorbeeld omdat daarvoor nog enkele contracten binnengehaald moeten worden of omdat de curator afhankelijk is van het aanblijven van het sleutelpersoneel. Volgt hij een strategie van verliesminimalisatie, dan zal hij het bod aanvaarden. Hij heeft het risico van verdere verliezen dan geëcarteerd. Volgt hij een strategie van winstmaximalisatie dan zal hij de onderneming voortzetten want daarmee maakt hij kans op een hogere opbrengst¹⁶. De diverse crediteuren en de aandeelhouders zullen vaak belang hebben bij verschillende strategieën. Stel dat het bod wordt uitgebracht op verpande activa en dat dat bod hoger is dan de vordering van de bank/pandhouder dan zal het in het belang van de bank zijn het bod te aanvaarden.¹⁷ Immers haar vordering wordt dan integraal voldaan. Zou daarentegen de onderneming worden voortgezet met een kans op een hogere opbrengst, maar ook met de kans op een lagere opbrengst, dan zou de uitkomst enerzijds kunnen zijn dat ook een (groter) deel van de vorderingen van lager gerangschikte crediteuren voldaan kan worden maar anderzijds dat de opbrengst zo laag wordt dat de vordering van de bank niet meer integraal voldaan kan worden. De bank/pandhouder heeft in zo'n geval dus belang bij de strategie van verliesminimalisatie. Een aandeelhouder – om maar een ander extreem te noemen – die bij het ingaan op het bod niets zou ontvangen, heeft belang bij voortzetting van de onderneming. Hij heeft daarbij niets te verliezen, maar kan wellicht wel profiteren van de hogere opbrengst waarop gehoopt wordt. Hetzelfde kan bijvoorbeeld gelden voor de concurrente crediteuren. Dit zijn dus *free riders* op de voortzetting van de onderneming terwijl de hoger gerangschikte crediteur of zekerheidscrediteur de risicodragers is. De aandeelhouder die bij een gewoon scenario (liquidatieverkoop of een voortzetting met zeer beperkte risico's) ver onder water staat heeft er bij wijze van spreken belang bij dat de liquide middelen in staatsloten worden gestoken. De kans op winst is klein, maar als de hoofdprijs valt ontvangt hij zijn inleg in de vennootschap toch nog terug. Naar ik mij heb laten vertellen was bij de recente schulden crisis iets dergelijks ook zichtbaar. Duitse banken die er niet slecht voorstonden, verkochten Griekse staatsleningen met een flinke korting en namen zo hun verliezen. Franse banken die er veel slechter aan toe waren, kochten juist zulke leningen omdat zij hoopten door waardevermeerdering van die leningen toch nog aan hun eigen verplichtingen te kunnen voldoen. Vanzelfsprekend worden in faillissement doorgaans geen extreme winstmaximalisatiestrategieën gevolgd maar gaat het doorgaans om keuzes tussen gematigde winstmaximalisatiestrategieën en verliesminimalisatiestrategieën.

Omdat ingeval van insolventie de schuldenaar in beginsel niet al zijn schuldeisers zal kunnen voldoen, lopen juist in faillissement de belangen van de schuldeisers bij de keuze van de strategie voor de opbrengstrealisatie sterk uiteen. Sommigen zullen in redelijkheid geen opbrengst mogen verwachten, sommigen ontvangen waarschijnlijk niets, maar zullen bij een strategie die een sterker winstmaximalisatie-element draagt wellicht toch nog iets krijgen, sommigen ontvangen waarschijnlijk een gedeeltelijke uitkering die kan fluctueren naar gelang de uitkomst van het proces, sommigen

¹⁵ 9 juli 2013, ECLI:NL:GHSHE:2013:2988.

¹⁶ Nu zou men kunnen menen dat de curator dan maar voor elk van beide strategieën de kansen op de diverse opbrengsten met die opbrengsten moet vermenigvuldigen en aan de hand daarvan moet bepalen welke strategie tot het hoogste resultaat leidt, maar ten eerste is dat een onmogelijke exercitie en ten tweede is het nog maar de vraag waarom die methode de keuze zou moeten bepalen.

¹⁷ Ik laat hier de omslag in de faillissementskosten even buiten beschouwing. Die speelt bovendien toch niet als de pandhouder zelf verkoopt

ontvangen een volledige uitkering bij een verliesminimalisatiestrategie, maar lopen risico bij een strategie met meer risico en sommigen springen er misschien onder alle omstandigheden uit. Het recht van separatisme van de zekerheidscrediteur is dan ook hierom zo van belang. Hij kan daarmee tot op zekere hoogte een verliesminimalisatiestrategie afdwingen indien dit wel in zijn belang is, maar niet in het belang van de lager gerangschikte crediteuren op de in zekerheid gegeven activa. Mijns inziens is in ieder geval het adagium dat de curator streeft naar waardemaximalisatie in het belang van de gezamenlijke crediteuren veel te simpel. Waardemaximalisatie is geen eenduidig begrip en een belang van de gezamenlijke crediteuren ontbreekt doorgaans nu juist in faillissement.

Interessant is hoe de hier genoemde kansverdelingen gereflecteerd worden in de waardes van obligaties. Stel er is een obligatielening uitgegeven met A-, B-, C-, D- en E-obligaties waarbij de B-obligaties zijn achtergesteld bij de A-obligaties, de C-obligaties bij de B- (en A-)obligaties enzovoorts. Indien de vennootschap insolvent zou zijn en men van een vaste opbrengstwaarde zou mogen uitgaan zou men bijvoorbeeld kunnen aannemen dat de waarde breekt in de C-obligaties, dat wil zeggen dat de A- en B-obligaties geheel voldaan worden, de C-obligaties gedeeltelijk en de D- en E-obligatiehouders niets ontvangen. Dit is dan ook de meest waarschijnlijke uitkomst. Men zou dan kunnen denken dat de A- en B-obligaties worden verhandeld tegen nominaal, de C-obligaties tegen een percentage (bijvoorbeeld 40% van nominaal) en de D- en E-obligaties onverhandelbaar zijn. De praktijk laat echter zien dat voor alle obligaties een prijs tot stand komt, bijvoorbeeld A: 100%, B: 85%, C: 40%, D: 12% en E 3%. Is dit omdat de D- en E-obligatiehouders niet doorhebben dat hun obligaties waardeloos geworden zijn? Dat hoeft niet zo te zijn. Veel aannemelijker is dat de reden is dat hier de kans op het volgen van en de uitkomst van een sterker winstmaximalisatiescenario is verdisconteerd. Naar mate het proces van afwikkeling voortgaat zullen deze percentages zich wijzigen en naarmate aannemelijker wordt dat de D- en E-obligaties inderdaad niets zullen krijgen zal hun prijs dalen. Met andere woorden, ook als men grosso modo kan spreken van een liquidatie- of *goingconcern*-waarde van een onderneming die met zich brengt dat de lager gerangschikte schuldeisers out of the money zijn, zullen deze vorderingen nog steeds een waarde (kunnen) hebben. De stelling van Van Hees dat crediteuren die geen belang hebben ook geen zeggenschap in het faillissement zouden moeten hebben dient mijns inziens dan ook genuanceerd te worden. De waarde van de onderneming is vaak niet eenduidig vast te stellen en de opbrengst kan mede afhangen van de te volgen strategie. Daarbij merk ik nog op dat juist de bij liquidatie niet of slechts gedeeltelijk batig gerangschikte crediteuren er belang bij kunnen hebben om de voortzetting van de onderneming te financieren teneinde een hogere opbrengst te verwezenlijken. Dat is overigens precies de reden waarom aandeelhouders nog wel eens een akkoord willen financieren of een doorstart door middel van een activatransactie.

De Faillissementswet houdt met de aandeelhouder eigenlijk geen rekening. Van der Korst heeft in zijn bijdrage aan dit congres verdedigd dat onder schulden mede moet worden verstaan aandeelhoudersrechten. Ik geloof er niets van dat de wetgever van 1893 onder de schuldeisers ook de aandeelhouders heeft begrepen¹⁸. Dat betekent dat de aandeelhouders geen rechten hebben in bijvoorbeeld de verificatievergadering. Zij kunnen ook niet de vorderingen van schuldeisers bestrijden. Hooguit kunnen zij het bestuur instrueren om dat te doen. Overigens loopt over deze zaak thans een zaak in cassatie. In het faillissement Boele waren de hoofdsommen en de rente tot aan de surseancedatum van alle schuldeisers betaald en daarmee eindigde het faillissement. Er was nog geld over en de door de rechtbank benoemde vereffenaar liet de vennootschap opnieuw failliet verklaren

¹⁸ In de toelichting bij artt. 108 en 110 van de wet van 1893 en de wettekst zelf is geen enkele aanwijzing in deze richting te vinden: zie Kortmann/Faber, *Geschiedenis van de Faillissementswet, I en II*. Naar huidig recht is de aandeelhouder volgens Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 93 hoogstens een postconcurrente crediteur. In nr. 209 van hetzelfde werk wijzen deze schrijvers verder erop dat met het Poot/ABP-arrest de Hoge Raad beoogd heeft om de positie van de gewone schuldeisers tegenover die van de aandeelhouders als postconcurrente crediteuren te beschermen. Ook wijzen zij erop dat M.J. Kroeze in zijn dissertatie *Afgeleide schade en afgeleide actie* (Serie IvO deel 45, 2004) op p. 27 e.v. aan de hand van een citaat uit het ontwerp van de Staatscommissie uit 1890 voor herziening van het Wetboek van Koophandel aantoonde dat de Staatscommissie al een lans brak voor het leerstuk van de afgeleide schade. Het is toch zeer onwaarschijnlijk dat de wetgever van de Faillissementswet drie jaar later hiervan zou hebben willen afwijken.

om de rente die tijdens het eerste faillissement verschuldigd was geraakt en toen in verband met het bepaalde in artikel 128 Fw niet betaald kon worden, alsnog te verifiëren en uit te betalen. In de verificatievergadering maakten aandeelhouders hiertegen bezwaar, omdat zij meenden dat deze gelden aan hen uitgekeerd dienden te worden. Mijns inziens dienen aandeelhouders ook geen recht te hebben invloed uit te oefenen op het beleid van de curator en op de verdeling van de opbrengsten. Door de vennootschap niet eerder te financieren en failliet te laten gaan hebben zij hun aanspraken verloren. Alleen indien de vennootschap door middel van een akkoord weer uit faillissement of surseance getild wordt ligt dit anders.

Akkoorden en belangentegenstellingen

Charles Tabb¹⁹ schrijft dat het bij de onderhandelingen over een reorganisatieplan, een akkoord, gaat om de verdeling van het verschil tussen de liquidatiewaarde en de goingconcernwaarde tussen de belanghebbenden, dat wil zeggen de crediteuren en de aandeelhouders. Ieder crediteur heeft het recht ten minste datgene te ontvangen wat hem bij liquidatie zou toekomen. Dat geldt voor het Amerikaanse en het Duitse recht en het geldt blijkens de artikelen 153-2 sub 1 en 272-2 sub 1 Fw ook voor het Nederlandse recht: de baten van de boedel mogen de bij het akkoord bedongen som niet te boven gaan. Die zinsnede moet aldus worden uitgelegd dat ieder crediteur ten minste datgene dient te ontvangen wat hem bij liquidatie zou toekomen. Met de financier moet onderhandeld worden over de vraag hoe hoog het surplus moet zijn boven de waarde in liquidatie die voor de crediteuren beschikbaar komt. De vraag hoe die “meer”opbrengst dan onder de crediteuren verdeeld moet worden is een kwestie van onderhandelingen. Enerzijds wordt door degene te wiens laste het akkoord wordt aangeboden dus een prijs betaald voor het akkoord in de zin dat hij meer moet financieren dan de liquidatiewaarde, anderzijds wordt de opbrengst van het akkoord veelal niet over de crediteuren verdeeld overeenkomstig hun rang, maar zullen lager gerangschikte crediteuren een gedeelte van dit surplus kunnen bedingen voor hun medewerking. Ik zal later nog kort toelichten hoe dit onder een Amerikaans akkoord werkt.

In het Amerikaanse Chapter 11-akkoord, worden de crediteuren ingedeeld in klassen. Crediteuren worden ingedeeld in dezelfde klasse als zij min of meer dezelfde belangen hebben. Die paralleliteit van belangen moet behoorlijk sterk zijn. Voorts worden ook aandeelhouders en andere winstgerechtigden ingedeeld in klassen; zij zijn dus partij bij het Amerikaanse akkoord. Over het akkoord wordt per klasse gestemd door de crediteuren die als gevolg van het akkoord in hun rechten worden verkort en er gelden gekwalificeerde meerderheden. Het is daarbij niet relevant of een meerderheid van die klassen voorstemt. Allereerst bespreek ik nu het geval waarin alle klassen met gekwalificeerde meerderheid voor het akkoord gestemd hebben, derhalve de zekerheidscrediteuren, preferenten als die er zijn, crediteuren aan wie door een derde een borgtocht is verstrekt, concurrente crediteuren, aandeelhouders en alle klassen die er verder nog zouden kunnen zijn. De rechtbank²⁰ komt vervolgens voor de vraag te staan of zij het akkoord zal homologeren. Indien een overstemde crediteur de homologatie bestrijdt, is de cruciale vraag of die crediteur ten minste datgene ontvangt wat hij zou ontvangen bij een liquidatie onder Chapter 7 van de Amerikaanse Faillissementswet.²¹ De gedachte is dat als die crediteur inderdaad minder ontvangt (of behoudt) dan bij liquidatie het geval zou zijn, hij tegen zijn wil wordt onteigend en daarbij niet de waarde van zijn recht ontvangt. Iets ingewikkelder wordt de zaak indien een klasse tegenstemt. In dat geval kan de rechtbank bepalen dat deze klasse toch geacht wordt het akkoord te hebben geaccepteerd – dit noemt men ‘cram down’ – maar dan speelt een test die de *absolute priority rule* wordt genoemd. De *absolute priority rule* houdt in dat de rechtbank de uitslag van de stemming door een klasse alleen maar mag overrulen als alle crediteuren en aandeelhouders behorende tot klassen met een lagere rang niets krijgen en niets behouden. Dat betekent dat als bijvoorbeeld concurrente crediteuren tegen het akkoord stemmen, het akkoord alleen maar doorgang kan vinden als de aandeelhouders geen belang in de vennootschap

¹⁹ C.J. Tabb, *The Law of Bankruptcy*, Foundation Press 2009, p. 1099.

²⁰ Bankruptcy Court.

²¹ Voor zekerheidscrediteuren geldt een andere test. De hier gegeven voorstelling is overigens enigszins vereenvoudigd en bovendien zijn er nog andere tests die men naar Nederlands recht ook kent, zoals de test of de nakoming van het akkoord voldoende gewaarborgd is.

behouden²². De constructie brengt voorts met zich dat een lager gerangschikte klasse alleen maar waarde mag ontvangen of behouden als alle iedere hogere klasse die door het akkoord in haar rechten worden verkort in meerderheid voor het akkoord stemt. De gedachte achter de constructie is dat indien crediteuren worden ingedeeld in klassen van crediteuren met een in essentie gelijk belang een meerderheid van die crediteuren mag beslissen of de voorgestelde verdeling van de meerwaarde boven de liquidatiewaarde over haarzelf, de lager gerangschikte crediteuren en de aandeelhouders aanvaardbaar is. Er zijn uitzonderingen op, maar dat is de lijn. Het knappe van de constructie schuilt erin dat in het onderhandelingsproces over de verdeling van hetgeen boven liquidatiewaarde wordt uitgekeerd belangengemeenschappen worden gecreëerd die met meerderheden over de verdeling mogen beslissen. Vergelijkbare systemen zijn inmiddels in Duitsland, Engeland en Frankrijk ingevoerd.

Het Amerikaanse Chapter 11-systeem dat aldus steeds meer ingang vindt, kan er derhalve ook toe leiden dat zekerheidscrediteuren en preferente crediteuren gebonden worden aan een akkoord. Zoals eerder vermeld ging het in 1893 vooral om de concurrente crediteuren en was een akkoord dat alleen die crediteuren bond voor de hand. Zoals al hiervoor werd gesteld zal in de hedendaagse situatie waarin een zoveel grotere rol toekomt aan zekerheidscrediteuren en preferente crediteuren, aan de uitgangspunten van de Faillissementswet beter recht gedaan worden door een akkoord dat ook de preferente en zekerheidscrediteuren bindt. Het is dan ook geen wonder dat men deze ontwikkeling in het buitenland ziet. Die ontwikkeling is ook een reden waarom de Europese Commissie druk bezigt is met de voorbereiding van plannen voor harmonisatie van het faillissementsrecht en akkoorden. Ik merk ten slotte nog op dat dit Chapter 11-systeem zich ook leent voor toepassing op akkoorden waarbij meer dan één insolvente vennootschap betrokken is (groepsakkoorden). De crux is dat ook hier klassen van crediteuren gevormd kunnen worden met gelijke belangen. INSOL Europe heeft in haar voorstel voor de herziening van de Europese Insolventieverordening hiervoor een regeling opgenomen²³. Ik moge voor een nadere beschouwing over dit onderwerp verwijzen naar mijn preadvies voor de NVR II²⁴.

Belangentegenstelling tussen de curator en de zekerheidscrediteur

Dan ten slotte nog een opmerking over de verkoop van met pand of hypotheek belaste goederen in faillissement. Er zijn verschillende wijzen waarop zekerheden te gelde kunnen worden gemaakt. Ten eerste kan de pand- of hypotheekhouder zelf executeren alsof er geen faillissement was (art. 57 lid 1 Fw). De pand- of hypotheekhouder zal zich dan integraal op de opbrengst kunnen verhalen. Een tweede methode is dat de curator de vordering waar voor het pand- of hypotheekrecht gevestigd is inlost waardoor het pand- of hypotheekrecht als accessoir recht vervalt (art. 58 lid 2 Fw)²⁵. Ten slotte bestaat de mogelijkheid dat de curator de pand- of hypotheekhouder een termijn stelt waarbinnen deze dient te verkopen bij gebreke waarvan de curator het goed zelf mag verkopen. Als de curator aldus het verpande of verhypothekerde goed mag verkopen mag hij de algemene faillissementskosten over de opbrengst van het goed omslaan. Daaronder vallen zijn eigen salaris, maar ook bijvoorbeeld loonkosten die verschuldigd zijn geraakt tijdens het faillissement. In 1893 was de gedachte dat het hier om zeer bescheiden bedragen zou gaan, maar inmiddels zijn die kosten zodanig hoog geworden dat zij in veel gevallen het gehele actief opsouperen zodat de zekerheidscrediteur bij een dergelijke verkoop door de curator niets of vrijwel niets van de opbrengst van de zekerheidsgoederen ontvangt. Indien de zekerheidscrediteur zelf verkoopt op de voet van artikel 57 Fw hoeft hij niet bij te dragen in de omslag van de faillissementskosten²⁶. Dit verschil in behandeling van de opbrengst leidt ertoe dat het

²² Een belangrijke uitzondering geldt voor zover de aandeelhouders nieuw geld inbrengen.

²³ R.J. van Galen e.a., *Revision of the European Insolvency Regulation*, INSOL Europe 2012, p. 91-100, met name p. 97 en 98 (zie het voorgestelde art. 45 voor Rescue Plans).

²⁴ R.J. van Galen & S. Madaus, *Corporate Rescue*, Preadviezen Nederlandse Vereniging voor Rechtsvergelijkend en Internationaal Insolventierecht 2012, p. 53 e.v.

²⁵ Een variant hierop is dat de curator en de pand- of hypotheekhouder overeenkomen dat de pand- of hypotheekhouder afstand doet van zijn zekerheidsrecht tegen uitbetaling van een bepaald bedrag, doorgaans de opbrengst van het goed na aftrek van een boedelbijdrage.

²⁶ Aldus art. 182 lid 1 Fw.

verleidelijk is voor de curator om korte termijnen te stellen. Doordat tegenwoordig doorgaans vrijwel alle goederen in zekerheid zijn gegeven heeft de curator vaak te weinig vrij actief om ook maar zijn eigen salaris te voldoen en deze omslag over de zekerheidsgoederen is dan een welkome aanvulling. Er zijn zelfs gevallen waarin curatoren termijnen stellen terwijl buiten kijf staat dat de zekerheidscrediteur onderdekking heeft en de boedel geen belang heeft bij een spoedige verkoop van die zekerheidsgoederen (en daarvoor is de opeisingsbevoegdheid van art. 58 lid 1 Fw gegeven). INSOLAD is van mening dat dit getouwtrek aan de zekerheidsgoederen ongewenst is en zij heeft daarom een voorstel gedaan om een zelfde verdeling van de opbrengst te hanteren indien de pand- of hypotheekhouder verkoopt als wanneer de curator na het omkomen van de opeisingstermijn verkoopt. In beide gevallen ontvangt de boedel een bepaald percentage van de opbrengst en is de rest voor de pand- of hypotheekhouder. Het belang dat de curator aldus behoudt bij de termijnstelling is dan nog slechts gelegen in een spoedige tegeldemaking van de boedel en daarvoor is die bevoegdheid destijds ook gegeven.