



Topics in

Corporate Finance

*De Efficiëntie van de Nederlandse
Faillissementswetgeving*

ARNOUD W.A. BOOT

JEROEN E. LIGTERINK



UNIVERSITEIT VAN AMSTERDAM

3

NUMBER

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

**DE EFFICIËNTIE VAN DE NEDERLANDSE
FAILLISEMENTSWETGEVING**

TOPICS IN CORPORATE FINANCE

DE EFFICIËNTIE VAN DE NEDERLANDSE FAILLISEMENTSWETGEVING

Arnoud W.A. Boot, Jeroen E. Ligterink

ISBN 90-805728-3-7
ISSN 1567-7664

© 2000, Amsterdam Center for Corporate Finance

All rights reserved

VOORWOORD

Het Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF) heeft in haar eerste onderzoek de efficiëntie van de Nederlandse faillissementswetgeving aan een kritische analyse onderworpen. De voor u liggende studie is hiervan het eindproduct.

De faillissementswetgeving is van grote maatschappelijke betekenis. Het efficiënt omgaan met ondernemingen in financiële moeilijkheden is van wezenlijk belang voor onze collectieve welvaart. Ondernemingen in de traditie van Schumpeter komen en gaan. Nieuwe ondernemingen worden gesticht, andere ondernemingen verdwijnen. De faillissementswetgeving is gericht op het efficiënt scheiden van kaf en koren voor die ondernemingen die in financiële moeilijkheden zijn geraakt. Men moet komen tot de juiste beslissing: reorganisatie, verkoop of liquidatie. De faillissementswetgeving speelt hierin een belangrijke rol.

De auteurs laten zien dat waarde-maximalisatie de centrale doelstelling moet zijn van de faillissement- en surseanceprocedures. Hoe kan dit worden verwezenlijkt en in hoeverre sluit de huidige inrichting van de faillissementswetgeving hierop aan? Deze vragen staan in deze studie centraal.

Als Amsterdam Center for Corporate Finance hopen wij met deze studie een waardevolle bijdrage te leveren aan de discussies over de herinrichting van de Nederlandse faillissementswetgeving.

Jhr. Mr. A.A. Loudon
Voorzitter Bestuur ACCF

DE EFFICIËNTIE VAN DE NEDERLANDSE FAILLISEMENTSNETGEVING

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	v
Samenvatting	ix
1. Inleiding	1
2. Economische efficiëntie van faillissementswetgeving: inzichten uit de literatuur	3
2.1 De noodzaak van een faillissementswetgeving	3
2.2 Noodzaak van tijdig ingrijpen	4
2.3 Waardebepaling in het faillissement	5
2.4 Afweging tussen ex ante en ex post perspectief	6
2.5 Faillissementsprocedures en het belang van informele reorganisaties	8
2.6 Samenvatting van de belangrijkste inzichten	9
3. Internationale verschillen in faillissementswetgeving	10
3.1 De Verenigde Staten	10
3.2 Ervaringen in Europa	13
3.2.1 Frankrijk	13
3.2.2 Verenigd Koninkrijk	13
3.2.3 Duitsland	14
3.2.4 Zweden	15
3.3 Samenvatting van de inzichten	15
4. De Nederlandse faillissementswetgeving: overzicht en empirische inzichten	17
4.1 De Nederlandse faillissementswetgeving in vogelvlucht	17
4.1.1 Informele reorganisatie	17
4.1.2 Surseance	18
4.1.3 Faillissement	19
4.2 Empirie Nederlandse faillissementsprocedures	19
4.2.1 De regeling surseance van betaling	20
4.2.2 De regeling faillissement	23
4.2.3 Inzichten van Knegt en Couwenberg	27
4.3 Conclusies	28

5. Nadere evaluatie van de Nederlandse faillissementswetgeving	30
5.1 Inventarisatie van kritiekpunten op de Nederlandse faillissementswetgeving	32
5.1.1 Kritiekpunten inzake het geheel van de Nederlandse faillissementswetgeving	33
5.1.2 Kritiek met betrekking tot de regeling surseance van betaling	35
5.1.3 Kritiek inzake de regeling faillissement	36
5.2 Suggesties voor verbetering van de Nederlandse faillissementswetgeving	36
5.2.1 Hoe de surseance- en faillissementsregeling te onderscheiden	37
5.2.2 Voorstellen voor vergroting efficiëntie en effectiviteit van de surseance-regeling	38
5.2.3 Voorstellen voor vergroting efficiëntie en effectiviteit van de regeling faillissement	41
5.2.4 Overige opmerkingen: ex ante effecten en invloed op informele reorganisaties	42
5.2.5 Verband met de Fase 1 en Fase 2 hervormingsvoorstellen	42
6. Conclusies	44
Literatuur	46
Appendix	49
Over de auteurs	51

SAMENVATTING

Recovery rates na faillissement of surseance zijn in Nederland bijzonder laag, zo blijkt uit het onafhankelijke onderzoek van het ACCF. Het onderzoek heeft onder andere als conclusie dat de doeltreffendheid van surseance- en faillissementsprocedures aanmerkelijk moet worden verbeterd. Het opbrengstpotentieel bij faillissementen is niet maximaal, waardoor bedrijven in een te laat stadium opteren voor een surseance- of faillissementsprocedure.

De overheid bereidt zich voor op de tweede fase van de herziening van de faillissementswetgeving. Werd in de eerste fase getracht om te komen tot vooral relatief geringe en algemeen geaccepteerde wijzigingen, in de tweede fase behoren ook meer omvangrijke wijzigingen tot de mogelijkheden. Van daadwerkelijke wijziging is echter nog geen sprake. Deze studie komt dan ook op tijd om hopelijk een vruchtbare rol te spelen in de discussie rondom de faillissementswetgeving. Het biedt bovendien een welkom tegenwicht aan de juridische invalshoek, die in de discussie over faillissementswetgeving overheerst.

Lage recovery rates

Na een rechts-economische literatuuranalyse en een uitgebreide inventarisatie van faillissementswetgevingen in een groot aantal Europese landen en de Verenigde Staten hebben de onderzoekers empirisch materiaal over de uitwerking van de Nederlandse faillissementswetgeving in kaart gebracht. Daaruit blijkt dat de faillissements- en surseanceprocedures in Nederland lang duren en dat de resultaten teleurstellend zijn. Een akkoord tussen crediteuren en onderneming behoort zelden tot de mogelijkheden en de Nederlandse recovery rates zijn internationaal gezien laag. Tegelijkertijd blijkt dat veel ondernemingen na een faillissement geheel of gedeeltelijk weten door te starten, veelal door verkoop aan partijen die een band hebben met de eigenaren. De lage recovery rates, gecombineerd met het grote aantal doorstarts, roept de vraag op of de verkoop van de activa, of delen van de onderneming, tegen de juiste prijs heeft plaatsgevonden. Dit wijst op een mogelijke inefficiëntie in de faillissementsprocedures: de activa van gefailleerde ondernemingen kunnen te goedkoop worden verkregen. Het opbrengstpotentieel wordt hierdoor mede aangetast.

Maximalisatie opbrengsten centraal

De oorzaak van de lage recovery rates moet niet alleen gezocht worden bij de gebrekkige realisatie van revenuen bij verkoop van de activa. De primaire verklaring is, dat in een te laat stadium wordt geopteerd voor de surseance- en faillissementsprocedure. De gemiddelde financiële toestand van een onderneming is dan al behoorlijk verslechterd. Dit suggereert dat zelden effectief gebruik wordt gemaakt van surseanceprocedures: jaarlijks blijken maar ongeveer 130 verzoeken tot surseance niet meteen te worden ingetrokken, dat is 2,5 % van het totaal aantal uitgesproken faillissementen.

De conclusie uit het voorafgaande is, dat de efficiëntie en effectiviteit van de surseance- en faillissementsprocedures moet worden verhoogd, zodat ondernemingen eerder tot de formele procedures zullen toetreden. De belangentegenstellingen die tussen crediteuren bestaan, moeten veel aandacht krijgen bij de uitwerking van deze conclusie. In een surseance- en faillissementsprocedure moet maximalisatie van de opbrengsten centraal staan, pas daarna zou de verdeling van de opbrengst aan bod moeten komen. Deze inefficiëntie en ineffectiviteit van de surseance- en faillissementswetgeving wordt verder veroorzaakt door het ontbreken van een eenduidige doelstelling van de wetgeving, onvoldoende urgentie binnen de formele procedures en het onvoldoende ondervangen van conflicten tussen crediteuren.

Aanbevelingen

Op basis van het onderzoek is een aantal aanbevelingen opgesteld om de Nederlandse faillissementswetgeving te verbeteren. Aangeraden wordt om waarde-maximalisatie als eerste doelstelling te kiezen: de vraag hoe het meeste uit een onderneming kan worden gehaald, staat centraal. De manier waarop, surseance of faillissement, is van ondergeschikt belang. Pas nadat de hoogste waarde voor de gemeenschappelijke crediteuren is gerealiseerd, moet de verdeling tussen de crediteuren aan bod komen. Met deze gang van zaken kan goed worden ingespeeld op de belangenconflicten tussen de verschillende crediteuren.

Naast deze eenduidige doelstelling moet ook de urgentie en daadkracht van de surseance en faillissementsprocedures rechtstreeks worden verhoogd. Huidige procedures duren lang en de hervormingsvoorstellen die er nu liggen, lijken de procedures alleen nog maar te verlengen. Aanpassingen mogen de daadkracht van de curator en de bewindvoerder niet uithollen: een snelle oplossing en een objectieve verkoop (en doorstart) zijn van groot belang. Hiervoor is het noodzakelijk dat aan curator en bewindvoerder duidelijke targets moeten worden opgelegd met een bijbehorend tijdspad.

DE EFFICIËNTIE VAN DE NEDERLANDSE FAILLISEMENTS- WETGEVING¹

1. INLEIDING

De Nederlandse faillissementswetgeving is meer dan een eeuw oud en is sinds die tijd nauwelijks veranderd. Recentelijk lijkt er echter beweging te komen in deze wetgeving. Zo is op 1 december 1998 de Wet schuldsanering natuurlijke personen in werking getreden. Deze biedt natuurlijke personen de mogelijkheid om een faillissement te ontlopen met een schuldsaneringsregeling. Daarnaast worden er initiatieven ontplooid om ook veranderingen aan te brengen in de faillissementswet voor rechtspersonen. Op korte termijn (Fase 1) wordt gewerkt aan voorstellen die zich richten op het verbeteren van het reorganiserend vermogen van met name de regeling surseance van betaling. Hiertoe is een wetaanpassing in voorbereiding (Ministerie van Justitie (1999)). Momenteel wordt een vervolgtraject (Fase 2) in gang gezet waarin meer fundamentele en integrale aanpassingen van de faillissementswetgeving tot de mogelijkheden behoren.² Deze bijdrage tracht richting te verschaffen aan het hervormingstraject.

Wij richten ons op de faillissementswet voor ondernemingen. De Nederlandse faillissementswetgeving wordt internationaal gezien als sterk op de crediteur georiënteerd. Dat wil zeggen dat de belangen van de schuldeisers in de wetgeving een centrale rol spelen. Dit maakt de wetgeving hard voor bedrijven. Andere landen (met name de Verenigde Staten) kennen daarentegen een zachtere wetgeving die meer gericht is op de belangen (en het mogelijk voortbestaan) van de debiteur, de onderneming. De op de korte termijn beoogde veranderingen (Fase 1) richten zich vooral op het relatief zachter maken van de Nederlandse wetgeving. De Nederlandse surseance regeling zou nu teveel een voorportaal zijn van het faillissement. Het idee bestaat dat de wetgeving te onvriendelijk is voor ondernemers waardoor zij surseance op een te laat tijdstip aanvragen. Bovendien is de procedure door de te geringe kans op succes onnodig stigmatiserend. De beoogde voorstellen moeten het aanvragen van surseance van betaling aantrekkelijker maken waardoor hopelijk op een veel tijdiger moment via surseance een herstructurering wordt bewerkstelligd. De voorstellen zijn met name gericht op het vergroten van de waarschijnlijkheid op een succesvolle reorganisatie binnen de surseance regeling.

Het doel van deze bijdrage is het ontwikkelen van fundamentele inzichten die de sterke en zwakke kanten van onze faillissementswetgeving blootleggen. Gebruikmakend van de belangrijkste inzichten uit de (rechts)economische literatuur, de ervaringen van

1 De auteurs zijn A. Berends, O. Couwenberg, H. Damkot, G. Lankhorst, F. van Nieuwstadt, R. Soeting en J. Timmermans erkentelijk voor hun commentaar.

2 Een advies over met name de invulling van Fase 1, maar ook de gewenste afstemming tussen beide fases, is opgenomen in "Commentaar inzake voorgestelde wijzigingen in de Nederlandse Faillissementswetgeving", van A.W.A. Boot (1999) dat uitgevoerd is in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken.

andere Westerse landen en het beperkte empirische materiaal over de Nederlandse bedrijven die in financiële moeilijkheden zijn gekomen, zullen wij richting trachten te geven aan het veranderingsproces. De invalshoek is een economische: de faillissementswetgeving moet ons inziens gericht zijn op het bewerkstelligen van een efficiënte oplossing van de financiële moeilijkheden waarin een onderneming is geraakt. Deze economische invalshoek is complementair aan de hier te lande dominante juridische benadering. Beide benaderingen zijn echter nodig.

In deze studie wordt niet ingegaan op de wenselijkheid van de door de overheid gekozen twee- fase benadering in de herziening van de faillissementswet. Door velen is terecht geconstateerd dat het moeilijk is de aanpassingen in de wet in twee gescheiden fases te realiseren.³ Wij zijn ook van mening dat een integrale aanpassing van de wet idealiter de voorkeur zou verdienen. Het is nu eenmaal heel moeilijk om wijzigingen aan te brengen die geen vergaande consequenties hebben voor het geheel van de faillissementswet. Toch is de aanpak van de overheid zeker te begrijpen. Een integrale aanpassing zou tot eindeloze discussies kunnen leiden en misschien wel tot afstel. Dus de gronden voor de gekozen aanpak zijn pragmatisch van aard.⁴

De indeling van deze studie is als volgt. Wij geven allereerst een overzicht van de belangrijkste inzichten uit de (rechts)economische literatuur over de faillissementswetgeving. Hoewel deze literatuur nog verre van uitgekristalliseerd is, kan zij wel degelijk richting geven aan de discussie over de gewenste (her)inrichting van de faillissementswetgeving. Vervolgens bespreken wij enige internationale ervaringen, en overwegingen die hebben geleid tot aanpassingen in de faillissementswetgeving elders. Met deze achtergrond analyseren wij de situatie in Nederland. Eerst bespreken wij de belangrijkste karakteristieken van de Nederlandse faillissementswetgeving. Wij doen dit door de vraag te stellen welke mogelijkheden de Nederlandse wet biedt als er sprake is van financiële moeilijkheden. Op welke wijze kan een efficiënte oplossing worden bewerkstelligd? Daarna worden enige empirische data besproken over de werking van de Nederlandse wetgeving. Op basis van deze inzichten worden de vermeende tekortkomingen van de Nederlandse faillissementswetgeving blootgelegd. Deze analyse biedt vervolgens houvast voor het formuleren van concrete voorstellen ter verbetering van de huidige faillissementswet. Wij hopen hiermee een aanzet te geven tot een fundamentele discussie over de noodzaak van, en wijze waarop de huidige faillissementswet zou moeten worden veranderd.

3 Zie bijvoorbeeld de bijdragen die zijn opgenomen in het Tijdschrift voor Insolventierecht, januari/februari 2000, jaargang 6, nr. 1.

4 Of dit een voldoende rechtvaardiging biedt is de vraag. Wij zijn het met de critici eens (zie bijvoorbeeld Kortmann (2000)), en naar verluidt ook de Raad van State) dat onvoldoende inzichtelijk is gemaakt of de voorstellen, zoals gedaan in Fase 1 (zie Paragraaf 5.2.5) effect zullen sorteren. Deze evaluatie kan waarschijnlijk alleen worden gemaakt binnen een algehele herziening van de faillissementswet.

2. ECONOMISCHE EFFICIËNTIE VAN FAILLISEMENTSNETGEVING: INZICHTEN UIT DE LITERATUUR

Faillissement is onlosmakelijk verbonden met schuld. De faillissementswetgeving is dan ook allereerst een pressiemiddel van crediteuren om een onderneming tot betaling te dwingen. Het is echter verre van eenvoudig om dit in regelgeving vast te leggen. Voor een duidelijk zicht op de noodzaak van een goede faillissementswetgeving is het zinvol allereerst een wereld te veronderstellen zonder faillissementswetgeving. Hoe zullen schuldenaar en schuldeiser in die virtuele wereld met elkaar omgaan? En meer in het bijzonder: Wat zijn de mogelijkheden van een schuldeiser om betaling af te dwingen? Eén mogelijkheid is dat de schuldeiser zich vóóraf al indekt door zekerheden toe te eigenen. Hiervoor is het nodig dat de schuldeiser toegang weet te krijgen tot deze zekerheden, en deze kan veiligstellen. Daarnaast kan zij de onderneming aanklagen zodra betaling achterwege blijft en trachten beslag te laten leggen op bepaalde tegoeden of goederen. Een belangrijk nadeel van een dergelijke individuele benadering is dat een “run” op de activa van de onderneming kan ontstaan, omdat alle crediteuren hun eigen belangen proberen veilig te stellen. Dit is een soort graaigedrag dat ten koste kan gaan van de totale waarde van de aanspraken van de crediteuren op de onderneming. Zo is het mogelijk dat individuele crediteuren productiemiddelen opeisen waardoor de inkomstenstroom van de onderneming opdroogt. Bovendien zal een overhaaste verkoop van de activa tot een relatief lage opbrengst leiden. Het probleem is dat een individuele crediteur louter geïnteresseerd is in de honorering van haar eigen aanspraak en geen oog heeft voor het optimaliseren van de totale opbrengst.⁵

2.1 De noodzaak van een faillissementswetgeving

Maakt dit graaigedrag een faillissementswet noodzakelijk? Niet per se. De Nobelprijswinnaar Coase, stelde met zijn bekende Coase theorema dat een onderneming zelf efficiënte procedures zal trachten in te voeren om mogelijke conflicten in de kiem te smoren. Het idee hierachter is dat zonder deze procedures de onderneming moeilijk kan functioneren, en zij dus uit puur eigenbelang dergelijke procedures zal invoeren. Het is theoretisch mogelijk om in de contracten naar de individuele crediteuren clausules op te nemen die een *collectieve* oplossing afdwingen. *Cross default* clausules zijn hier een voorbeeld van. Als deze gecombineerd worden met een contractuele eis dat bij *default* een *trustee* wordt aangewezen die streeft naar maximalisatie van de totale opbrengst dan zijn de mogelijkheden voor individueel graaigedrag enigszins geneutraliseerd. De mogelijkheden voor deze contractuele oplossingen zijn echter beperkt omdat het nagenoeg onmogelijk is om op alle mogelijke problemen en omstandigheden in de toekomst te anticiperen. Coördinatieproblemen tussen de verschillende crediteuren zijn dus niet volledig te vermijden.

⁵ Dit wordt in de economische literatuur veelal aangeduid als het *common pool* probleem. Zie bijvoorbeeld Baird (1996) en Jackson (1982) voor een meer uitgebreide analyse.

Een oplossing via een complementaire faillissementswet biedt mogelijk uitkomst. Karakteriserend voor faillissementswetgeving is het collectieve karakter (Baird (1996) en Jackson (1982)): individuele procedures tegen een onderneming worden vervangen door een collectieve procedure. Via deze collectieve procedure kan worden gezocht naar een economisch efficiënte oplossing waarmee de waarde voor de totale groep schuldeisers wordt geoptimaliseerd. Een mogelijk additioneel voordeel is dat het voor de verschillende crediteuren minder noodzakelijk wordt om elkaar in de gaten te houden. De collectieve procedure kan zorgen voor een ordelijke bescherming van het totaal van belangen.

Naast de bovengenoemde voordelen is de faillissementswetgeving ook een middel om het beschikkingsrecht over een onderneming over te dragen van de aandeelhouders aan de crediteuren. Als een onderneming insolvent is dan is het belangrijk dat de crediteuren het beschikkingsrecht krijgen over de - toch al - tekortschietende totale waarde. Immers, onder dergelijke omstandigheden hebben crediteuren als collectief een eenduidig belang bij de maximalisatie van de waarde.⁶ Echt makkelijk is dit echter niet omdat moet worden bepaald of er inderdaad van insolventie sprake is. Hiervan is sprake indien de contante waarde van de te verwachte kasstroom uit de ondernemingsactiviteit (of de liquidatiewaarde als deze groter is) kleiner is dan de uitstaande schulden van de onderneming. Deze afweging is complex. Door informatieproblemen en de hiermee samenhangende onzekerheid is het inschatten van de kasstromen bijzonder moeilijk.

Een bijkomend probleem is dat informatie omtrent toekomstige kasstromen vaak ongelijk verdeeld is over de schuldeisers, het management en de aandeelhouders. Dit bemoeilijkt het beoordelen van insolventie en geeft aanleiding tot conflicten. Bovendien geeft dit ook ruimte voor opportunistisch gedrag. Aandeelhouders en management zullen geneigd zijn een mogelijk faillissement zo lang mogelijk uit te stellen. Zij hebben veel te verliezen bij faillissement (geld en status) en zij zullen er de voorkeur aan geven om door te gaan en te hopen op een onwaarschijnlijke *turn-around*. Dit geldt niet voor crediteuren. Zij hebben een veel groter belang om de nog resterende waarde goed te beschermen. Deze waarde komt immers allereerst aan hen toe. Doorgaan en hopen op een onwaarschijnlijke *turn-around* is niet in hun belang.

2.2 Noodzaak van tijdig ingrijpen

Welke inefficiënties zijn te verwachten als er niet tijdig wordt ingegrepen, dat wil zeggen, als het beschikkingsrecht niet bijtijds wordt weggehaald bij de aandeelhouders? Een belangrijke inefficiëntie is dat “doorrommelende” aandeelhouders zullen aansturen op inefficiënt investeringsgedrag. In de economische literatuur wordt met name gewezen op de zogenaamde over- en onderinvesteringsproblemen (zie Jensen en Meckling (1976) en Myers (1977)).

⁶ Aandeelhouders hebben op dat moment geheel andere belangen. De onderneming is insolvent waardoor aandeelhouders geen opbrengst meer tegemoet kunnen zien, tenzij zij met de laatste middelen gaan gokken. Dit casino-gedrag, wat gemiddeld genomen waardevernietigend is, biedt voor aandeelhouders een laatste hoop. Om dit te voorkomen dient het beschikkingsrecht bij crediteuren te worden gelegd.

Onderinvesteringen kunnen als volgt ontstaan. Ten tijde van financiële moeilijkheden van de onderneming hebben aandeelhouders weinig belang bij risicoloze investeringen met een relatief bescheiden doch stabiele netto contante waarde. De reden is dat deze investeringen primair goed zijn voor de crediteuren. Aan de crediteuren zal immers de stabiele positieve netto contante waarde van deze projecten toevallen. Aandeelhouders profiteren echter in het geheel niet zolang de kasstromen onvoldoende blijven voor het afdekken van de volledige verplichtingen aan de verschaffers van vreemd vermogen. Een onderneming die in het belang van de aandeelhouders handelt zal dan geneigd zijn juist niet in deze projecten te investeren. Tegelijkertijd zijn echter overinvesteringen mogelijk omdat aandeelhouders een sterke prikkel hebben om zeer risicovolle projecten te ondernemen, mogelijk zelfs projecten met een negatieve netto contante waarde. Voor de aandeelhouders kan dit type casino-gedrag waarde creëren omdat er een kans is dat door een gelukkige uitkomst de onderneming plotseling solvent wordt. In dat geval is er iets beschikbaar voor de aandeelhouders.

Deze investeringsinefficiënties zijn niet in het belang van de onderneming als geheel. Het zijn de verschaffers van vreemd vermogen die hiervoor betalen. Immers, de waarde van hun claim wordt door dergelijk gedrag uitgehold. Verschaffers van vreemd vermogen zullen derhalve proberen dit te voorkomen door tijdig in te grijpen. Dit is in principe in het belang van de onderneming als geheel. Er moet echter wel gewaakt worden voor het eerder genoemde graaigedrag. Met name crediteuren met een hoge prioriteit kunnen aansturen op een waardevernietigende liquidatie van de onderneming. Bovendien zijn deze crediteuren ook geneigd te vroeg in te grijpen, wat kan leiden tot een premature liquidatie. Zij zullen immers – gezien hun prioriteit – ook bij tegenvalende liquidatie-opbrengsten eerder volledig worden gecompenseerd. Het is dus zaak om de faillissementswetgeving zo te ontwerpen dat het beschikkingsrecht tijdig doch niet prematuur bij de verschaffers van vreemd vermogen komt te liggen.

Het woordje ‘prioriteit’ geeft aan dat er veelal een grote verscheidenheid is aan betrokken crediteuren. De faillissementswetgeving dient te helpen bij de vaststelling van prioriteit en omvang van de verschillende aanspraken omdat anders de overdracht van het beschikkingsrecht aan de verschaffers van vreemd vermogen alleen maar conflicten zou geven tussen de crediteuren onderling.

2.3 Waardebepaling in het faillissement

Het bestaan van belangentegenstellingen mag niet worden gebagatelliseerd. Belangentegenstellingen zijn enerzijds een belangrijke bestaansreden voor de faillissementswetgeving, anderzijds leggen ze een grote belasting op de uitvoering van de procedure. Zoals we hierboven zagen geven crediteuren met een hoge prioriteit mogelijk te vaak de voorkeur aan liquidatie. Het is zelfs mogelijk dat dergelijke beschermde crediteuren er belang bij hebben om bij de afweging van alternatieven binnen het faillissement de *going concern waarde* zo laag mogelijk te laten vaststellen, om zodoende liquidatie af te dwingen. Immers, met de beschermde status worden hun aanspraken het eerst

voldaan. Concurrerende crediteuren zullen zich daarentegen meer als aandeelhouders gedragen. Hun aanspraken zijn in het geding als er weinig te verdelen is en zij dus niets dreigen te krijgen. Zij hebben dan een belang bij een optimistische inschatting van de *going concern waarde* om kost wat kost liquidatie te voorkomen. Dit soort belangentegenstellingen maken onderhandelingen over de te volgen strategie en de afwegingen tussen reorganisatie en liquidatie buitengewoon ingewikkeld. De faillissementsprocedure zal op de juiste manier hierop moeten inspelen zodat bij insolventie de totale waarde voor de crediteuren wordt gemaximaliseerd.

Het is gewenst dat de rechtbank in een faillissementsprocedure tracht op objectieve wijze de waarde van de diverse strategieën te bepalen. Eenvoudig is dit echter zeker niet. Hoe kan bijvoorbeeld een curator toekomstige kastromen inschatten? De branche- en onderneming-specifieke kennis die hiervoor nodig is, kan overweldigend zijn. Gegeven de lange tijd die hiermee gepaard gaat en de vele problemen die dergelijke inschattingen met zich meebrengen adviseren sommigen (zie bijvoorbeeld Baird (1986)) om bedrijven in faillissement meteen te veilen.⁷ De waardebepaling geschiedt in zo'n geval door de markt in plaats van door de curator. Aghion, Hart en Moore (1992) en Bebchuk (1988 en 1998) suggereren hiervoor een ingenieus alternatief biedingsmechanisme. Hun mechanisme komt er op neer dat concurrerende crediteuren een call-optie wordt aangeboden om een beschermde (seniore) crediteur uit te kopen met als uitoefenprijs de aanspraak van de beschermde crediteur. Het idee hierachter is dat een dergelijk biedingsproces minder informatie vereist, namelijk "alleen" een inschatting of de waarde van de onderneming de aanspraak van de beschermde crediteur overtreft. Is dit het geval dan zou een juniore crediteur bereid moeten zijn de senior crediteur uit te kopen. Hoe dan ook, ook in dit biedingsproces is de beschikbaarheid van voldoende informatie cruciaal. De haalbaarheid blijft dus een probleem.

2.4 Afweging tussen ex ante en ex post perspectief

In het bovenstaande staat centraal dat ten tijde van financiële moeilijkheden gekomen moet worden tot een efficiënte oplossing. Dit wordt wel een *ex post* invalshoek genoemd. Er wordt namelijk alleen gekeken naar de effecten die de faillissementswetgeving heeft *nadat* er sprake is van een probleem. Een andere invalshoek is dat gekeken zou moeten worden naar de effecten van de wetgeving op het gedrag van de onderneming en andere betrokkenen vóórdát er überhaupt sprake is van een insolventieprobleem. Dit is het *ex ante* perspectief. Verschillende effecten zijn te onderscheiden.

Een eerste ex ante effect is de invloed van de faillissementswetgeving op het ondernemerschap en, meer in het algemeen, op het gedrag van de onderneming. De faillissementswetgeving kan relatief zacht of hard zijn voor de ondernemingsleiding. Een wetgeving die weinig speelruimte laat voor een insolvabele onderneming wordt hard genoemd. Een dergelijke wetgeving wordt ook wel aangeduid met *creditor-oriented*; dat wil zeggen, het belang van de crediteur (de schuldeiser) weegt zwaar in verhouding tot die van de debiteur (de onderneming). Hiertegenover staat een *debtor-oriented* wetgeving die

⁷ Zweden kent bijvoorbeeld een dergelijke procedure.

veel vriendelijker is voor de ondernemer. De mate van hardheid of zachtheid geeft bepaalde prikkels aan de ondernemer *voordat* sprake is van financiële moeilijkheden. Een harde wetgeving zet een zware straf op het falen van de ondernemer. Deze zal zich dan mogelijk meer inspannen om van zijn onderneming een succes te maken. Een harde wetgeving zou volgens deze gedachtegang een gunstige uitwerking hebben op de inspanningen van de ondernemer. Dit argument zou pleiten voor een harde wetgeving.

Maar een (te) harde faillissementswetgeving zou er ook voor kunnen zorgen dat ondernemerschap wordt ontmoedigd. Falen is mogelijk te kostbaar en stigmatiserend. Dit argument wordt nadrukkelijk gebruikt om de Nederlandse faillissementswetgeving ter discussie te stellen. Het harde karakter van de Nederlandse wetgeving⁸ zou met name het oprichten van nieuwe ondernemingen kunnen ontmoedigen. Dit zou mede verklaren waarom de werkgelegenheidsgroei in West Europa slechts in zeer beperkte mate te danken is aan nieuwe opkomende bedrijven terwijl in de meer *debtor-oriented* Verenigde Staten dit veel hoger is. Zoals met alle empirische gegevens op het punt van faillissementswetgeving blijft het de vraag in hoeverre er daadwerkelijk sprake is van een eenduidige relatie tussen faillissementswetgeving en ondernemerschap. Vele andere factoren zijn hierop van invloed. Toch is een dergelijk verband ons inziens plausibel.⁹

Een bijkomend effect op het ondernemerschap is dat een harde wetgeving er mogelijk voor zorgt dat ondernemers geneigd zijn minder risico te nemen. In een dergelijk systeem wordt de ondernemer immers zwaar gestraft als het risico niet goed uitvalt. Dit zou kunnen leiden tot een gebrek aan innovatie.

Een geheel ander *ex ante* effect betreft de invloed van de faillissementswetgeving op de beschikbaarheid van vermogen, met name vreemd vermogen. De bescherming die de wet aan crediteuren biedt is van direct belang voor de bereidheid van financiers om vreemd vermogen ter beschikking te stellen. Een harde wetgeving met een grote bescherming voor crediteuren zou de beschikbaarheid van vreemd vermogen ten goede kunnen komen. In het geval van beschermde crediteuren is ook van groot belang de mate waarin verwacht mag worden dat de absolute prioriteit wordt nageleefd in een faillissementsprocedure.

De *ex ante* effecten moeten worden afgewogen tegen de *ex post* effecten om te komen tot een integrale beoordeling van de faillissementswetgeving. Naast de al genoemde effecten moet ook rekening worden gehouden met mogelijk strategisch gedrag. Zo zou een harde wetgeving kunnen uitnodigen tot het langdurig verbergen van financiële problemen. Dit zou tijdig ingrijpen kunnen bemoeilijken waardoor de eerder besproken investeringsinefficiënties vrij spel zouden krijgen.

Er zijn echter nog allerlei andere kosten te onderscheiden, bijvoorbeeld toeleveringsbedrijven zullen afhankelijk van het faillissementssysteem zich mogelijk eerder of later terugtrekken uit de onderneming. Ook dit brengt kosten met zich mee, bijvoorbeeld in de vorm van misgelopen omzet. Deze kosten, inclusief de genoemde investe-

8 In de jurisprudentie is wel enige nuancering aangebracht waardoor de scherpste kantjes van het *creditor-oriented* systeem ietwat zijn afgezwakt.

9 In de voorstellen van de Nederlandse overheid met betrekking tot aanpassingen in de faillissementswetgeving wordt niet *direct* verwezen naar de relatie tussen faillissementswetgeving en ondernemerschap maar wel impliciet. Ook is in het voorbereidingstraject vaak hierop gewezen.

ringsinefficiënties, worden ook wel *indirecte* kosten genoemd. Naast deze indirecte kosten zijn er directe kosten te onderscheiden. Deze betreffen de administratieve kosten van de faillissementsprocedure, zoals de kosten van de rechtbank. Een laatste kostenpost betreffen de verliezen die verbonden zijn aan fouten die door de faillissementsprocedure zelf worden veroorzaakt. Dit zijn kosten veroorzaakt door het òf per vergissing laten voortbestaan van een onderneming (type-1 fout), òf juist het per vergissing failliet verklaren van een onderneming (type-2 fout). Beide fouten leiden tot vernietiging van waarde.

2.5 Faillissementsprocedures en het belang van informele reorganisaties

In een analyse van efficiënte oplossingen voor insolventie is het van groot belang om informele reorganisaties als alternatieve oplossing in beschouwing te nemen. Een informele reorganisatie (*work out*) verwijst naar een vrijwillig akkoord tussen de betrokken partijen (financiers en onderneming) in het geval van financiële moeilijkheden *zonder* dat gebruik wordt gemaakt van de formele faillissementsprocedure.

De haalbaarheid van informele reorganisaties hangt nauw samen met de inrichting van de faillissementswetgeving. Waar het hier met name over gaat is dat de inrichting van de faillissementsprocedure invloed heeft op de onderhandelingspositie van de verschillende partijen zowel binnen als buiten de faillissementsprocedure. Een extreem op de crediteur georiënteerde faillissementswetgeving legt een groot deel van de onderhandelingskracht bij deze schuldeisers.

De onaantrekkelijkheid van het faillissement voor de ondernemer zal er in een dergelijke situatie voor zorgen dat hij eerder geneigd is zich neer te leggen bij de wensen van de schuldeisers. Dit kan ervoor zorgen dat de ondernemer zich soepeler opstelt bij een informele reorganisatie. In een sterk op de debiteur georiënteerde (zachte) wetgeving ligt er relatief veel onderhandelingsmacht bij de ondernemer. In dat geval zullen de schuldeisers eerder geneigd zijn een oplossing te zoeken via een informele reorganisatie.

Het belang van informele reorganisaties is waarschijnlijk het grootst in extreem *debtor-oriented* en extreem *creditor-oriented* systemen. In het eerste geval zullen de crediteuren de voor hen kostbare formele procedure willen voorkomen en aansturen op een vrijwillig akkoord met het management, terwijl in het tweede geval juist de ondernemer (of het management) een groot belang heeft bij een informele reorganisatie.

De rol van informele reorganisaties is naar onze mening belangrijk, met name in de nog te bespreken Nederlandse situatie. Het is mogelijk een efficiëntere oplossing doordat het goedkoper is en tijdiger te realiseren kan zijn, vergeleken met een formele faillissementsprocedure. Met name voor kleinere ondernemingen zal dit argument doorslaggevend zijn. Voor dergelijke ondernemingen zullen reorganisatiemogelijkheden via informele reorganisaties moeten worden gerealiseerd; een reorganisatie via formele procedures (*sursance*) is veelal te duur.¹⁰ Daarbij komt ook dat in het geval van kleine ondernemingen de schuldenaar vaak onmisbaar is voor het voortbestaan van de onderneming (zie

¹⁰ Voor empirische studies over de hoge kosten van formele procedures vis-à-vis informele organisaties zie Gilson et al. (1990).

White (1993)). Een verkoop of doorstart zonder concessies te doen aan de schuldenaar is dan zeer moeilijk. Deze *debtor control* dwingt de crediteuren om met de schuldenaar in gesprek te gaan om zo de kansen op een succesvolle continuering te vergroten.

In de wisselwerking tussen informele reorganisaties en formele procedures zijn nog twee andere factoren van belang. Een eerste factor is dat de effectiviteit van informele reorganisaties vereist dat het vreemd vermogen relatief geconcentreerd is. Dit verkleint de coördinatieproblemen (en opportunistisch gedrag) tussen de verschaffers van vreemd vermogen. Een tweede factor heeft te maken met het bewerkstelligen van het vroegtijdig aanvragen van surseance. Dit is van direct belang voor de discussie over veranderingen in het Nederlandse faillissementsstelsel. Een van de belangrijke discussiepunten hierbij is hoe het tijdig onderkennen van financiële problemen kan worden gestimuleerd. De vraag is of in het krachtenspel tussen informele reorganisatie en formele procedures, een verzachting van de wetgeving zal leiden tot het vroegtijdiger onderkennen van financiële problemen. Verschillende inzichten zijn hierbij van belang. Een verzachting van de wetgeving vermindert de urgentie voor de ondernemer (schuldenaar) om via een informele reorganisatie de harde formele procedure te ontlopen. Het belang van een informele reorganisatie voor de ondernemer wordt dus minder. Met andere woorden, de verzachting van de wetgeving zal de ondernemer minder afkerig maken van een formele procedure, waardoor de effectiviteit van informele reorganisaties wordt aangetast. Tegelijkertijd zullen echter de crediteuren hun zwakkere positie onderkennen en minder geneigd zijn een formele procedure te starten. Het netto effect van verzachting van de wetgeving op het tijdig onderkennen van financiële problemen is dus diffuus.

Het voorgaande laat zien dat de structuur van de faillissementswetgeving van invloed is op de waarschijnlijkheid en haalbaarheid van informele reorganisaties. Dat geldt ook voor aanpassingen in de faillissementsprocedure. Immers, elke wijziging van de faillissementsprocedure maakt deze aantrekkelijker voor sommige partijen, maar gaat normaliter ten koste van andere partijen.

2.6 Samenvatting van de belangrijkste inzichten

In deze paragraaf is een overzicht gegeven van de belangrijkste inzichten uit de (rechts)economische literatuur over de faillissementswetgeving. Allereerst is gewezen op de noodzaak van een faillissementswetgeving. Zonder wetgeving dreigt graaigedrag en kunnen belangentegenstellingen leiden tot grote waardevernietiging. Ook is aangegeven dat *tijdig* ingrijpen van groot belang is om investeringsinefficiënties te vermijden.

Zodra een onderneming in een faillissements- of surseance-procedure raakt, geldt als *de* primaire economische doelstelling waarde-maximalisatie. Aangegeven is dat dit leidt tot ingewikkelde waarderingsvraagstukken. Het ontwerp van een optimale faillissementswetgeving wordt verder bemoeilijkt doordat een afweging moet worden gemaakt tussen een *ex ante* en een *ex post* perspectief. Het *ex ante* perspectief richt zich op het gedrag van de ondernemer *voordat* er sprake is van financiële moeilijkheden. Vanuit dit

perspectief kan het wenselijk zijn om een harde wetgeving te hebben met minimale speelruimte voor het management, om hiermee de afschrikkende werking van het faillissement zo groot mogelijk te maken. Tegelijkertijd moet echter in beschouwing worden genomen dat dit ondernemerschap kan ontmoedigen, en tevens het tijdig (willen) onderkennen van financiële problemen kan bemoeilijken. Een harde wetgeving heeft dus ook nadelen. Het ex post perspectief richt zich op de zoektocht naar een efficiënte oplossing *nadat* sprake is van financiële moeilijkheden; het grootste deel van onze analyse is hierop gericht.

In Tabel 1 worden de verschillende effecten samengevat door de voor- en nadelen van de twee uiterste systemen – de harde *creditor-oriented* wetgeving en de zachte *debtor-oriented* wetgeving – met elkaar te vergelijken.

3. INTERNATIONALE VERSCHILLEN IN FAILLISEMENTSWETGEVING

Er bestaan internationaal gezien sterke verschillen in faillissementswetgeving. Zo wordt de wetgeving in de meeste Europese landen gezien als sterk gericht op de belangen van de crediteuren (“hard”) terwijl de wetgeving in de Verenigde Staten wordt getypeerd als meer gericht op de belangen van de debiteur (“zacht”). Het is opmerkelijk dat er in alle landen, ongeacht het type wetgeving dat er momenteel bestaat, een zekere onvrede is. De discussie spitst zich veelal toe op de vraag of de wetgeving meer op de crediteur geïënteerd moet zijn, of juist meer gericht moet zijn op de belangen van de debiteur. In deze paragraaf bespreken wij de belangrijkste inzichten die kunnen worden ontleend aan de ervaringen in de verschillende Westerse landen.

3.1 De Verenigde Staten

De kern van de Amerikaanse faillissementswetgeving bestaat uit twee regelingen: Chapter 7 en Chapter 11. Chapter 7 richt zich op liquidatie, terwijl Chapter 11 bedoeld is om ondernemingen in staat te stellen een reorganisatie door te voeren. Een belangrijk kenmerk van Chapter 11 is dat de ondernemer (het management) zeggenschap behoudt en crediteuren op afstand worden gezet. Het management heeft in eerste instantie het exclusieve recht een reorganisatieplan op te stellen. Het idee hierachter is dat op deze wijze het management financiële problemen tijdig(er) zal openbaren, en dat er via de inbreng van het management betere overlevingskansen zijn.

Velen twijfelen echter aan de effectiviteit van reorganisaties via Chapter 11. Het idee bestaat dat teveel onderhandelingsmacht wordt gelegd bij de aandeelhouders en het management. Dit geeft hen dan weliswaar een prikkel om tijdig de bescherming van Chapter 11 te zoeken, maar zorgt er tevens voor dat de belangen van de crediteuren mogelijk onvoldoende worden gewaarborgd. Een indicatie van de uitholling van de rechten van crediteuren is het veelvuldig afwijken van de prioriteit van hun aanspraak bin-

Tabel 1: Een karakterisering van de faillissementswetgeving

	Debtor-oriented (“zacht”)	Creditor-oriented (“hard”)
<i>i.</i> Focus / bias	<ul style="list-style-type: none"> reorganisatie (nadruk op <i>going concern</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> liquidatie
<i>ii.</i> Effect op management/schuldenaar	<ul style="list-style-type: none"> betrokkenheid wordt nagestreefd relatief “vriendelijk” voor schuldenaar/management 	<ul style="list-style-type: none"> betrokkenheid van schuldenaar/management secundair hard voor schuldenaar/management
<i>iii.</i> Economische effecten:		
- <i>tijdens</i> surseance/faillissement	<ul style="list-style-type: none"> risico van type-1 fouten: te veel continuering 	<ul style="list-style-type: none"> risico van type-2 fouten: “goede” ondernemingen dreigen te worden geliquideerd
- bij financiële moeilijkheden <i>voor</i> surseance/faillissementsaanvraag	<ul style="list-style-type: none"> formele procedure is minder negatief voor het management; leidt mogelijk tot minder vertraging bij het aanvragen van surseance/faillissement 	<ul style="list-style-type: none"> management heeft groot belang bij uitstel; dit nodigt uit tot inefficiënt investeringsgedrag
- vóór financiële moeilijkheden	<ul style="list-style-type: none"> vooruitzicht op een vriendelijk regime heeft zowel positieve als negatieve effecten. Neerwaarts risico weegt minder zwaar. Effecten: <ul style="list-style-type: none"> - <i>commitment</i> van de ondernemer is minder (negatief: het is makkelijker om weg te lopen) - ondernemerschap wordt mogelijk gestimuleerd (positief: falen is minder desastreus) 	<ul style="list-style-type: none"> precies tegenovergestelde effecten: goed voor <i>commitment</i>, slecht voor ondernemerschap
<i>iv.</i> Effect op informele reorganisaties	<ul style="list-style-type: none"> positief bij extreme <i>debtor orientation</i>: door de grote onderhandelingsmacht van de debiteur in een faillissementsprocedure zullen de schuldeisers een groot belang hebben bij een informele reorganisatie 	<ul style="list-style-type: none"> positief bij extreme <i>creditor orientation</i>: door de onderhandelingsmacht die nu bij de schuldeisers ligt, zal de debiteur groot belang hebben bij een informele reorganisatie

nen een reorganisatieplan in Chapter 11. Vaak moeten zij concessies doen aan de aandeelhouders.¹¹ Bovendien zijn de Chapter 11 procedures langdurig en derhalve kostbaar. Ook bestaat er gevaar voor veel zogenaamde type-1 fouten: het initiatief wordt nadrukkelijk in handen gelegd van het management en deze zal normaliter een (te) sterke voorkeur hebben voor continuatie. Een indicatie hiervoor is het grote aantal gereorganiseerde bedrijven dat spoedig daarna toch weer opnieuw in de problemen komt.¹²

In de Verenigde Staten hebben bovenstaande overwegingen geleid tot een pleidooi van verharding van de wetgeving. Franks and Torous (1993) achten de zeggenschap van de ondernemer in Chapter 11 ongewenst. Zij stellen: "The American system of permitting the debtor to retain control [...] has given rise to abuse". Sommigen pleiten er zelfs voor om het debiteur-vriendelijke Chapter 11 in het geheel af te schaffen. Baird (1986) stelt dat waarde-maximalisatie beter is gewaarborgd bij verkoop van de onderneming aan een derde partij. Hiervoor kan het op liquidatie gerichte Chapter 7 worden gebruikt en zou Chapter 11 overbodig worden. Baird acht het tevens onwaarschijnlijk dat Chapter 11 voordelen biedt bij het bepalen van de vergoedingen aan de verschillende schuldeisers. Hij stelt dat hoe dan ook de waarde van de onderneming moet worden bepaald en dat er geen reden is om aan te nemen dat dit in een "gesloten" Chapter 11 procedure beter kan dan in een publieke verkoop via Chapter 7.¹³ Hoewel Baird (1986) niet alleen staat in zijn kritiek, wordt er door anderen op gewezen dat een publieke verkoop van (delen van) de onderneming moeilijk is.¹⁴ Hoewel alternatieve oplossingen, zoals het in Paragraaf 2.3 besproken biedingsmechanisme van Aghion, Hart en Moore (1992), uitkomst zouden kunnen bieden, blijft er grote onzekerheid over de haalbaarheid van verkoop bestaan.

Naast twijfel over de wenselijkheid van het debiteur-vriendelijke karakter van Chapter 11, is er ook kritiek op het mogelijk gebrekkig functioneren van de procedure zelf. Eisenberg en Tagashira (1994) constateren dat veel ondernemingen die in Chapter 11 terecht komen kleine en middelgrote ondernemingen betreffen die zelden of nooit tot een daadwerkelijke reorganisatie komen maar meestal eindigen in een faillissement. Zij wijzen op de noodzaak van selectie voordat ondernemingen tot Chapter 11 zouden mogen worden toegelaten.

De conclusie uit het voorgaande is dat de Amerikaanse faillissementswetgeving geen onverdeeld succes is. Hoewel enige bijsturing van de mogelijk extreme *debtor orientation* is te verwachten, lijken grote veranderingen onwaarschijnlijk. Er is sprake van een diepe historische verankering van de *debtor-orientation* in de Amerikaanse wetgeving (Franks and Sussman (1999)).

11 Zie Weiss (1996) en Bebchuk (1998).

12 Zie onder meer Eberhart et al. (1990), Gilson (1993), Hotchkiss (1995) en Lopucki en Whitford (1993).

13 Zweden heeft overigens een faillissementswetgeving zonder een apart op reorganisatie gericht onderdeel. Veilingen staan hierin centraal. Ook Finland kende tot 1993 een dergelijk systeem.

14 Zie Shleifer en Vishny (1992) voor een bespreking over de mogelijke problemen verbonden aan de illiquiditeit van de activa van een insolvente onderneming. Zij wijzen ook op de vaak gelijktijdige deplorabele toestand van de gehele bedrijfstak, hetgeen het vinden van een draagkrachtige koper bemoeilijkt.

3.2 Ervaringen in Europa

De ervaringen van de verschillende Europese landen zijn niet eenvoudig samen te vatten. Vele landen zijn bezig met het aanpassen van hun wetgeving, of hebben dit recentelijk al gedaan.¹⁵ In het algemeen is sprake van een beweging naar een grotere *debtor-orientation*, om daarmee de mogelijkheden voor reorganisaties te verbeteren. Het meest extreem is wellicht de hervormde Franse faillissementswetgeving.

3.2.1 Frankrijk

De invulling van de faillissementsprocedure in Frankrijk (Redressement Judiciaire) heeft veel karakteristieken van Chapter 11, met grote bevoegdheden voor de rechtbank. Het bewerkstelligen van een reorganisatie staat centraal. Hiervoor zijn zeer ruime bevoegdheden beschikbaar met een lange observatieperiode van maximaal 18 maanden waarin de rechten van crediteuren worden bevroren.¹⁶ Ook krijgen nieuwe crediteuren tijdens deze observatieperiode prioriteit boven de bestaande crediteuren. De Franse faillissementsprocedure is bovendien relatief mild voor het management; zij behoudt een groot deel van haar bevoegdheden tijdens de procedure. Het succes van deze zachte procedure lijkt echter beperkt. Ondanks dat een groot deel van de bedrijven wordt “doorgestuurd” naar liquidatie, belandt de helft van de ondernemingen die wél succesvol reorganiseren spoedig toch weer in faillissement.¹⁷

Het gebrekkige succes van de progressieve Franse wetgeving kan het gevolg zijn van de conflicterende doelstellingen die voor de procedure zijn gesteld. De drie doelstellingen zijn (in volgorde van importantie): *i.* bestendigen van de operaties van de onderneming, *ii.* het veiligstellen van werkgelegenheid, en *iii.* de afwikkeling van de schulden (zie Kaiser (1996)). Deze doelstellingen zijn nadrukkelijk gericht op continuering van de onderneming waardoor het met name in het geval van grotere ondernemingen (met een grote werkgelegenheid) heel moeilijk kan worden om een economisch efficiënte oplossing te bewerkstelligen. Het is dan ook niet verwonderlijk dat vele gereorganiseerde ondernemingen toch weer falen. Bovendien blijkt dat ondernemingen ondanks het debiteur-vriendelijke karakter van de procedure nog steeds laat faillissement aanvragen.

3.2.2 Verenigd Koninkrijk

De faillissementswetgeving in het Verenigd Koninkrijk stuurt nadrukkelijk aan op liquidatie of verkoop van de onderneming. Een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid heeft in het geval van financiële moeilijkheden de keuze uit verschillende gerech-

15 Zie onder meer Kaiser (1996), White (1996), Franks and Torous (1996), Huls (1999) en Joosen (1998). Kaiser (1996) vergelijkt het Amerikaanse systeem met het Franse, Engelse en het Duitse systeem. White (1996) maakt een vergelijking in termen van *ex ante* en *ex post* kosten van deze 4 systemen. Franks and Torous (1996) vergelijken het systeem in de VS met dat van Groot-Britannië. Huls (1999) maakt een vergelijking tussen het Nederlandse en het Amerikaanse systeem. Joosen (1998) vergelijkt het Nederlandse met het Franse systeem.

16 Deze observatietermijn is maximaal 8 maanden voor bedrijven met minder dan 50 werknemers.

17 In 1993 werd 74% doorverwezen naar liquidatie en 12 % in tweede instantie. In de periode 1986-1991 belandde één op de twee bedrijven die in die tijd gereorganiseerde opnieuw in faillissement; 88% van deze gevallen eindigde tenslotte in liquidatie (zie Kaiser (1996)).

telijke procedures.¹⁸ In alle gevallen raakt het management van de onderneming haar zeggenschap kwijt en wordt het beheer van de onderneming overgedragen aan een *insolvency practitioner*.¹⁹ De hardheid van het Engelse systeem blijkt ook uit de nagenoeg volstrekte handhaving van de prioriteit van schuldeisers binnen de faillissementsprocedure. Dit roept de vraag op waarom het management ooit voor een dergelijke harde formele regeling zal opteren. Het antwoord hierop volgt in ieder geval gedeeltelijk uit de strenge regels van goed gedrag die in de wetgeving zijn verankerd. Indien de rechtbank concludeert dat het management te laat faillissement heeft aangevraagd, kan zij hiervoor persoonlijk aansprakelijk worden gesteld.²⁰ Dit betekent dat het management alleen de harde procedures kan ontlopen door zeer tijdig een informele reorganisatie te initiëren.

De Insolvency Act van 1986 heeft aan de harde Engelse wetgeving een Chapter 11 type alternatief toegevoegd ("Administration"). Deze regeling is geen onverdeeld succes, bovendien biedt ze weinig houvast omdat bepaalde crediteuren zich te allen tijde aan deze procedure kunnen onttrekken door een eigen *receiver* aan te stellen (Franks and Sussman (1999)). De vraag is ook of binnen het Engelse systeem werkelijk behoefte is aan een Chapter 11 type alternatief. De harde Engelse wetgeving gecombineerd met een nadrukkelijk vastgelegde aansprakelijkheid van het management voor het tijdig aanvragen van faillissement lijkt relatief efficiënte oplossingen mogelijk te maken. Een belangrijk bijkomend voordeel van het Engelse systeem is dat de procedures over het algemeen van veel kortere duur zijn dan die in Amerika.²¹

3.2.3 Duitsland

In Duitsland domineren informele reorganisaties. Formele procedures bieden aldaar traditioneel weinig houvast voor het bewerkstelligen van een reorganisatie. Een belangrijke reden hiervoor is dat preferente crediteuren niet kunnen worden belemmerd in het onmiddellijk opeisen van hun vorderingen. Tegelijkertijd ontbreekt, in vergelijking met de harde wetgeving in het Verenigd Koninkrijk, de mogelijkheid om door snelle verkoop van de onderneming zoveel mogelijk waarde veilig te stellen. Recentelijk is de wetgeving echter gewijzigd. Nieuwe wetgeving, die op 1 januari 1999 is ingegaan, heeft geleid tot een fundamentele verzachting van de wetgeving. Met name zijn er mogelijkheden voor het bewerkstelligen van een reorganisatie gecreëerd. Veel elementen uit de Amerikaanse Chapter 11 zijn daarin opgenomen.

Het is nog te vroeg om iets te zeggen over het succes van de recente veranderingen in Duitsland. Een belangrijke les die wel al uit de ervaringen in Duitsland kan worden getrokken is dat er een belangrijke wisselwerking bestaat tussen de faillissementswetgeving en de frequentie van informele reorganisaties. In het geval van Duitsland gaf de tekortschietende faillissementswetgeving een duidelijke impuls aan informele reorgani-

18 Deze procedures zijn: liquidation, receivership of administrative receivership, en administration. Daarnaast bestaat een court-assisted voluntary arrangement. Dit kan een kostbare procedure voorkomen maar vereist een 75 procent instemming van alle verschillende groepen van crediteuren.

19 De *insolvency practitioner* is veelal aan een accountantskantoor gelieerd.

20 In het algemeen geldt voor de meeste Europese landen dat er sancties zijn voor het (onnodig) vertragen van het aanvragen van faillissement (zie White (1996), p. 468-469).

21 Voor een uitgebreide vergelijking tussen het faillissementstelsel in Groot-Brittannië en in de VS zie Kaiser (1996) en Franks and Torous (1996).

saties. Daarnaast zal ongetwijfeld ook mee spelen dat een bank-gedomineerd systeem met een relatieve concentratie van vreemd vermogen een vruchtbare omgeving biedt voor informele reorganisaties.

3.2.4 Zweden

Zweden kent alleen een op liquidatie gericht faillissementsstelsel.²² In de faillissementswet is dus geen apart op reorganisatie gericht onderdeel opgenomen (zoals bijvoorbeeld de surseance van betaling of Chapter 11). Spoedig nadat een onderneming in faillissement belandt wordt een openbare veiling gehouden waarbij de onderneming hetzij als geheel of in delen wordt verkocht. De veiling wordt georganiseerd door een onafhankelijke, door de rechtbank te benoemen *trustee* (Thorburn (1999)).

Een dergelijk systeem heeft een aantal mogelijke voordelen. De waardering van activa komt in de markt tot stand, wat beter zou kunnen werken dan in het geval een curator de waarde moet inschatten. Een belangrijke randvoorwaarde is dat er een markt is voor de activa van de onderneming (zie de bespreking over waardering in Paragraaf 2.3). De tijdsduur van de reorganisaties in een faillissement is over het algemeen kort; althans in vergelijking tot het Amerikaanse Chapter 11.²³ Dit kan zowel de directe als de indirecte faillissementskosten verlagen. Verder wordt in dit systeem de prioriteit van de aanspraken strikt nageleefd. Dit zou een positief effect kunnen hebben op de condities waartegen gezonde ondernemingen financiering kunnen aantrekken.

De Zweedse wetgeving kan getypeerd worden als hard. Zo verliest het management in het faillissement al haar bevoegdheden. Hierdoor is de prikkel voor het management om faillissement aan te vragen gering, tenzij, zoals bijvoorbeeld in het geval van het Verenigd Koninkrijk, een scherpe complementaire aansprakelijkheidswetgeving hiertoe dwingt. Onderzoekingen van onder meer Thorburn (1999) en Ravid en Sundgren (1998) suggereren overigens dat de overlevingskansen van ondernemingen die door de Zweedse en/of Finse (vóór 1993) procedures zijn gegaan niet veel afwijken van die van vergelijkbare ondernemingen die in de VS Chapter 11 opzoeken. De aanwezigheid van een aparte reorganisatiecode lijkt dus geen wezenlijke invloed te hebben op de uiteindelijke overlevingskansen.

3.3 Samenvatting van de inzichten

Er bestaan grote verschillen in faillissementswetgeving tussen de verschillende landen. De Amerikaanse wetgeving is zacht ofwel debiteur-vriendelijk. De wetgeving in de verschillende Europese landen daarentegen is veelal harder en primair gericht op de belangen van de schuldeisers.

Het is niet mogelijk om op basis van de ervaringen in de verschillende landen een superieure wetgeving te definiëren. Toch zijn er een aantal lessen en conclusies te trekken. Een belangrijke conclusie is dat het opnemen van een reorganisatie-code (sursean-

²² Tot 1993 gold dit ook voor Finland.

²³ Thorburn (1999) vindt een gemiddelde tijd van twee maanden tussen het moment waarop faillissement wordt aangevraagd en de daadwerkelijke verkoop. Een onderneming verblijft gemiddeld ongeveer twee jaar in Chapter 11.

ce) in de wetgeving op zichzelf geen enkele garantie biedt voor het bewerkstelligen van efficiëntere oplossingen voor ondernemingen in financiële moeilijkheden. De belangrijkste les die wij trekken uit de ervaringen in de verschillende landen is dat het *tijdig* aanvragen van faillissement en het bewerkstelligen van een *snelle* oplossing binnen de faillissementsprocedure van groot belang zijn. Cruciaal is dus om grote alertheid en urgentie te creëren zodra sprake is van financiële moeilijkheden. De Franse ervaringen geven daarnaast aan dat duidelijke en eenduidige doelstellingen noodzakelijk zijn voor een doelgerichte afwikkeling.

De internationale ervaringen bieden dus weinig houvast voor de bepaling van de optimale structuur van de faillissementswetgeving. Daarnaast speelt het belang van informele reorganisaties (*work outs*). Zoals aangegeven in Paragraaf 2.5 en bevestigd in deze paragraaf, is er een complexe interactie tussen de formele faillissementswetgeving en de waarschijnlijkheid van (tijdige) informele reorganisaties. Voor een algemene beoordeling van de effectiviteit en efficiëntie van een faillissementswetgeving moet dit in de beschouwing worden betrokken. Een eenduidig antwoord op de vraag “welk systeem biedt de meest efficiënte oplossingen?” is ons inziens dus niet voorhanden, noch te verwachten. Wel wijzen de internationale ervaringen op de noodzaak van *snelheid, tijdigheid, eenduidigheid* en *doelgerichtheid*.

Hoewel het aannemelijk is dat een zachte debiteur-vriendelijke wetgeving via een grotere nadruk op reorganisaties tot efficiëntere oplossingen zou *kunnen* komen, dreigt tegelijkertijd verlies aan daadkracht en urgentie. De uitdaging lijkt dan ook hoe een zachtere wetgeving haar mogelijk impliciet grotere perspectief op het bewerkstelligen van waarde-maximalisatie kan realiseren. Dit is buitengewoon lastig. Een andere belangrijke les die wij trekken is dat het type wetgeving (zacht versus hard) secundair is aan de wijze waarop men met de wet *omgaat*. Dit betekent dat de uitwerking en operationalisering van de wet met alle bijkomende details een belangrijke rol spelen.

Als we de internationale ontwikkelingen overzien dan mag geconcludeerd worden dat er sprake is van enige convergentie. Gezien hetgeen we in het voorgaande hebben geconcludeerd is dit niet van wezenlijk belang, en is het ook niet duidelijk of convergentie echt wenselijk is. Faillissementsprocedures zijn onderdeel van het algehele juridische, sociale en culturele kader van een land. Vanuit dit gezichtspunt is het te verwachten dat identieke procedures verschillend kunnen uitwerken naar gelang het land waarop ze worden toegepast. Dit zet een rem op de gewenste convergentie van faillissementsprocedures.²⁴ Ook is het mogelijk dat faillissementsprocedures verschillend uit-

24 Berkovich en Israel (1998) suggereren dat de optimale inrichting van de faillissementswetgeving afhankelijk is van twee, “in hun ogen” belangrijke factoren. Aan de ene kant speelt de informatiestructuur in de economie een belangrijke rol. De vraag die hierbij centraal staat is of de schuldeisers de mogelijkheid hebben om een goede inschatting te maken over de fundamentele waarde van de onderneming. Aan de andere kant is het van belang of het management de mogelijkheid heeft om haar informatie strategisch aan te wenden. Dit laatste is onwenselijk. De optimale wetgeving zou gebruik moeten maken van alle bij schuldeisers beschikbare informatie, om zodoende de mogelijkheden voor strategisch gedrag door het management te beperken. Zij concluderen dat een bank-gedomineerd systeem (zoals Nederland, maar ook Finland en Zweden) zou kunnen volstaan met een faillissementsprocedure zonder surseance-regeling. Een meer markt gedomineerd systeem zou moeten bestaan uit zowel een faillissements- als een reorganisatieregeling. De reden is dat er in een marktsysteem, gezien de veelheid aan schuldeisers, grote behoefte is aan een coördinatiemechanisme. In een bancaire systeem kan worden vertrouwd op informele reorganisaties gezien de dominante positie van banken. Een surseance-regeling is dan mogelijk niet nodig (zie ook Hoshi, Kashyap en Scharfstein (1996)).

pakken naar gelang het type onderneming waarop de procedures worden toegepast. In onze analyse hebben we alleen gedifferentieerd naar de grootte van ondernemingen. Het is echter goed mogelijk dat idealiter procedures zouden moeten worden gedifferentieerd naar het *type* ondernemingsactiviteit.²⁵ Ook dit zou een rem zetten op de gewenste convergentie.²⁶

4. DE NEDERLANDSE FAILLISEMENTSNETGEVING: OVERZICHT EN EMPIRISCHE INZICHTEN.

In deze paragraaf staat de Nederlandse wetgeving centraal. Allereerst geven wij een kort overzicht van de mogelijkheden die de Nederlandse wetgeving biedt aan bedrijven in financiële moeilijkheden. Vervolgens bespreken wij de beschikbare empirische inzichten en ervaringen over de werking van deze wetgeving.

4.1 De Nederlandse faillissementswetgeving in vogelvlucht

Een onderneming in financiële moeilijkheden heeft in Nederland drie mogelijkheden om tot een oplossing hiervan te komen: een informele reorganisatie, een beroep op de regeling surseance van betaling of het aanvragen van faillissement. Wij lichten deze drie mogelijkheden eerst kort toe.²⁷

4.1.1 Informele reorganisatie

Een onderneming kan proberen om informeel, dus buiten de kaders van de formele faillissementswetgeving om, met haar schuldeisers tot overeenstemming te komen. Veelal geschiedt dit op initiatief van de schuldeiser. Vaak is dit een bank omdat deze vanuit zijn bijzondere positie in een relatief vroeg stadium de financiële problemen van een onderneming zou moeten kunnen onderkennen.²⁸ De oplossing kan liggen in een herstructurering van de activa, een herstructurering van de passiva, of een combinatie van beide. Aangezien de onderhandelingen buiten de faillissementsprocedure om plaatsvinden, is het noodzakelijk dat alle schuldeisers akkoord gaan met de beoogde reorganisatie. Het is dan ook niet verrassend dat dergelijke onderhandelingen ingewikkelder worden naarmate er meerdere schuldeisers zijn. In dat geval is niet alleen de kans op meningsverschillen groter, maar is strategisch gedrag eveneens waarschijnlijker. Een individuele schuldeiser kan bijvoorbeeld door zich hard op te stellen in de onderhandelingen trach-

25 In de corporate finance literatuur bestaat evenzeer ondersteuning voor de wenselijkheid van ondernemings-specifieke procedures. Boot en Macey (2000) laten bijvoorbeeld zien dat asset-specificity (dus de liquiditeit van activa) van groot belang is voor de optimale inrichting van corporate governance systemen. Een vergelijkbaar standpunt is mogelijk voor de inrichting van de faillissementswet.

26 Differentiatie in wet- en regelgeving is echter buitengewoon lastig, zo niet nagenoeg onmogelijk.

27 Zie voor een meer uitgebreide bespreking van de oplossingsmogelijkheden die de Nederlandse faillissementswetgeving ondernemingen biedt Van Buchem-Spapens (1995) en Huls (1999).

28 Onderzoek van Gilson (1996) voor de Amerikaanse markt bevestigt dat informele reorganisaties veelal een centrale rol vereisen van een bank. Er is geen reden om aan te nemen dat dit voor Nederland anders zou liggen.

ten de waarde van haar aanspraak te maximaliseren mogelijk ten koste van het geheel. Dit is een voorbeeld van *free riding* en zorgt ervoor dat een informele reorganisatie alleen kans van slagen heeft indien er een aanzienlijke concentratie is van schuldtitels bij een enkele crediteur. In de Nederlandse praktijk zijn banken veelal deze dominante crediteur. Zij spelen dan ook vaak een centrale rol bij het tijdig onderkennen en oplossen van financiële problemen. Dit vindt veelal plaats buiten de formele procedures. Deze rol van banken is waardevol en maakt haar een belangrijke partij in het debat over de faillissementswetgeving (zie ook Boot (2000)).

4.1.2 *Surseance*

Een tweede mogelijkheid voor een onderneming in financiële moeilijkheden is het aanvragen van surseance van betaling. Onder de bestaande wet kan alleen een debiteur een dergelijk verzoek indienen. De rechtbank zal hierop ingaan indien er uitzicht is op bevrediging van de crediteuren.²⁹ Indien meer dan een kwart van het bedrag van de op de crediteurenvergadering aanwezige concurrente vertegenwoordigde schuldvorderingen of een derde van het aantal concurrente crediteuren zich verzet tegen surseance dan kan de rechter geen surseance uitspreken. Bedrijven belanden dan veelal in faillissement.

In het geval de rechter de surseance verleent, benoemt hij een bewindvoerder. Deze wordt samen met het management verantwoordelijk voor de bedrijfsvoering. Het management houdt daarbij de beschikkingsmacht, maar moet samenwerken met de bewindvoerder. Het doel van de surseance is het management (de debiteur) de gelegenheid te geven om orde op zaken te stellen om daarmee een faillissement te voorkomen. De debiteur kan haar schuldeisers een akkoord aanbieden. Dit kan bestaan uit een voorstel tot uitstel van betalingen gecombineerd met mogelijke kwijtschelding. Een akkoord wordt bereikt indien tweederde van het aantal concurrente crediteuren die samen minstens driekwart van de waarde van de schulden vertegenwoordigen instemmen.³⁰

De zekerheidsgerechtigde crediteuren ook wel genoemd separatisten (met pand- en hypotheekrechten, en/of eigendomsvoorbeholden uit hoofde van bijvoorbeeld leaseovereenkomsten) en de preferente crediteuren (fiscus, bedrijfsvereniging, uvi's) vallen buiten de surseance van betaling regeling. Zij kunnen derhalve hun rechten ook tijdens surseance uitoefenen. Wel bestaat er sinds 1992 een afkoelingsperiode van een maand waarin derden die een recht tot ophefing hebben of een verhaalsrecht op een goed dat in de macht is van de bewindvoerder, dat recht niet kunnen uitoefenen. Deze periode kan met maximaal een maand door de rechter worden verlengd. Nieuwe financiering tijdens de surseance krijgt prioriteit boven bestaande financiering.

Overigens zijn er verschillende veranderingen op komst. Zo is voorgesteld om de afkoelingsperiode zowel in surseance als in faillissement te verlengen. Bovendien is voor-

²⁹ Vroeger gaf de rechtbank hier alleen toestemming voor indien er uitzicht was op het volledig voldoen van alle aanspraken van de schuldeisers. Bevrediging van crediteuren is een minder streng criterium.

³⁰ In de praktijk betekent dit vaak dat er wordt afgeweken van de prioriteit van de schuldeisers; dat wil zeggen, schuldeisers met een lagere prioriteit verkrijgen gedeeltelijk genoegdoening ondanks het feit dat schuldeisers met een hogere prioriteit nog niet volledig zijn voldaan (zie Couwenberg (1997) en CBS (1999)).

gesteld de surseance ook voor preferente crediteuren te laten gelden. In tegenstelling tot de separatisten zouden deze dan hun rechten niet meer mogen uitoefenen tijdens de surseance. Daarnaast zijn de voorstellen gericht op het versoepelen van de stemverhouding om een akkoord te vergemakkelijken.

4.1.3 *Faillissement*

Als laatste mogelijkheid voor een onderneming in financiële moeilijkheden is er het faillissement. Het faillissement kan worden aangevraagd door zowel een van de schuldeisers (zodra een betaling is gemist) als wel door de schuldenaar zelf. Het doel van het faillissement is het gehele vermogen van de schuldenaar te gelde te maken en de opbrengst onder de schuldeisers te verdelen. Het belang van de schuldeisers staat daarbij voorop. Bij het uitspreken van een faillissement benoemt de rechter een curator. Het management verliest daarbij de volledige beschikkingsmacht. Een ander belangrijk verschil met surseance is dat onder faillissement huurcontracten en arbeidsovereenkomsten makkelijker kunnen worden opgezegd bij overdracht van activa.³¹ Hoewel liquidatie voorop staat kan de curator er voor kiezen de onderneming (of delen van de onderneming) voort te zetten als *going concern* indien hiermee een hogere opbrengst kan worden behaald.³² Evenals bij de surseance bestaat er sinds 1992 een afkoelingsperiode van maximaal twee keer een maand waarin derden die een recht tot opeising hebben of een verhaalsrecht op een goed dat in de macht is van de bewindvoerder, dat recht niet kunnen uitoefenen.

4.2 Empirie Nederlandse faillissementsprocedures

In Nederland is weinig empirisch onderzoek verricht naar de faillissementswetgeving. Twee uitzonderingen hierop zijn Knegt (1996) en Couwenberg (1997). Couwenberg (1997) analyseert vier case studies van ondernemingen in financiële problemen die op verschillende manieren tot een oplossing komen. Het onderzoek van Knegt (1996) is gericht op het mogelijk oneigenlijk gebruik van de faillissementswet. Hij onderzocht daartoe de faillissementsverslagen van 286 bedrijven (in bijna alle gevallen BV's) met meer dan 5 werknemers die in de periode van 1 maart 1994 tot 1 juli 1995 failliet waren verklaard. In Paragraaf 4.2.3 gaan wij nader in op deze studies.

Naast deze studies is aanzienlijke informatie beschikbaar uit de faillissementsstatistiek die iedere twee jaar wordt gepubliceerd door het CBS. Verreweg de meeste informatie gaat echter over faillissementen. Veel minder informatie is beschikbaar over de surseance procedure. Vanaf 1999 is het CBS bovendien in het geheel gestopt met het verzamelen van informatie over surseances. In de paragrafen 4.2.1 en 4.2.2. bespreken wij de beschikbare gegevens over surseance, respectievelijk faillissement.

31 Meestal worden de contracten met de werknemers onmiddellijk opgezegd. Daarnaast vervallen in faillissement de contractuele ontslagtermijnen tot het wettelijk minimum. De kosten verbonden aan deze ontslagtermijn worden in eerste instantie gedekt door de Bedrijfsvereniging (nu LISV). Deze krijgt vervolgens een regresrecht op de boedel (deels preferent voor het deel van de verschuldigde lonen dat wordt uitbetaald na de datum van het faillissement).

32 Verkoop van (delen van) de onderneming in faillissement komt in de Nederlandse praktijk regelmatig voor (Knegt (1996)).

Over informele reorganisaties is nagenoeg niets vastgelegd. Dit is opmerkelijk gezien het vermeende grote belang hiervan. In Nederland, maar ook in andere Europese landen spelen banken een belangrijke rol, en is het aantal crediteuren per onderneming beperkt. Dit zorgt voor relatief beperkte coördinatieproblemen wat een groot belang van informele reorganisaties helpt verklaren. Uit informele bronnen (met name directe contacten met banken) wordt inderdaad het grote belang van informele reorganisaties bevestigd. Gezien het ontbreken van specifieke informatie kan hieraan weinig worden toegevoegd. We bespreken allereerst de beschikbare data over surseance.

4.2.1 De regeling surseance van betaling

In 1999 is het CBS in haar faillissementsstatistiek gestopt met het verzamelen van informatie over de surseance van betalingsregeling. De meest recente informatie heeft derhalve betrekking op 1997.

In Tabel 2 zijn enige algemene data opgenomen over de frequentie van surseances.

	1990	1996	1997
In behandeling zijnde verzoeken (per 1 januari)	60	113	126
Nieuwe verzoeken tot surseance	456	451	432
Ingetrokken verzoeken	245	306	289
- waarvan gelijktijdig failliet	(239)	(299)	(271)
Niet in behandeling genomen i.v.m. aanbieding akkoord	34	20	26
Definitief verleende surseances	147	110	120

Bron: CBS, 1999, Staat 37.

In het laatste jaar waarover gegevens bekend zijn (1997) bedroeg het aantal verleende surseances 120 terwijl er ruim 400 nieuwe verzoeken tot surseance waren. Wat opvalt is dat ongeveer twee derde van de surseance aanvragen wordt ingetrokken en veelal onmiddellijk wordt omgezet in faillissement (het intrekken gebeurt nadat de rechtbank de gevraagde surseance voorlopig heeft verleend).

Er zijn verschillende type gegevens beschikbaar die relevant kunnen zijn voor de evaluatie van de surseance procedure. Dit betreft de behandelingsduur van surseances, en informatie over het type bedrijven dat in surseance terechtkomt.

Voor wat betreft de behandelingsduur kunnen twee soorten informatie uit de CBS statistieken worden gedestilleerd: enerzijds de behandelingsduur van alle beëindigde en ingetrokken surseances die in faillissement zijn geëindigd (zie Tabel 3A), en anderzijds de beëindigingsduur van definitief verleende surseances (zie Tabel 3B).

³³ Ongeveer tien procent van de surseances betreffen natuurlijke personen, de overige negentig procent zijn bedrijven en instellingen.

Tabel 3: Behandelingsduur van surseances

3A: Behandelingsduur beëindigde en ingetrokken surseances, alle met gelijktijdige faillietverklaring (1997)

Aantal (totaal 326)

tot 3 maanden	257
3 tot 6	25
6 tot 12	23
12 tot 18	11
meer dan 18	10

Bron: CBS, 1999, Staat 45

3B: Behandelingsduur van definitief verleende surseances naar wijze van beëindiging (1997)

	Met faillietverklaring	Akkoord	Niet verlenging
tot 12 maanden	29	14	5
12 maanden of langer	21	35	17

Bron: CBS, 1999, Staat 44

Wat opvalt uit Tabel 3A is dat verzoeken tot surseance die in faillissement eindigen (bijna allemaal ingetrokken verzoeken, zie Tabel 2) in tachtig procent van de gevallen niet langer duren dan drie maanden. De resolutie van definitief verleende surseances (zie Tabel 3B) duurt veelal langer: in de meerderheid van de gevallen meer dan één jaar.

Voor wat betreft het type bedrijven dat in surseance terechtkomt zijn onder meer gegevens over de omvang (in personeelsgrootte) bekend. In Tabel 4 zijn deze data weergegeven.

Tabel 4: Omvang (in personeelsgrootte) van ondernemingen met verzoek om surseance (1997)

Aantal (totaal 389)	
0 werknemers	66
1 tot 10	149
10 tot 50	72
50 tot 100	17
100 en meer	14
onbekend	71

Bron: CBS, 1999, Staat 41

Aan de gegevens in Tabel 4 valt toe te voegen informatie over de ondernemingsvorm. Van de 389 bedrijven in surseance zijn er 100 éénmanszaken en 231 besloten vennootschappen. Het CBS rapporteert geen informatie over grootte voor de groep ondernemingen waaraan definitief surseance is verleend. Aan te nemen valt dat deze ondernemingen in het algemeen aanzienlijk groter zijn dan de gemiddelde grootte van de in Tabel 4 gerapporteerde totale populatie.

Naast de omvang en juridische vorm van de ondernemingen is er ook informatie beschikbaar over het *type bedrijfsactiviteit*. Op dit punt is er sprake van een normale spreiding over de verschillende te onderscheiden bedrijfsactiviteiten. Andere informatie betreft de *bestaansduur* van ondernemingen in surseance. In Tabel 5 is hierover enige informatie weergegeven.

Tabel 5: Bestaansduur van ondernemingen met verzoek om surseance (1997)

Aantal (totaal 389)	
tot 2 jaar	38
2 tot 4	47
4 tot 6	42
6 tot 8	33
8 tot 10	24
10 tot 15	38
15 of meer	79
onbekend	88

Bron: CBS, 1999, Staat 42

Uit Tabel 5 blijkt een grote spreiding in bestaansduur van ondernemingen waarvoor een verzoek tot surseance is ingediend. Ongeveer 25 procent van de ondernemingen bestaat minder dan 4 jaar. Dit lijkt relatief bescheiden met name in vergelijking tot algemene inzichten die wijzen op hoge faalkansen voor nieuwe ondernemingen.

Bovenstaande gegevens bieden enig inzicht in de werking van de surseance-procedure en in het type onderneming dat met surseance wordt geconfronteerd. Wij zullen nu vergelijkbare, doch iets uitgebreidere data presenteren voor ondernemingen die in de faillissementsprocedure geraken.

4.2.2 De regeling faillissement

De CBS faillissementsstatistiek geeft aanzienlijke informatie over de regeling faillissement. De meest recente informatie heeft betrekking op 1998. In Tabel 6 is enige algemene informatie opgenomen over de frequentie van faillissementen.

	1990	1996	1997	1998
Uitgesproken faillissementen	3519	5577	5547	5031
- waarvan vernietigd	(176)	(189)	(149)	(196)
Onderverdeling naar rechtsvorm				
- natuurlijke personen	553	1041	1131	1011
- bedrijven en instellingen	2961	4534	4409	4015
waarvan:				
- éénmanszaak	(1434)	(1899)	(1728)	(1546)
- naamloze vennootschappen	(9)	(11)	(7)	(6)
- besloten vennootschappen	(1304)	(2144)	(2200)	(2016)
- vennootschap onder firma	(77)	(226)	(251)	(212)

Bron: CBS, 1999, Staat 5

Uit Tabel 6 blijkt dat in 1998 over 4015 ondernemingen het faillissement is uitgesproken. Het (niet vermelde) aantal aanvragen voor faillissement is ongeveer twee keer zo hoog (zie CBS (1999)). Dit is echter niet buitengewoon relevant omdat een faillissementsaanvraag vaak als incassomaatregel wordt gebruikt.

Evenals in het geval van de surseance-procedure is enige informatie beschikbaar over de behandelingsduur van faillissementsaanvragen, en informatie over het type bedrijven dat in faillissement geraakt. De beschikbare informatie over de behandelingsduur van beëindigde faillissementen kan uitgesplitst worden naar enerzijds het type rechtsvorm en anderzijds de wijze van beëindiging. Deze informatie is opgenomen in Tabel 7.

Tabel 7: Behandelingsduur van beëindigde faillissementen

7A: Behandelingsduur beëindigde faillissementen naar rechtsvorm (1998)

	Natuurlijke personen		Ondernemingen		overig	Totaal
	éénmanszaken		BV	vof		
tot 3 maanden	15	22	11	1	-	49
3 tot 6	67	111	60	7	20	265
6 tot 12	228	336	263	34	53	914
12 tot 18	194	309	324	46	40	913
18 tot 24	103	201	257	28	40	629
24 tot 36	143	275	373	42	29	862
36 tot 60	128	222	460	42	28	880
meer dan 60	39	84	356	16	22	517
Totaal	917	1560	2104	216	232	5029

Bron: CBS, 1999, Staat 19

7B: Behandelingsduur naar wijze van beëindiging (1998)

	Akkoord	Insolventie (boedelvereffening)	Opheffing ³⁴
tot 12 maanden	28	16	1184
12 tot 24	52	47	1443
24 tot 36	81	51	730
36 tot 60	82	71	727
meer dan 60	22	62	433

Bron: CBS, 1999, Staat 20

De conclusie die uit Tabel 7 kan worden getrokken is dat de faillissementsprocedure in het algemeen een lange behandelingsduur heeft. Uit Tabel 7B blijkt dat met uitzondering van opheffingen (dus gevallen waarbij de baten tekort schieten voor de aanspraak van belastingdienst en bedrijfsvereniging) de procedure nagenoeg altijd langer duurt dan één jaar. In 45 procent van de gevallen laat een akkoord of boedelvereffening zelfs langer dan drie jaar op zich wachten. Voor wat betreft het type bedrijven die in faillissement geraken, zijn onder meer gegevens bekend over de omvang (personeelsgrootte). In Tabel 8 zijn deze data weergegeven.

³⁴ Van opheffing is sprake indien de rekenen tekort schieten voor het voldoen van de vorderingen van belastingdienst en bedrijfsvereniging.

Tabel 8: Omvang (in personeelsgrootte) van ondernemingen waarover faillissement is uitgesproken (1998)

Aantal (totaal 4015)	
0 werknemers	961
1 tot 10	1855
10 tot 50	449
50 tot 100	24
100 en meer	20
onbekend	706

Bron: CBS, 1999, Staat 9

Een vergelijking tussen Tabel 4 en Tabel 8 leert dat de omvang van ondernemingen in faillissement vergelijkbaar is met die van ondernemingen waarvoor surseance is aangevraagd.

Uit de eerdere Tabel 7A valt ook relevante informatie te destilleren over de juridische vorm van ondernemingen in faillissement. De dominantie van eenmanszaken en BV's valt op. Ook hier waren de bevindingen in het geval van surseance overeenkomstig (zie de tekst die volgt op Tabel 4).

Naast omvang en juridische vorm is er ook informatie beschikbaar over de bestaansduur van ondernemingen waarover faillissement wordt uitgesproken. Deze informatie is opgenomen in Tabel 9.

Tabel 9: Bestaansduur van ondernemingen waarover faillissement is uitgesproken (1998)

Aantal (totaal 4015)	
tot 2 jaar	604
2 tot 4	737
4 tot 6	492
6 tot 8	327
8 tot 10	241
10 tot 15	341
15 of meer	552
onbekend	721

Bron: CBS, 1999, Staat 11

Uit een vergelijking tussen Tabel 5 en Tabel 9 valt op te maken dat ook hier geldt dat de bestaansduur, en met name de spreiding ervan, voor ondernemingen in surseance

vergeleken met die in faillissement grotendeels overeenkomstig is. Dus ook in het geval van faillissement is er sprake van een relatief grote spreiding in bestaansduur van ondernemingen.

Naast de tot nu toe besproken gegevens die grotendeels parallel lopen met hetgeen gepresenteerd is in het geval van de surseance-regeling, is er informatie bekend over de financiële afwikkeling van faillissementen. In Tabel 10 is deze informatie weergegeven voor éénmanszaken en vennootschappen.

	Eenmanszaken		Vennootschappen	
	1996	1998	1996	1998
Beëindigde faillissementen (aantal)	1765	1478	2503	2455
Gerealiseerde activa (in mln gulden)	100	67	494	517
- waarvan afgedragen aan bank of andere rechtshebbende krachtens zekerheidsoverdracht	(56)	(24)	(259)	(181)
Saldo activa (in mln gulden)	44	43	235	336
Totaal schulden (in mln gulden)	577	499	2361	2724
- waarvan aan:				
- boedelkosten	(37)	(35)	(182)	(198)
- fiscus, bedrijfsvereniging, uvi	(192)	(169)	(715)	(530)
- overige preferente en concurrente schuldeisers	(348)	(295)	(1464)	(1996)
Percentage van de schuld die de schuldeisers terugzien:				
- boedel	76%	74%	80%	79%
- fiscus en bedrijfsvereniging	6%	7%	8%	12%
- overige preferente en concurrente schuldeisers	1%	2%	2%	6%
Totaal uitbetaalde schuld / totale schuld	8%	9%	10%	12%
Gemiddeld onbetaald gebleven schuld (x1.000 gld.)	303	309	849	973
- waarvan aan fiscus en bedrijfsvereniging	(103)	(107)	(262)	(191)

Bron: CBS, 1999, Staat 25

Uit Tabel 10 valt op dat na het voldoen van de verplichtingen aan de separatisten (de financiers met zekerheidsrecht op activa) slechts weinig middelen overblijven om aan de verplichtingen van de andere schuldeisers te voldoen. Ongeveer 90 procent van de schuld (exclusief die van de separatisten) blijft onbetaald. Met andere woorden, de *recovery rates* (uitbetaling aan schuldeisers als percentage van de schuld) zijn bijzonder laag.³⁵

4.2.3 Inzichten van Knegt en Couwenberg

Aan het eerder genoemde onderzoek van Knegt (1996) kan een aantal aanvullende inzichten worden ontleend over de werking van de faillissementsprocedure. Van de door hem onderzochte 286 ondernemingen die in de periode maart 1994 – juli 1995 in faillissement geraakten werd in 63 procent van de gevallen (een deel van) de betrokken onderneming verkocht. In 4 procent van de gevallen werd alleen de inventaris verkocht en voor 33 procent van de onderzochte ondernemingen is niet bekend of er überhaupt enige verkoop plaatsvond. In vrijwel alle gevallen werd het voltallige personeel bijna onmiddellijk ontslagen. Als sprake was van verkoop van de onderneming in faillissement nam de kopende partij in veel gevallen een aanzienlijk deel van het personeel weer opnieuw in dienst. Het blijkt dat deze plannen tot het doorstarten van de onderneming veelal al bestonden bij het uitspreken van het faillissement. Bovendien bleek dat in 55 procent van de gevallen de kopende partij op de een of andere manier in relatie stond met het management of de eigenaren van de gefailleerde onderneming.

Het onderzoek van Knegt (1996) toont dus aan dat een groot deel van de ondernemingen via het faillissement doorstart. Ook blijkt uit zijn onderzoek dat het (gedeeltelijk) ontslag van het aanwezige personeel een belangrijke overweging is voor de keuze van de faillissementsprocedure.

De studie van Couwenberg (1997) is voornamelijk exploratief. Hij analyseert vier case-studies van ondernemingen in financiële moeilijkheden. Van de vier case-studies gaan twee bedrijven door de faillissementsprocedure, één bedrijf reorganiseert buiten de formele kaders van de faillissementswet (een informele reorganisatie) en één bedrijf reorganiseert via de surseance van betaling regeling. Hij beschrijft voor ieder geval de achtergronden en de oorzaken van de financiële problemen. Vervolgens beschrijft hij de posities van de verschillende betrokken partijen en de mogelijkheden die er voor de ondernemingen zijn om de problemen op te lossen. Tenslotte beschrijft hij de door de onderneming gekozen oplossing met een analyse van de financiële consequenties voor de verschillende partijen.

Een eerste algemene karakteristiek van de case-studies is dat de economische activiteiten in alle gevallen (in afgeslankte) vorm wordt gecontinueerd via verkoop van activa.³⁵ In drie van de vier gevallen wordt het oude management opnieuw aangesteld. In alle vier de gevallen is er sprake van een *relatief* goed financieel perspectief. De *recovery rates* voor de vier case-studies liggen dan ook over het algemeen hoger dan gemiddeld (zoals bijvoorbeeld door het CBS wordt gevonden, zie Tabel 10). Uiteindelijk wordt – afhankelijk van de case – 12 tot 90 procent van de werknemers niet terug in dienst genomen en dus definitief ontslagen.

De case-studies geven een goed inzicht in het proces van herstructurering onder dreiging van een faillissement. Een beperkt aantal partijen blijkt in de case-studies daadwer-

35 De totale *recovery rates* inclusief de opbrengsten voor de separatisten worden door de CBS statistieken onderschat omdat de hypotheekhouder en pandhouder executeren buiten de boedel om. De afdrachten aan de zekerheids-gerechtigde crediteuren, zoals opgenomen in Tabel 10, is dus slechts een deel van wat separatisten ontvangen (zie ook Couwenberg (1997).

36 Dit kan mogelijk zijn veroorzaakt door de wijze waarop de case-studies zijn gekozen. Er werd namelijk gebruik gemaakt van gegevens via een consultancy-bureau (bij een doorstart ligt er mogelijk een grotere noodzaak voor consultancy-diensten).

kelijk te onderhandelen. De bank speelt in deze onderhandelingen steeds een belangrijke rol, zelfs in die gevallen waar zij een beperkte aanspraak op de onderneming heeft. Slechts in één van de vier case-studies werd afgeweken van de prioriteitsrangorde (APR) van de crediteuren; namelijk in de case waar de onderneming in surseance reorganiseerde ontvingen de overige en achtergestelde crediteuren respectievelijk 15 en 10 procent van hun vorderingen terwijl crediteuren met een hogere prioriteit nog niet volledig waren voldaan.

In geen van de vier case-studies ontstaat een run op de activa als gevolg van een mogelijk belangenconflict tussen de crediteuren. De belastingdienst als belangrijkste preferente crediteur stelt zich in de vier case-studies over het algemeen coöperatief op. Het hold-out probleem doet zich wel voor, namelijk in een case-studie waar getracht werd een informele reorganisatie te realiseren lag een partij dwars zodat geen onderling akkoord kon worden afgesloten.

Couwenberg constateert dat voor wat betreft de keuze van de afwikkeling van de financiële problemen de aansprakelijkheid van de eigenaar een belangrijke rol heeft gespeeld. Met name in de twee gevallen waarbij de eigenaar geen beperkte aansprakelijkheid had maar wel onmisbaar was voor het voortzetten van de activiteiten, was de faillissementsprocedure geen optie. In dat geval namelijk zou de eigenaar eveneens failliet worden verklaard waardoor er voor hem geen prikkel is om mee te werken aan het faillissement. Hierdoor zou de voortzetting van (delen van) het bedrijf in gevaar komen.

Het probleem van aansprakelijkheid sluit aan op de in de Inleiding genoemde Wet schuldsanering voor natuurlijke personen. Hiermee kan een faillissement worden ontlopen. Echter de werking van deze regeling in de praktijk (uitvoering via gemeentelijke kredietbanken) is niet gericht op het efficiënt oplossen van financiële problemen die voortkomen uit een bedrijfsmatige activiteit. In dat geval dreigt waardevernietiging en wordt mogelijk ten onrechte een doorstart van die activiteit belemmerd. Het lijkt dan ook van belang om te bekijken of er een beperking van aansprakelijkheid van natuurlijke personen mogelijk is binnen een faillissementsprocedure. Hierdoor zou minder snel worden teruggevallen op de Wet schuldsanering.

4.3 Conclusies

De algemene conclusie is dat faillissement- en surseance-procedures lang duren, en dat de resultaten ervan teleurstellend lijken. Uit de statistische informatie blijkt dat een akkoord slechts zelden tot de mogelijkheden behoort, en dat de *recovery rates* bijzonder laag zijn. Ook vanuit een internationaal vergelijkend perspectief zijn de *recovery rates* in Nederland laag. Uit verschillende studies zijn cijfers voor het buitenland bekend.³⁷ De vergelijkbaarheid is echter beperkt.³⁸ Een ander belangrijk feit is dat onderzoek van Knecht en anderen erop wijst dat veel ondernemingen als geheel of in delen vanuit een faillissement weten door te starten, veelal door verkoop aan partijen die een band hadden met de oorspronkelijke eigenaren.

De lage *recovery rates* gecombineerd met het grote aantal ondernemingen dat doorstart roept de vraag op of de verkoop van de activa, of delen van de onderneming, tegen de juiste prijs heeft plaatsgevonden. De informatie die wij rapporteren laat de conclusie toe dat er voor de crediteuren onvoldoende revenuen worden gerealiseerd, waarschijnlijk omdat geen adequate prijs wordt betaald voor de activa van de onderneming. Deze conclusie wijst op een mogelijke inefficiëntie in de faillissementsprocedures; activa van gefailleerde ondernemingen kunnen te goedkoop worden verkregen.

Een mogelijke verklaring hiervoor is dat door een (te) sterke positie van verzekerde en preferente crediteuren niet gestreefd wordt naar maximalisatie van de opbrengsten voor het geheel van crediteuren, maar dat louter voldoening van de verzekerde en preferente crediteuren centraal staat. Dit kan het opbrengst-potentieel aantasten.³⁹ Sommige van de Fase 1 voorstellen kunnen worden geïnterpreteerd als mogelijke (deel-)oplossingen voor dit probleem. Bijvoorbeeld de voorgestelde langere afkoelingsperiodes zouden het mogelijk kunnen maken om tot een meer afgewogen opbrengst-maximalisatie te komen.

Ook zijn er meer directe maatregelen denkbaar om het opbrengst-potentieel te verbeteren. Een mogelijke oplossing hiervoor is het systeem dat in Zweden wordt gebruikt: spoedig na toetreding tot de formele procedure treedt een veilingmechanisme in werking. Andere alternatieven kunnen worden gezocht in bijvoorbeeld debt/equity swaps waarbij de bestaande crediteuren hun aanspraken kunnen omzetten in aandelen om zodoende beter te profiteren van de nog aanwezige waarde.⁴⁰ Tegelijkertijd kunnen hiermee mogelijke conflicten tussen de crediteuren worden omzeild.

Toch achten wij het buitengewoon onwaarschijnlijk dat de gehele verklaring voor de lage *recovery rates* ligt bij de gebrekkige realisatie van revenuen bij verkoop van activa. Een complementaire, en waarschijnlijk primaire verklaring is dat in een te laat stadium wordt geopteerd voor de surseance- en faillissementsprocedure. Hierdoor is de gemiddelde financiële toestand van een onderneming in surseance of faillissement dienovereenkomstig slechter. Hieraan liggen ongetwijfeld verschillende oorzaken ten grondslag. Deze zullen in de komende paragrafen nader worden onderzocht. Het eerder genoemde gebrekkige opbrengst-potentieel van de formele procedure werkt uiteraard ook ont-

37 Zie voor Finland Ravid and Sundgren (1998). Zij rapporteren een *recovery rate* van 35%. Thornburn (1999) rapporteert voor Zweden hetzelfde percentage. Voor de VS rapporteren Franks and Torous (1994), White (1984) en Weiss (1990) 34-53% voor Chapter 11. Door White (1984) wordt voor Chapter 7 voor de non-secured creditors een *recovery rate* van 4% gevonden.

De *recovery rate* voor Chapter 7 in de VS is dus eveneens bijzonder laag. Het is belangrijk om op te merken dat dit cijfer alleen kleine ondernemingen betreft. Overigens bestaat er voor deze ondernemingen ook een "speciaal" (vereenvoudigd) Chapter 11. Het lage *recovery* percentage zegt niet zoveel omdat van deze kleine ondernemingen bijna alle schulden "secured" zijn en niet meetellen in de *recovery rate*. White (1996) merkt in dit verband op dat ondernemingen die niet voor Chapter 11 kiezen alleen door kunnen gaan door steeds meer activa als zekerheid over te dragen aan de crediteuren, hetgeen verklaart waarom zodra alsnog faillissement optreedt (Chapter 7) er weinig overblijft voor non-secured crediteuren. Dit is waarschijnlijk ook relevant voor de Nederlandse situatie.

38 De gepresenteerde cijfers dienen met enige voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd. Ten eerste zijn de perioden waarover de onderzoeken betrekking hebben veelal niet gelijk. Dit kan leiden tot vertekeningen, bijvoorbeeld het aantal faillissementen in een bepaald jaar is mede afhankelijk van de conjunctuur. Ten tweede is de industriële structuur in verschillende landen niet gelijk. Wellicht dat het ene land bedrijven kent met een hoger risicoprofiel, kleinere omvang of juist met minder vaste activa. Ten slotte zijn de statistieken slechts beperkt vergelijkbaar door afwijkende conventies.

39 Tevens is er hierdoor minder gelegenheid om tot een akkoord te komen.

40 Een ander alternatief betreft het in Paragraaf 2.3 besproken mechanisme van Agihon, Hart en Moore (1992).

moedigend. De betrokken partijen hebben dan weinig belang bij het tijdig betreden van de procedure.

Het voorgaande verklaart ook mede waarom van de surseance-procedure maar zelden echt gebruik wordt gemaakt. Uit Tabel 2 en 3 blijkt dat er jaarlijks maar ongeveer 130 verzoeken tot surseance zijn die niet meteen worden ingetrokken. Dit aantal is 2,5 procent van het aantal uitgesproken faillissementen (zie Tabel 6).⁴¹

5. NADERE EVALUATIE VAN DE NEDERLANDSE FAILLISSEMENTS- WETGEVING

De voorgaande paragrafen bieden enig houvast voor de gewenste inrichting van de faillissementswetgeving. Een conclusie die met name uit de buitenlandse ervaringen volgt (zie Paragraaf 3) is dat het type wetgeving – *creditor-oriented* (hard) versus *debtor-oriented* (zacht) – secundair is aan de wijze waarop men met de wetgeving *omgaat*. De uitwerking en operationalisering van de wetgeving speelt dus een belangrijke rol. Met name wijzen de internationale ervaringen op de noodzaak van snelheid, tijdigheid, eenduidigheid en doelgerichtheid. Alertheid en urgentie zijn van groot belang voor het effectief oplossen van financiële moeilijkheden.

Op basis van empirische gegevens over Nederland (zie Paragraaf 4) concluderen wij dat faillissements- en surseanceprocedures lang duren, dat ondernemingen laat in een formele procedure terechtkomen en dat (mede daardoor) de *recovery rates* bijzonder laag zijn. Conform de inzichten in Paragraaf 2 (zie met name Tabel 1) nodigt de late toetreding tot formele procedures ook uit tot investeringsinefficiënties.

Een opmerkelijk feit is dat veel ondernemingen een doorstart realiseren (bijna altijd via faillissement). Schijnbaar is er dus wel toekomstpotentieel, maar de bestaande crediteuren – zie de lage *recovery rates* – komt dit niet toe. Dit laatste roept de vraag op of de (resterende) activa van de onderneming tegen de juiste prijs worden verkocht? Onze inschatting is dat dit onvoldoende het geval is (zie Paragraaf 4.3).

De conclusie die wij trekken uit het voorgaande is dat de efficiëntie en effectiviteit van de surseance- en faillissementsprocedures kan worden verhoogd. Zodra hiervan sprake is mag worden gehoopt op een eerdere toetreding van ondernemingen tot de formele procedures. Bij de concrete uitwerking hiervan (zie later in deze paragraaf) zal met name worden ingespeeld op de belangentegenstellingen die er tussen de crediteuren bestaan. Deze belangentegenstellingen richten zich in het bijzonder op de *verdeling* van de beschikbare middelen (wie krijgt wat?). Idealiter zou in een surseance- en faillissementsprocedure allereerst maximalisatie van het totaal van de ondernemingswaarde centraal moeten staan, en pas *daarna* zou de verdeling ervan aan bod moeten komen. In de praktijk is dit moeilijk, en dit verklaart ook waarom de efficiëntie en effectiviteit van de surseance- en faillissementsprocedures ter discussie staan. In Tabel 11 is het voorgaande samengevat.

41 Een andere verklaring is de doorstartmogelijkheid met ontbinding van contracten die de faillissementsprocedure biedt in tegenstelling tot de surseance-regeling.

Tabel 11: Inefficiënties van de Nederlandse surseance- en faillissementsprocedures

Probleem	Oorzaak	Effect
- laat betreden van de formele procedure	- inefficiëntie van de procedures, stigmatisering, etc.	- (theorie) inefficiënt investeringsgedrag - (empirie) lage <i>recovery rates</i>
- lange procedures	- inefficiëntie van de procedures. Mogelijke verklaringen (zie buitenlandse ervaringen): - geen eenduidige doelstelling - conflict tussen crediteuren - onvoldoende urgentie	- (empirie) lage <i>recovery rates</i> - (empirie) laat betreden van formele procedures
- lage <i>recovery rates</i>	- inefficiëntie van de procedures; onvoldoende prikkel tot waarde-maximalisatie. Mogelijke verklaringen (zie buitenlandse ervaringen): - geen eenduidige doelstelling - conflict tussen crediteuren - onvoldoende urgentie	- (empirie) laat betreden van de formele procedures

De drie genoemde problemen in Tabel 11 zijn te zien als de primaire problemen waarop de hervormingen van de Nederlandse faillissementswet zouden moeten inspelen. Hoewel in Tabel 11 onder het hoofdje ‘Oorzaak’ al enige aanknopingspunten voor mogelijke oplossingen zijn gegeven, is het zinvol om allereerst een overzicht te geven van de verschillende kritiekpunten die in verschillende bestaande studies over de Nederlandse faillissementswetgeving zijn aangedragen. Dit maakt het mogelijk om in een wat groter detail op de faillissementswetgeving in te gaan. In Paragraaf 5.1 bespreken wij deze kritiekpunten en zullen wij bekijken hoe deze aansluiten bij de inefficiënties die in Tabel 11 zijn samengevat.

Mogelijke oplossingen voor de geconstateerde inefficiënties worden besproken in Paragraaf 5.2. Hierbij zal zwaar worden gesteund op de inzichten uit de theorie (Paragraaf 2), en de ervaringen uit buitenland en binnenland (Paragraaf 3 en 4). Vervolgens wordt in Paragraaf 5.3 aansluiting gezocht bij de hervormingsvoorstellen die momenteel in Den Haag worden onderzocht; deze betreffen zowel de zogenaamde Fase 1, waarvoor al wetaanpassingen in voorbereiding zijn, als de recent opgestarte Fase 2.

5.1 Inventarisatie van kritiekpunten op de Nederlandse faillissementswetgeving

In Tabel 12 worden de meest veelvuldig naar voren gebrachte kritiekpunten op de Nederlandse faillissementswetgeving geïnterpreteerd. Deze betreffen achtereenvolgens *i.* de faillissementswetgeving als geheel (surseance- en faillissementsprocedure), *ii.* de

Tabel 12: Inventarisatie van kritiekpunten inzake de Nederlandse faillissementswetgeving.

Kritiekpunten	Studies
<i>Over de totale faillissementswetgeving</i>	
- Harde wetgeving heeft negatieve invloed op aantal startende ondernemingen in Nederland	Ministerie van Economische Zaken (1999), Huls (1999), ING (1998)
- Faillissementswetgeving heeft een te beperkt en onvoldoende duidelijk doel	Vriesendorp (1997), Joosen (1998), Verstijlen (1999), Huls (1999)
- Nederlandse faillissementswetgeving biedt mogelijkheid tot opportunistisch gedrag ten nadele van werknemers	Knegt (1996), Couwenberg (1997, 1999)
- Zekerheidsgerechtigde crediteuren worden overbedeeld	Huls (1999), Verstijlen (1999)
- Huidige wetgeving maakt geen onderscheid naar type debiteur	Vriesendorp (1996)
- Reorganisatie wordt te laat in gang gezet	Vriesendorp (1996)
- Efficiëntie van de curator/bewindvoerder, en toezicht van rechter-commissaris twijfelachtig	Joosen (1998), Verstijlen (1999)
<i>Over de regeling surseance van betaling</i>	
- Van de regeling surseance wordt te weinig gebruik gemaakt	Commissie Mijnsen (1989), Huls (1999)
- Surseance is teveel voorportaal van faillissement	Commissie Mijnsen (1989)
- Mogelijkheden tot reorganisatie in surseance zijn te beperkt	Commissie Mijnsen (1989), Huls (1999)
- Doelstelling en criterium voor surseance zijn onvoldoende duidelijk	Commissie Mijnsen (1989), Huls (1999), Couwenberg (1997)
<i>Over de regeling faillissement</i>	
- Mogelijkheden tot doorstart zijn te beperkt	Verstijlen (1999)
- Positie preferente crediteuren (met name "bodembeslag") onvoldoende duidelijk.	Van der Aa (1995), Huls (1999), Couwenberg (1997, 1999)

regeling surseance in het bijzonder, en *iii.* de regeling faillissement. In de komende subparagrafen gaan wij nader in op de kritiekpunten.

5.1.1 Kritiekpunten inzake het geheel van de Nederlandse faillissementswetgeving

Een eerste kritiekpunt is dat de harde Nederlandse wetgeving een ontmoedigend effect heeft op (her)startende ondernemers, en daarmee het aantal nieuwe ondernemingen negatief beïnvloedt. Dit sluit direct aan op de theoretische inzichten zoals samengevat in Tabel 1. Het meest recent is dit verwoord in het rapport “De ondernemende samenleving” van het Ministerie van Economische Zaken (1999). Hoewel in dat rapport vooral een pleidooi wordt gehouden voor het verbeteren van het reorganiserend vermogen van de surseance regeling via verzachting van de wetgeving en “destigmatisering”, is de kernvraag breder; namelijk, hoe kan de efficiëntie en effectiviteit van de faillissementswetgeving worden vergroot? Zoals uit de vorige paragrafen is gebleken is het type wetgeving secundair aan hoe men met de wetgeving omgaat.

Een tweede kritiekpunt is dat de faillissementswetgeving een te beperkte en onvolgende duidelijke doelstelling heeft. Gesuggereerd wordt om niet alleen de belangen van de schuldeisers maar ook die van de werknemers in de doelstelling van de faillissementswetgeving te verankeren. Dit kritiekpunt is gedeeltelijk inconsistent met de lessen die wij hebben getrokken uit de theorie en binnenlandse en buitenlandse ervaringen. Een *duidelijke* doelstelling is inderdaad nodig, maar juist ook een *eenduidige*. Dus een bredere doelstelling is niet gewenst (zie bijvoorbeeld de ervaringen in Frankrijk, Paragraaf 3.2.1). Conform de inzichten zoals samengevat in Paragraaf 2.6 moet de doelstelling voor faillissements- en surseance-procedures zijn waarde-maximalisatie van de (resten van de) onderneming. Het is belangrijk om op te merken dat met de doelstelling van waarde-maximalisatie een brug wordt geslagen tussen de door juristen aangevoerde keuze tussen het “traditionele” belang van schuldeisers en de meer “algemene maatschappelijke belangen als dat van behoud van ondernemingen en werkgelegenheid” (zie Verstijlen (2000)). De juridische discussie is hier duidelijk ontspoord. Waarde-maximalisatie is hetgeen wat de totale “koek” maximaliseert en zou dus de doelstelling moeten zijn van de faillissements- en surseance-procedures. Hiermee is eenduidigheid te bereiken en is tevens een maximaal opbrengst-potentieel voor de crediteuren gegarandeerd.

Een derde kritiekpunt is dat de Nederlandse faillissementswetgeving oneervol wordt gebruikt om personeel te kunnen ontslaan.⁴² De surseanceprocedure kent deze mogelijkheid niet. Dit heeft waarschijnlijk tot gevolg dat veel bedrijven doorstarten vanuit faillissement in plaats van vanuit de surseance regeling. De surseance procedure wordt daarbij mogelijk alleen gebruikt om een reorganisatie voor te bereiden die vervolgens via een faillissement wordt geëffectueerd. Het eerder aangehaalde onderzoek van Knecht (1996), zie Paragraaf 4.2.3, bevestigt dit. Door deze “ongelijkheid” tussen surseance- en faillissementsregeling is het moeilijk om surseance als een op zichzelf staande procedure te laten functioneren. Hiermee wordt het reorganiserend vermogen van de surseance-procedure aangetast, en zijn

⁴² Merk op dat het begrip “oneervol” misschien een te sterke term is. Voorzover het duidt op het ontwijken van de ontslagbescherming is het bestaande arbeidsrecht misschien te rigide. Maar zelfs als dit zo zou zijn dan nog is een correctie via een extra beroep op het faillissementskanaal niet de juiste weg.

ook aspecten zoals stigmatisering niet goed aan te pakken (zie ook Couwenberg (1997, 1999)).

Een vierde kritiekpunt betreft de positie van de zekerheidsgerechtigde crediteuren (separatisten). Deze is naar de mening van velen te gunstig. Zoals onder andere blijkt uit Paragraaf 4.2.2 (zie Tabel 10) halen zekerheidsgerechtigde crediteuren bijna altijd hun volledige schuld terug. Velen bekritisieren dit vanuit een soort rechtvaardigheidsgevoel.⁴³ Dit is echter betwistbaar. Wel is het zo dat de rechten van deze groep crediteuren in Nederland in vergelijking met de meeste andere landen relatief gunstig zijn (Huls (1999)). Zoals in Paragraaf 4.3 is opgemerkt kan deze gunstige positie van de zekerheidsgerechtigde crediteuren op gespannen voet staan met de gewenste waarde-maximalisatie.

Het vijfde kritiekpunt is dat de Nederlandse wetgeving geen onderscheid maakt naar het soort debiteur. Zo is er in de faillissementswet geen onderscheid tussen natuurlijke personen en rechtspersonen die een onderneming voeren. Dit kan voor crediteuren tot rechtsonzekerheid leiden over de te verwachten procedures (Sevenheck (1999)). Een natuurlijke persoon die een ondernemingsactiviteit voert en insolvent raakt heeft namelijk de keuze uit twee totaal verschillende regelingen; hij kan kiezen voor de Wet schuldsanering natuurlijke personen maar ook kan hij kiezen voor de regeling surseance van betaling of faillissement. Voor de crediteuren hebben beide procedures wezenlijk andere consequenties. De onzekerheid over welke procedure zal worden gekozen leidt tot rechtsonzekerheid. Belangrijker zijn misschien wel de in Paragraaf 4.2.3 naar voren gebrachte bezwaren. Eén bezwaar was de mogelijk ongewenste onbeperkte aansprakelijkheid van natuurlijke personen in een faillissementsprocedure. Het andere betrof de inefficiënties van de Wet schuldsanering voor natuurlijke personen voor wat betreft de afwikkeling van bedrijfsmatige activiteiten. Al deze argumenten wijzen op de noodzaak van duidelijkheid over de plaats van natuurlijke personen die een bedrijfsactiviteit uitvoeren.

Een zesde kritiekpunt is dat bedrijven in financiële problemen in Nederland te laat in een formele procedure belanden. Dit kritiekpunt sluit direct aan op de primaire inefficiënties die wij zelf al hadden geïnventariseerd (zie Tabel 11). Sommigen stellen voor om een soort meldingsplicht van financiële moeilijkheden in de faillissementswet op te nemen, zoals het geval is in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk.

Een laatste kritiekpunt is dat het toezicht van de rechter-commissaris op de curator en de bewindvoerder onvoldoende zou functioneren. Daarbij wordt veelal gewezen op de toenemende specialisatie onder curatoren en bewindvoerders. Van een dergelijke specialisatie is bij rechters geen sprake. Een onmiddellijk gevaar van het gebrek aan toezicht is het uit de hand lopen van declaraties. Curatoren en bewindvoerders worden immers per uur – uit de boedel – betaald. Wat dit betekent is dat van hun beloningsstructuur een prikkel uitgaat om procedures te vertragen. Het is niet duidelijk welk belang curator en bewindvoerder hebben bij waarde-maximalisatie. Dit heeft uiteraard directe consequenties voor de wijze waarop zij met de wet omgaan. Het staat buiten kijf dat de efficiëntie en effectiviteit van de wetgeving hierdoor wordt ondermijnd.

⁴³ Zie bijvoorbeeld Lakeman en Van de Ven (1985).

5.1.2. *Kritiek met betrekking tot de regeling surseance van betaling*

Een eerste kritiekpunt is dat de surseance-regeling te weinig wordt gebruikt. De cijfers van het CBS laten inderdaad zien dat maar een zeer klein deel van de ondernemingen in financiële moeilijkheden surseance aanvraagt; het aantal *verleende* faillissementsaanvragen is vele malen groter dan het aantal surseance aanvragen (zie Tabel 2 en 6). Voor wat betreft de definitief verleende surseances is het beeld nog extremer: de definitief verleende surseances zijn ongeveer 2,5 procent van het aantal uitgesproken faillissementen (zie Paragraaf 4.3). Dit kritiekpunt is ook door ons al naar voren gebracht en is waarschijnlijk een afspiegeling van het late moment waarop surseance (of faillissement) wordt aangevraagd. De financiële toestand van het bedrijf is dan al zeer slecht. Bovendien leidt ook het eerder genoemde “oneervolle” gebruik van de faillissementsprocedure (mogelijkheid tot ontslag van de werknemers) tot een vermindering van het gebruik van de surseance-regeling.

Het tweede kritiekpunt – surseance is teveel voorportaal voor faillissement – hangt hier nauw mee samen. Zowel het late betreden van de formele procedures, als de ruimere mogelijkheden die de faillissementsprocedure biedt voor het ontslag van werknemers, verhogen de kans op een uitkomst via faillissement.

Een derde kritiekpunt is dat de surseance-regeling te weinig mogelijkheden biedt voor een succesvolle reorganisatie. Dit kritiekpunt biedt mogelijk aanknopingspunten voor concrete voorstellen ter verbetering van deze procedure. Belemmerende factoren van de surseance-regeling zijn onder meer dat deze geen werking heeft naar de zekerheidsgerechtigde crediteuren (separatisten) en preferente crediteuren (fiscus e.d.), en dat het bewerkstelligen van een akkoord aan strikte stemverhoudingen van crediteuren is gebonden (zie Paragraaf 4.1.2). Door velen zijn suggesties voor verbetering gedaan. Deze suggesties betreffen onder andere het vergroten van de speelruimte van de bewindvoerder, het invoeren van een leveringsplicht voor dwangcrediteuren, het inperken van de macht van preferente crediteuren, het verlengen van de afkoelingsperiode en het faciliteren van *debt-equity* swaps. Verschillende van deze suggesties komen terug in de Fase 1 en 2 voorstellen. In Paragraaf 5.2 gaan wij hierop nader in.

Het laatste kritiekpunt heeft betrekking op de doelstelling en criterium voor het aanvragen van surseance. De doelstelling heeft na de uitspraak van de Hoge Raad, waarin is aangegeven dit naast de belangen van de crediteuren ook expliciet de belangen van de werknemers moeten worden meegewogen, niet aan eenduidigheid gewonnen (Verstijlen (1999)). Voor sommigen is dit reden om te pleiten voor het opnemen van een ruimere doelstelling voor de surseance-regeling in de wetgeving (Vriesendorp (1997)). Zoals al eerder opgemerkt is de wenselijkheid hiervan zeer twijfelachtig. Eenduidigheid als doelstelling blijkt cruciaal te zijn voor een efficiënte en effectieve surseance-regeling.

Met betrekking tot het criterium van toelating tot de surseance wordt veelal gesteld dat deze te soepel is. In de praktijk is de vraag of een bewindvoerder uit de boedel kan worden betaald veelal de toets of een bedrijf via surseance mag reorganiseren. Een strengere formele toets lijkt wenselijk. Gezien het beperkte en veelal te late beroep op de regeling surseance is deze suggestie alleen relevant in combinatie met andere maatregelen.

len die een tijdiger beroep op de surseance-regeling faciliteren. In combinatie zouden deze maatregelen kunnen leiden tot een groter reorganiserend vermogen van de surseance-procedure waarmee deze procedure ook minder stigmatiserend wordt.

5.1.3 *Kritiek inzake de regeling faillissement*

Een eerste kritiekpunt met betrekking tot de regeling faillissement betreft de beperkte armslag van de curator om de onderneming tijdens het faillissement draaiende te houden om daarmee een doorstart mogelijk te maken (Joosen (1998)). Een oplossing hiervoor zou kunnen zijn om de afkoelingsperiode uit te breiden met een eventuele doorfinancierings- en leveringsverplichting, zoals dat ook door sommigen voor de surseance regeling wordt bepleit (zie ook de Fase 1 voorstellen). Joosen (1998) bepleit ook om mogelijke belangenconflicten op te lossen door net als in het Franse systeem in het faillissement vertegenwoordigers van crediteuren, werknemers, directie en aandeelhouders bij het besluitvormingsproces te betrekken. Dit laatste lijkt onwenselijk gezien de noodzaak van een eenduidige doelstelling die uit onze analyse blijkt. De wenselijkheid van extra armslag voor de curator is eveneens betwistbaar. Als extra armslag ten koste gaat van alertheid en urgentie dan is dit contraproductief. De beheersbaarheid van de gedragingen van de curator is dus een zorg; hierop komen wij terug in Paragraaf 5.2.

Een ander wezenlijk probleem binnen de huidige faillissementswetgeving is gelegen in de rol van de preferente crediteuren, met name de fiscus. Deze kan onder het huidige recht door middel van bodembeslag goederen opeisen zelfs indien de goederen onder eigendomsvoorbehoud zijn geleverd. Dit zorgt voor veel juridische problemen en kan leiden tot een run op de activa. Een vergelijkbare kwestie is de onduidelijkheid over de positie van preferente crediteuren in de afkoelingsperiode, met name voor wat betreft de mogelijkheid tot het leggen van bodembeslag.⁴⁴ Zoals uit onze analyse blijkt moet dit type belangenconflicten tussen crediteuren in de hand worden gehouden. Verdelingskwesties mogen de opbrengst- of waarde-maximalisatie niet belemmeren.

5.2 Suggesties voor verbetering van de Nederlandse faillissementswetgeving

De zojuist besproken inventarisatie van kritiekpunten en de inefficiënties zoals samengevat in Tabel 11 bieden enig houvast voor de specificering van aanbevelingen voor verbetering van de Nederlandse faillissementswetgeving. Allereerst is het echter belangrijk om duidelijkheid te verschaffen over de onderlinge afbakening van de regeling surseance en de regeling faillissement. De afbakeningsproblematiek is van belang omdat beide regelingen in principe een vergelijkbaar doel hebben: namelijk het faciliteren van een efficiënte oplossing voor de financiële problemen waarin een onderneming verzeild is geraakt.

⁴⁴ Onduidelijkheid omtrent de onder deze definitie vallende zaken zorgt voor conflicten tussen crediteuren en voor ontwijkende constructies. De afkoelingsperiode is ingevoerd mede om te voorkomen dat leveranciers, die onder eigendomsbehoud hadden geleverd, hun zaken terughalen omdat anders de fiscus met bodembeslag zou toeslaan. Echter de fiscus kan nog steeds, zelfs tijdens de afkoelingsperiode, bodembeslag leggen en ondergraaft daarmee mogelijk de effectiviteit van de afkoelingsperiode.

5.2.1 Hoe de surseance- en faillissementsregeling te onderscheiden?

Het verschil tussen de surseance- en faillissementsregeling lijkt op het eerste gezicht duidelijk: surseance stuurt aan op reorganisatie, terwijl in het geval van faillissement liquidatie centraal staat. Dit verschil is echter verre van duidelijk. *Het* criterium moet zijn opbrengst-maximalisatie of beter gezegd waarde-maximalisatie. Dit betekent dat liquidatie optimaal is als de liquidatiewaarde het hoogst is. Is dit niet het geval dan is een verkoop, doorstart of reorganisatie optimaal. Zoals we zagen in het geval van Zweden (zie Paragraaf 3.2.4) is het niet per se nodig om verschillende procedures te hebben. Eén procedure gericht op snelle verkoop (een veiling) van de onderneming zou kunnen volstaan. Maar de realiteit is dat wij twee regelingen hebben, de op reorganisatie gerichte surseance-regeling en de regeling faillissement. Het bestaan van twee regelingen is goed te verdedigen. Verkoop van onderneming of delen van ondernemingen is niet altijd mogelijk.⁴⁵ Een surseance-regeling die zich richt op reorganisatie kan dus waarde toevoegen. Een duidelijke scheiding waarbij surseance zich richt op reorganisatie en faillissement gaat voor liquidatie is echter niet te verdedigen. De belangrijkste reden is dat het niet onmiddellijk duidelijk is bij de aanvang van de formele procedure welke oplossing de waarde maximaliseert.

De belangrijkste les uit de theoretische inzichten (Paragraaf 2) en de binnenlandse en buitenlandse ervaringen (Paragraaf 3 en 4) is dat hoe dan ook tot een spoedige resolutie moet worden gekomen. Voor wat betreft de op reorganisatie gerichte surseance-regeling is selectiviteit van groot belang. Alleen voor grote ondernemingen met voldoende toekomstperspectief is dit effectief. Grotere ondernemingen met onvoldoende toekomstperspectief horen niet thuis in een op reorganisatie georiënteerde procedure. Voor kleinere ondernemingen is de surseance-regeling veelal te bewerkelijk en daardoor veel te kostbaar. Binnen deze structuur is het evident dat zowel de surseance- als de faillissementsprocedure dezelfde doelstelling hebben: waarde-maximalisatie. Als wij accepteren dat de surseance-procedure te kostbaar is voor kleine ondernemingen dan betekent dit dat de faillissementsprocedure niet automatisch mag aansturen op liquidatie.⁴⁶ Nadrukkelijk zal afgewogen moeten worden of continuering via een doorstart of verkoop als geheel geen hogere waarde oplevert.

In de afbakeningsproblematiek tussen surseance- en faillissementsregeling mag het belang van een informele reorganisatie niet worden genegeerd. Zoals wij in Paragraaf 2 hebben beargumenteerd verschaft de harde wetgeving tezamen met de grote concentratie van vreemd vermogen bij banken een relatief grote onderhandelingsmacht aan crediteuren. Dit komt de effectiviteit van informele reorganisaties ten goede.⁴⁷ Met name voor kleinere ondernemingen zijn deze informele reorganisaties van groot belang. Wij bespreken nu onze aanbevelingen voor het verbeteren van de surseance- en faillissementsregeling.

45 Voor zover de “markt” goed werkt zou kunnen worden volstaan met één procedure: “automatische” verkoop (zie Paragraaf 2.3). Hiermee zou de maximale waarde kunnen worden gerealiseerd. Bij een concurrerende verkoop (zonder informatie-problemen of andere fricties) zal de opbrengst gelijk zijn aan het maximum van liquidatiewaarde en *going concern* waarde.

46 Indien gewenst zou voor kleine ondernemingen een “speciale”, dat wil zeggen vereenvoudigde, surseance-procedure kunnen worden ontworpen. Dit is wat het *pre-packaged* Chapter 11 beoogt in de Verenigde Staten.

47 Zoals wij in Paragraaf 2 hebben betoogd, heeft de relatief harde wetgeving ook nadelen. In het bijzonder kan de harde wetgeving een rem zetten op innovaties en ondernemerschap.

5.2.2 Voorstellen voor vergroting efficiëntie en effectiviteit van de surseance-regeling

Voor de regeling surseance van betaling is naar onze mening zowel een duidelijke doelstelling als een helder criterium voor toelating nodig. Allereerst is het in navolging van de ervaringen in Frankrijk (zie Paragraaf 3.2.1) van groot belang dat expliciet de doelstellingen van de faillissementswetgeving als geheel worden gespecificeerd. Het is daarbij belangrijk dat economische criteria worden gehanteerd. Het gewenste criterium van waarde-maximalisatie betekent dat voor het optimaal benutten van reorganisatiemogelijkheden de Nederlandse faillissementswetgeving gericht moet zijn op “het maximaliseren van de waarde van de in de onderneming opgesloten resources”.⁴⁸

Daarnaast zijn *feitelijke* doelstellingen nodig. In principe bestaan er wettelijke procedures omdat een informele reorganisatie door coördinatieproblemen tussen crediteuren onderling en/of tussen crediteuren, management en aandeelhouders buitengewoon ingewikkeld kan zijn. De feitelijke doelstellingen zijn (zie Jackson (1982) en Couwenberg (1997)): *i.* het verminderen, cq. oplossen, van de coördinatieproblemen, *ii.* het bewerkstelligen van een collectieve procedure voor de crediteuren, en *iii.* het fixeren van contractuele afspraken om opportunistisch gedrag tegen te gaan. Dit laatste criterium legt onder meer een begrenzing op aan afwijkingen van de Absolute Priority Rule (APR) en oneervol gebruik van de faillissementswetgeving (bijvoorbeeld om ontslag van werknemers te bewerkstelligen). Deze feitelijke doelstellingen geven een duidelijke richting aan de invulling en uitvoering van de wetgeving.

Ook het criterium voor toelating tot de regeling surseance moet duidelijk zijn. De noodzaak van een objectief criterium is groot. Alleen in het geval het gebruik van de surseance-regeling beperkt blijft tot levensvatbare ondernemingen mag verwacht worden dat deze procedure minder stigmatiserend wordt. Deze wens tot grotere selectiviteit kan niet los worden gezien van de regeling faillissement. Ongeacht het “objectiveringcriterium” dat voor toelating tot de surseance procedure wordt gekozen zal er sprake zijn van een discretionaire beslissingsbevoegdheid van de rechter. De rechter zal in zijn beslissing laten meewegen welke behandeling de onderneming te wachten staat indien deze niet wordt toegelaten tot de surseance-procedure. In zekere zin zijn de surseance- en faillissementsprocedures communicerende vaten: grotere selectiviteit in de één leidt tot grotere variëteit in de ander. Zoals aangegeven in Paragraaf 5.2.1 mag de faillissementsprocedure niet automatisch aansturen op liquidatie. Dit is echter al min of meer de realiteit. Veel ondernemingen realiseren een doorstart via de faillissementsprocedure.

De invulling en effectuering van een objectief toelatingcriterium is echter niet eenvoudig. Ervaringen in het buitenland zijn verre van positief. In Japan bestaat voor kleine en middelgrote ondernemingen een “Composition” procedure (vergelijkbaar met Chapter 11). Toegang is echter niet automatisch. De rechtbank stelt een externe *examinor* aan die adviseert of de onderneming kan worden toegelaten. Een van de gronden om toelating te weigeren is als de *going concern waarde* lager is dan de liquidatiewaarde. Ondanks de toelatingsbarrière is er sprake van een excessief gebruik van deze procedu-

⁴⁸ Dit betreft de contante waarde van de toekomstige kasstromen. In het geval van liquidatie de opbrengst van de verkoop van de onderneming (al of niet als één geheel).

re met een overeenkomstig laag succespercentage. Critici claimen dat ook deze toelatingsprocedure te zeer de belangen van de schuldenaar dient en daardoor effectiviteit mist (Eisenberg en Tagashira (1994)).

Ook in de Franse praktijk (Redressement Judiciaire) geeft de rechtbank aan een expert de opdracht om te zien of reorganisatie tot de mogelijkheden behoort. Zo niet dan wordt aangevangen met liquidatie; echter niet voordat een zesmaands observatietermijn is verstreken (White (1993)). De effectiviteit van de Franse praktijk (zie Paragraaf 3.2.1) is ook niet buitengewoon hoog.⁴⁹ Selectie met als doel de effectiviteit en efficiëntie van de surseance procedure te verhogen is dus buitengewoon lastig.

Voor wat betreft de Nederlandse praktijk is er een aantal mogelijkheden. De Franse praktijk met een expert of de Belgische variant (met een commissaris-revisor) zouden als voorbeeld kunnen dienen om het objectiveringsmechanisme te effectueren. Zoals gezegd zijn de ervaringen in het buitenland niet echt positief. Men moet dus niet te hoge verwachtingen hebben. Toch zijn een aantal verbeteringen mogelijk in de Nederlandse surseance-procedure. De verbeteringen betreffen zowel het toelatingscriterium als de invulling van de surseance-regeling zelf, namelijk:

- i.* Het objectiveringcriterium kan worden toegespitst op de vraag of het toekomstperspectief van de onderneming zodanig is dat de *going concern waarde* met voldoende waarschijnlijkheid de liquidatiewaarde overtreft. Alleen als dit het geval is, kan het economisch efficiënt zijn om aan te sturen op reorganisatie via de surseance procedure. Hierbij moet uiteraard in beschouwing worden genomen dat de onderneming voldoende groot moet zijn om de kosten van de bewerkelijke surseance-procedure te rechtvaardigen.
- ii.* Conform het hierboven gestelde is alleen dan selectiviteit in de toelatingsprocedure voor surseance te verwachten als het alternatief, de faillissementsprocedure, niet automatisch aanstuurt op liquidatie doch juist ook mogelijkheden biedt voor een doorstart al of niet via verkoop van de onderneming.
- iii.* Alhoewel het gestelde onder de punten *i.* en *ii.* de selectiviteit van de surseance-procedures ten goede zal komen is alleen dan sprake van een werkelijk effectief objectiveringcriterium als een goede operationalisering wordt bewerkstelligd. Hierbij moet in beschouwing worden genomen dat de gewenste selectiviteit veel macht dreigt te leggen bij de rechtbank (de rechter-commissaris). De rechter-commissaris zou zeer gevoelig kunnen zijn voor de belangen van werknemers. Dit kan de door ons bepleite eenduidigheid van doelstellingen aantasten. Het objectiveringcriterium betekent dus zeker niet een automatische objectieve operationalisering. Een objectieve operationalisering via werkelijk onafhankelijke externe experts lijkt daarom noodzakelijk.
- iv.* Voor wat betreft de effectiviteit van de surseance-procedure zelf (“het reorganiserend vermogen”) zijn verschillende aanpassingen te overwegen:
 - de bewindvoerder moet de juiste prikkels hebben om te komen tot waarde-maxi-

⁴⁹ Kaiser (1996) wijst erop dat (in 1993) 74 procent van de ondernemingen onmiddellijk werd doorgestuurd naar liquidatie. Later volgt nog eens 12 procent. Dit lijkt hoog. In Nederland belandt ongeveer 75 procent van de ondernemingen die surseance aanvragen uiteindelijk in faillissement.

malisatie. Alertheid, urgentie en doelgerichtheid zijn hierbij van groot belang. Dit vereist ons inziens een aanpassing van de beloningsstructuur van de bewindvoerder. Zoals de zaken nu zijn heeft hij onvoldoende belang bij een tijdige afwikkeling, noch voldoende belang bij waarde-maximalisatie;

- vergroten van het instrumentarium om via beheersing van de conflicten tussen crediteuren reorganisaties mogelijk te maken die leiden tot waarde-maximalisatie. Hieronder vallen vele suggesties, sommige hiervan zijn al eerder genoemd:
 - afzwakken sterke positie van zekerheidsgerechtigde crediteuren (separatisten) en preferente crediteuren
 - beperken invloed dwangcrediteuren;
 - leveringsverplichting voor “monopoliegoederen”;
 - faciliteren van *debt-equity* swaps;
 - vergemakkelijken van een akkoord (bijvoorbeeld door het aanpassen van de stemverhoudingen);
 - langere afkoelingsperiodes;
 - etc., etc.

De onder punt *iv.* vermelde suggesties zijn zeker niet kosteloos. Bijvoorbeeld, het afzwakken van de rechten van deze groepen crediteuren kan invloed hebben op de bereidheid van deze crediteuren om zaken te doen met de onderneming. Bijvoorbeeld, een bank zou meer terughoudend kunnen worden in het verstrekken van leningen als zij in een zwakkere positie denkt te komen bij financiële moeilijkheden.⁵⁰ Dit type effect is reëel en wijst erop dat hervormingen hand in hand moeten gaan met daadkracht en urgentie bij de bewindvoerder. Bijvoorbeeld, veel van deze suggesties leiden tot meer armslag voor de bewindvoerder. Dit zal alleen effectief zijn indien de bewindvoerder onderhevig is aan de juiste prikkels. Hierbij kan (en moet) ook worden gedacht aan het opstellen van een zeer concreet tijdspad dat bij de surseance-procedure moet worden doorlopen. Zeer concrete *targets* (tussentijdse taakstellingen) zouden hierin moeten worden opgenomen.

Er is ook reden om ondernemingen te dwingen financiële problemen eerder te laten rapporteren. Het idee hierachter is dat als bedrijven niet te lang kunnen doormodderen zij hun kansen op herstel (en een succesvolle reorganisatie) vergroten. Dit aspect ligt in het verlengde van de constatering dat in Nederland over het algemeen te laat een beroep wordt gedaan op de faillissementswet. Een dergelijke meldingsplicht in de faillissementswet opnemen zoals in Duitsland (de *Überschuldungs* regeling) en het VK is mogelijk doch het effect hiervan mag niet worden overschat. Een deel hiervan is immers al geëffectueerd in de wet die de aansprakelijkheid van bestuurders regelt. Bovendien is het bijna onmogelijk objectief te beoordelen wanneer een onderneming insolvent is.

Het klinkt misschien wat hard dat wij de belangen van werknemers niet expliciet willen laten meewegen in de toelating tot surseance (het objectiveringcriterium) noch in de surseance-regeling zelf. Wij stellen ons op het standpunt dat de faillissementswet geen

⁵⁰ Deze opmerkingen zijn door sommigen aangedragen als kritiek op de Fase 1 voorstellen.

sociaal doel behoort na te streven. Dit betekent zeker niet dat werknemers geen rechten hebben. Echter deze problematiek is van *algemene* aard. De rechten van werknemers moeten zoveel mogelijk geregeld worden binnen het algemene juridische kader en niet zozeer binnen de specifieke faillissementswetgeving. In de praktijk zien we dat juist afwijkingen van dit algemene kader leiden tot opportunistisch (en mogelijk oneigenlijk) gebruik van de faillissementswetgeving. In het bijzonder betreft dit de keuze om juist via de regeling faillissement door te starten en *niet* via de arbeidsrechtelijk minder soepele surseance-regeling. Dit zorgt voor een gekunstelde verwevenheid van de faillissements- en surseance-procedures. Het is gewenst om contractuele afspraken te fixeren om opportunistisch gedrag tegen te gaan. De arbeidsrechtelijke verschillen tussen de regeling surseance en de regeling faillissement verdienen dus aandacht.

5.2.3 Voorstellen voor vergroting efficiëntie en effectiviteit van de regeling faillissement

De regeling faillissement vereist ons inziens een aantal aanpassingen die parallel lopen aan suggesties die wij in het kader van de regeling surseance hebben gedaan. Zoals al opgemerkt moet het uitgangspunt zijn dat de regeling faillissement – evenals de surseance-regeling – zich richt op waarde-maximalisatie. Liquidatie dan wel verkoop met al dan niet een doorstart moet hierbij tot de mogelijkheden behoren. Het bewerkstelligen van urgentie moet echter een belangrijke doelstelling zijn van de hervormingen. Zoals in Paragraaf 4.3 samengevat duurt de faillissementsprocedure gemiddeld genomen veel te lang, en zijn de *recovery rates* buitengewoon laag.

Evenals in het geval van de regeling surseance is het gewenst dat (in dit geval) de curator veel duidelijker prikkels krijgt om waarde-maximalisatie na te streven. Gezien de lage *recovery rates* maar het toch frequente doorstarten – juist door partijen die een relatie hebben met de oorspronkelijke aandeelhouders – lijkt een meer objectieve verkoop van (delen van) de onderneming gewenst. Het vermoeden lijkt gerechtvaardigd dat crediteuren onderbedeeld worden. Dus ook hier geldt dat de curator moet worden blootgesteld aan betere prikkels.

Een ander belangrijk probleem is dat de faillissements-regeling moet worden afgestemd op de Wet schuldsanering natuurlijke personen. Zoals besproken in Paragraaf 5.1.1 is het ongewenst dat natuurlijke personen met ondernemingsactiviteit min of meer gedwongen worden om zich “te saneren” via de Wet schuldsanering natuurlijke personen. De faillissementsprocedure is beter toegespitst op ondernemingsactiviteiten. Maar hiervoor wordt momenteel niet gekozen vanwege de onbeperkte aansprakelijkheid waaraan men in een faillissementsprocedure wordt blootgesteld.⁵¹

De belangrijkste uitdaging is echter om te komen tot een snelle resolutie met objectieve verkoop van (delen van) de onderneming. Hoe dan ook moet de urgentie om te komen tot een afwikkeling worden vergroot.⁵²

51 Een hieraan gerelateerd punt is het ontmoedigend effect van restantschulden. In een recente studie van de ING (1998) wordt voorgesteld om restantschulden van herstartende ondernemers die eerder failliet zijn gegaan (gedeeltelijk) kwijt te schelden. Met dit voorstel wordt beoogd het aantal herstartende ondernemers te verhogen.

52 Naast deze aanpassingen speelt ook de in Paragraaf 5.1.3 (zie ook Tabel 12) aangehaalde problematiek van preferente crediteuren en bodembeslag.

5.2.4 Overige opmerkingen: *ex ante* effecten en invloed op informele reorganisaties

Indien we de kritieken en hervormingsvoorstellen in Nederland, maar ook in de andere Europese landen bezien, valt op dat de hervormingsvoorstellen vooral gericht zijn op de *ex post* effecten van de faillissementswetgeving.⁵³ Dit is begrijpelijk. Een onderneming in financiële moeilijkheden heeft immers baat bij een efficiënte en effectieve resolutie, en dit is *ex post*. Toch mogen de *ex ante* effecten niet worden onderschat. White (1996) merkte op dat de *ex ante* effecten waarschijnlijk een veel grotere economische invloed hebben. Immers, een (hopelijk) klein percentage van de ondernemingen gaat failliet en heeft dus te maken met *ex post* effecten. Het is dan ook belangrijk om de *ex ante* effecten in de discussie over de optimale inrichting van de faillissementswetgeving te betrekken (zie ook Paragraaf 2.4).

Een eerste suggestie is dat de aanpassingen zoals hierboven besproken de onderhandelingspositie van crediteuren zou kunnen verslechteren; de grotere armslag van curator of bewindvoerder kan ten koste gaan van de zeggenschap van crediteuren. Dit speelt met name voor banken. Zij hebben vooralsnog immers een zeer beschermde positie. Op twee manieren zou dit negatieve consequenties kunnen hebben. We hebben in een eerder stadium geconstateerd dat het succes van een informele *work-out* het grootst is in een extreem (op de crediteur of op de debiteur) georiënteerde wetgeving (zie Paragraaf 2.5). In de harde Nederlandse wetgeving ligt de onderhandelingsmacht in eerste instantie bij de bank. De ondernemer is genegen tot een informele reorganisatie omdat de formele procedures geen aantrekkelijk perspectief bieden. Indien de surseance- en/of faillissementsregelingen “debiteur-vriendelijker” worden dan neemt mogelijk de onderhandelingskracht van de bank af en daarmee de effectiviteit van informele reorganisaties (*work-outs*). Meer ondernemingen zullen dan bij financiële moeilijkheden aansturen op de formele surseance- en/of faillissementsregelingen.

De dreigende afnemende effectiviteit van informele reorganisaties is een terechte zorg. Echter, zoals eerder betoogd, moet de extra armslag voor curator of bewindvoerder hand in hand gaan met betere prikkels voor urgentie en daadkracht. Hierdoor zou de positie van crediteuren zich juist kunnen versterken. Dit is tevens het antwoord op een tweede suggestie namelijk dat crediteuren tegen minder gunstige voorwaarden zullen gaan financieren. Dit zou het gevolg zijn van het feit dat hun onderhandelingspositie zowel in het informele traject als in de formele procedure zou afnemen. In deze gedachtegang is het eveneens mogelijk dat minder financiering beschikbaar komt. Toch hoeft ook deze suggestie geen hout te snijden. Als sprake is van juiste prikkels voor curator of bewindvoerder met een snelle en waarde-maximaliserende resolutie dan worden hiermee de belangen van de crediteuren veiliggesteld.

5.2.5 Verband met de Fase 1 en Fase 2 hervormingsvoorstellen

De Nederlandse overheid heeft ervoor gekozen om in twee stappen de Nederlandse faillissementswet aan te passen. Voor de eerste fase is inmiddels een wetsvoorstel voorbereid met als doel het faciliteren van het vroegtijdiger aanvragen van surseance. Hiertoe wordt

⁵³ Dit geldt overigens niet alleen voor Nederland maar voor bijna alle landen (zowel Europa als de VS).

getracht de bewindvoerder en curator meer armslag geven bij het saneren en continueren van de onderneming. Tevens wordt gestreefd naar een meer deugdelijk toelatingscriterium voor surseance. Een randvoorwaarde op de Fase 1 voorstellen was dat deze niet controversieel mochten zijn, en dat ze zonder (veel) bijwerkingen ingevoerd zouden moeten kunnen worden.

- De belangrijkste wijzigingen zijn (zie Appendix voor een meer gedetailleerd overzicht):
- een summiere toetsing bij de aanvraag van surseance. Hiervoor moet de schuldenaar een saneringsplan alsmede een opgave bijvoegen waaruit blijkt dat de onderneming zal kunnen voortbestaan;
 - het verlengen van de afkoelingsperiode van maximaal twee maal één maand naar twee maal twee maanden;
 - het uitbreiden van de surseance-regeling met preferente crediteuren (fiscus en uvi's);
 - bewindvoerder krijgt de bevoegdheid aanwijzingen te geven aan de schuldenaar;
 - de stemverhouding voor het aannemen van een akkoord (zowel in surseance als in faillissement) wordt versoepeld;
 - rechter-commissaris kan een dwangakkoord opleggen (zowel voor surseance als voor faillissement);
 - leverancier van energie is niet bevoegd leveringen stop te zetten om betaling af te dwingen van een vordering die ontstaan is vóór de surseance (of voor het faillissement);
 - er komt een centraal openbaar register waarin alle gegevens over uitgesproken faillissementen en verleende surseances worden bijeen gebracht.

Het is de bedoeling om in Fase 2 na verdere studie te komen tot meer ingrijpende wijzigingen. Daarbij wordt gedacht aan onderwerpen die mogelijk de positie van de kapitaalverschaffers, leveranciers en de werknemers raken. Ook zal gekeken worden in hoeverre het professionele niveau van de rechterlijke macht kan worden verhoogd.

De Fase 1 voorstellen zijn grosso modo onderdeel van de voorstellen zoals wij die in Paragraaf 5.2.2 hebben geformuleerd. De Fase 1 voorstellen hebben duidelijk de bedoeling om de curator of bewindvoerder meer armslag te geven. Er zijn twee omissies. Ten eerste, de afbakening tussen surseance- en faillissementsregeling is niet duidelijk genoeg (zie Paragraaf 5.2.1). Dit is niet verwonderlijk omdat getracht is de Fase 1 voorstellen primair te richten op de surseance-regeling. De tweede omissie is dat er niet gesproken wordt over de prikkels voor curator of bewindvoerder. Dit betekent dat de noodzakelijke prikkels voor daadkracht en urgentie die hand in hand moeten gaan met de grotere armslag ontbreken.

Voor de Fase 2 procedure geeft dit een duidelijk houvast.⁵⁴ Verdere verfijningen van de surseance- en faillissementsregelingen zijn mogelijk (zie hiervoor de suggesties in de subparagrafen 5.2.1 – 5.2.3) maar deze extra armslag moet gepaard gaan met de juiste prikkels voor bewindvoerder en curator. Tevens moet tot een duidelijke afbakening van surseance- en faillissementsregeling worden gekomen. Hierin moet ook worden meege-

nomen dat de surseance als reorganisatieprocedure wordt ondermijnd door de ruimere mogelijkheden tot collectief ontslag die de faillissementsregeling biedt. Deze problematiek komt in de huidige Fase 1 voorstellen echter niet aan de orde. Zolang de overheid hier niet aan sleutelt, zullen veel bedrijven uiteindelijk toch kiezen voor reorganisatie via de faillissementsregeling.

6. CONCLUSIES

Wij hebben verschillende suggesties gedaan voor verbetering van de faillissementswetgeving. Waarde-maximalisatie moet de centrale invalshoek zijn. Uit onze empirische analyse en internationale vergelijking blijkt dat de gerealiseerde opbrengsten (*recovery rates*) laag zijn, en dat procedures lang duren (zie Tabel 11 in Paragraaf 5). Onze belangrijkste les is dat urgentie en daadkracht de regeling faillissement en surseance moeten kenmerken.

De afwegingen zijn complex. Verschillende van onze aanbevelingen geven bewindvoerder of curator meer armslag (zie Paragraaf 5.2, met name 5.2.2); hiermee behoort waarde-maximalisatie beter tot de mogelijkheden. Tegelijkertijd echter kan de gewenste urgentie en daadkracht hierdoor op de proef worden gesteld. Het is dan ook noodzakelijk om tegelijkertijd onze aanbevelingen richting bewindvoerder en curator in beschouwing te nemen. Zij moeten een optimale prikkel hebben tot waarde-maximalisatie én tot een – hiermee samenhangende – spoedige afwikkeling.

De aanpassingen in de faillissementswet zullen niet zonder slag of stoot mogelijk zijn. Elke wijziging in een onderdeel van de faillissementswet heeft namelijk invloed op de betrokken partijen, en ongetwijfeld zal er telkens één partij zijn die zich benadeeld voelt. Toch moet hier niet te zwaar aan worden getild, zolang althans dit louter een verdeelingskwestie betreft. Waarde-maximalisatie van het geheel moet immers centraal staan. Wel plaatst dit enige vraagtekens bij de haalbaarheid van de door de overheid gekozen twee fasen benadering.

Er bestaat ook een terechte zorg bij crediteuren voor een te grote armslag van curator of bewindvoerder. Hierdoor zouden de rechten van crediteuren kunnen worden aangetast. Maar zoals wij hebben aangegeven moet de grotere armslag van bewindvoerder of curator hand in hand gaan met duidelijke prikkels die urgentie en daadkracht garan-

54 Uiteraard is er altijd een wens voor nadere informatie en studie. Met name zou meer informatie gewenst zijn over: *i.* de filing rates (welk percentage van het totaal dat faillissement respectievelijk surseance aanvraagt); *ii.* ondernemingsspecifieke kenmerken van bedrijven in surseance en faillissement; *iii.* de mate waarin wordt afgeweken van APR; *iv.* *recovery rates* voor crediteuren met name in surseance van betaling; *v.* de gebleken levensvatbaarheid op middellange termijn van ondernemingen die succesvol reorganiseren in surseance of doorstarten via faillissement; *vi.* de omvang van de directe faillissementskosten; en *vii.* de grootte en financiële (on)gezondheid van bedrijven als ze faillissement of surseance aanvragen. Daarnaast zou informatie over het precieze belang van informele reorganisaties (*work outs*) van grote waarde zijn. Ook is er grote behoefte aan onderzoek gericht op de ex ante efficiëntie van de faillissementswetgeving. Zorgt de *creditor-oriented* Nederlandse faillissementswetgeving er voor dat bedrijven makkelijker en tegen gunstigere condities bancaire financiering kunnen aantrekken? Is er daadwerkelijk een verband tussen ondernemerschap (nemen van risico's, innovatieve investeringen) en de hardheid van de faillissementswetgeving?

deren. Duidelijke targets voor curator en bewindvoerder met een bijbehorend tijdspad zijn nodig. Als de grotere armslag op deze manier wordt ingevuld dan worden ons inziens de belangen van de crediteuren veilig gesteld.

Een vraag tot slot is of het juist is om de hier besproken veranderingen te interpreteren als een aanpassing van de Nederlandse faillissementswet van een harde (*creditor-oriented*) invulling naar een zachte (*debtor-oriented*) structuur. Dit is slechts ten dele het geval. De mogelijkheden voor een waarde-maximaliserende reorganisatie worden vergroot. Dit is een karaktertrek van een *debtor-oriented* wetgeving. Echter het initiatief mag niet in handen komen van de schuldenaar (*debtor*). Urgentie en daadkracht met bijbehorend initiatief van curator of bewindvoerder zijn cruciaal.

LITERATUUR

- Aa, M.J. van der, (1995), De afkoelingsperiode in de praktijk, *Tijdschrift voor insolventierecht*, 72-81.
- Aghion, P., Hart, O. en J. Moore, (1992), The Economics of Bankruptcy Reform, *Journal of Law, Economics and Organization*, 523-546.
- Baird, D.G., (1986), The Uneasy Case for Corporate Reorganization, *Journal of Legal Studies*, 127-147.
- Baird, D.G., (1996), A World without Bankruptcy, in J.S. Bhandari and L.A. Weiss, eds., *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press.
- Bebchuk, L., (1988), A New Approach to Corporate Reorganizations, *Harvard Law Review*, 775-804.
- Bebchuk, L.A., (1998), Chapter 11, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, Vol. 1, 219-224.
- Berkovitch, E., en Israel, R., (1998), Optimal Bankruptcy Laws Across Different Economic Systems, working paper.
- Boot, A.W.A., (1999), Commentaar inzake voorgestelde wijzigingen in de Nederlandse Faillissementswetgeving, rapport in opdracht van het Ministerie van Economische Zaken.
- Boot, A.W.A., (2000), Relationship Banking: What do we Know?, *Journal of Financial Intermediation*, 9, 7-25.
- Boot, A.W.A., en J.R. Macey, (2000), Objectivity, Proximity and Adaptability in Corporate Governance, working paper, University of Amsterdam.
- Buchem-Spakens, van A.M.J., (1995), *Faillissement en surseance van betaling*, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle, 5e druk.
- CBS, Centraal Bureau voor de Statistiek, (1999), *Faillissementsstatistiek 1998*, Voorburg.
- Commissie Mijnsen, (1989), *Rapport van de Commissie ter advisering omtrent eventuele herziening van de faillissementswet*, Ministerie van Justitie.
- Couwenberg, O., (1997), *Resolving Financial Distress in The Netherlands*, proefschrift, Rijksuniversiteit Groningen.
- Couwenberg, O., (1998), De efficiëntie van het Nederlandse faillissementssysteem, *Maandblad voor Bedrijfseconomie en Accountancy*, 630-640.
- Couwenberg, O., (1999), Faillissementsregels nader beschouwd: verdient het koren een andere regel dan het kaf?, *Tijdschrift voor Ondernemingsrecht*, 7, 76-182.
- Eberhart, A.C., W.T. Moore and R.L. Roenfeldt, (1990), Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings, *The Journal of Finance*, 1457-1469.
- Eisenberg, T, en S. Tagashira, (1994), Should We Abolish Chapter 11? The Evidence from Japan, *Journal of Legal Studies*, 111-157.

- Franks, J.R. en O. Sussman, (1999), Financial Innovation and Corporate Insolvency, working paper.
- Franks, J.R. en W.N. Torous, (1993), A Comparison of the UK and US Bankruptcy Codes, *Journal of Applied Corporate Finance*, 95-103.
- Franks, J.R. en W.N. Torous, (1996), Lessons from a Comparison of US and UK Insolvency Codes, in J.S. Bhandari and L.A. Weiss, eds., *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press.
- Gilson, S.C., (1993), Debt Reduction, Optimal Capital Structure and Renegotiation of Claims during Financial Distress, working paper, Harvard University.
- Gilson, S.C., (1996), Managing Default: Some Evidence on How Firms Choose Between Workouts and Chapter 11, in J.S. Bhandari and L.A. Weiss, eds., *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press.
- Gilson, S.C., K. John, and L.H.P. Lang, (1990), Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default, *Journal of Financial Economics*, 315-353.
- Hoshi, T., A. Kashyap en D. Scharfstein, (1996), The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan, in J.S. Bhandari and L.A. Weiss, eds., *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press.
- Hotchkiss, E.S., (1995), Postbankruptcy Performance and Management Turnover, *The Journal of Finance*, 3-21.
- Huls, N.J.H., (1999), *Een nieuwe kans voor particulieren en ondernemers*, Ministerie van Economische Zaken.
- ING, (1998), *Ondernemers op herhaling; herstarten in Nederland*.
- Jackson, T.H., (1982). Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain, *The Yale Law Journal*, 857-907.
- Jacobs, A.T., Blanpain, R., W.J. Fase en S. Sonke, (1999), *Werknemersrechten in faillissement: een rechtsvergelijkende beschouwing*, Katholieke Universiteit Brabant.
- Jensen, M.C en W.H. Meckling, (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Joosen, E.P.M., (1998), *Overdracht van Ondernemingen uit faillissement*, Proefschrift Katholieke Universiteit Brabant.
- Kaiser, M.J., (1996), European Bankruptcy Laws: Implications for Corporations Facing Financial Distress, *Financial Management*, 67-78.
- Knegt, R., (1996), *Faillissementen en selectief ontslag: Een onderzoek naar oneigenlijk gebruik van de Faillissementswet*, Hugo Sinzheimer Instituut, Universiteit van Amsterdam.
- Kortmann, S.C., (2000), Haastige spoed....., opmerkingen naar aanleiding van het voorstel tot wijziging van de faillissementswet, *Tijdschrift voor Insolventierecht*, januari/februari, 26-34.
- Lakeman, P. en P. van de Ven, (1985), *Failliet op krediet*, De Haan, Weesp.
- LoPucki, L.M. en W.C. Whitford, (1993), Patterns in Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies, *Cornell Law Review*, 597-618.
- Ministerie van Economische Zaken, (1999), *De ondernemende samenleving*.

- Ministerie van Justitie, (1999), *Wetsvoorstel Wijziging van de Faillissementswet in verband met het bevorderen van de effectiviteit van surseance van betaling en faillissement*.
- Moret, Ernst & Young, (1995), *Rescue Required, A Survey in the Insolvency Legislation of Germany, France, England, USA and Canada Aiming at the Renewal of the Procedure of the Suspension of Payments in the Bankruptcy Act in the Netherlands*.
- Myers, S.C., (1977), The Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 147-152.
- Rasmussen, R.K., (1996), Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy, in J.S. Bhandari and L.A. Weiss, eds., *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press.
- Ravid, S.A. en S. Sundgren, (1998), The Comparative Efficiency of Small Firm Bankruptcies: A Study of the US and Finnish Bankruptcy Codes, *Financial Management*, 28-40.
- Sevenheck, M.A.A., (1999), Ideeën over een nieuwe Faillissementswet: van een liquidatie naar een saneringswet, of iets daartussen in? Een voorbeeld van inconsistente wetgeving, *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en registratie*, 636-641.
- Shleifer, A. and R. Vishny, (1992), Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *The Journal of Finance*, 1343-1366.
- Thorburn, K.S., (1999), Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery and Firm Survival, working paper, Amos Tuck School of Business Administration.
- Verstijlen, F.M.J., (1999), *De faillissementscurator: een rechtsvergelijkend onderzoek naar de taak, bevoegdheden en persoonlijke aansprakelijkheid van de faillissementscurator*, Schoordijk Instituut, Center for Company Law.
- Verstijlen, F.M.J. (2000), Insolventierecht in de 21^{ste} eeuw, *Tijdschrift voor Insolventierecht*, januari/februari, 2-4.
- Vriesendorp R.D., (1996), De toekomst van de Faillissementswet, *Tijdschrift voor Insolventierecht*, 140-145.
- Vriesendorp R.D., (1997), Wetgever, de hoogste tijd voor een Insolventiewet, *Tijdschrift voor Insolventierecht*, 63-68.
- Weiss, L.A., (1996), Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims, in J.S. Bhandari and L.A. Weiss, eds., *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press.
- White, M.J., (1993), The Costs of Corporate Bankruptcy: A US-European Comparison, working paper.
- White, M.J., (1996), Survey Evidence on Business Bankruptcy, Chapter 18, in J.S. Bhandari and L.A. Weiss, eds., *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, Cambridge University Press.

Appendix: Voorgestelde Fase 1 voorstellen

maatregel	wat wil werkgroep ermee bereiken		
	per maatregel	systemeffect	belang van maatregel in eindplaatje
1 criterium voor S objectiveren, d.w.z. rechter neemt besluit (bv. op basis van criterium of redelijkerwijs kan worden voorzien dat debiteur met betalen van schulden kan doorgaan)	voorkomen onterechte surseances, bevorderen tijdige aanvragen. Rechter meer meelaten kijken in fase dat er nog iets te redden is	doel is te bewerken dat S in eerder stadium wordt aangevraagd, als de problemen nog niet onoverkomelijk zijn geworden. Voorwaarde voor betere selectie F-wet van efficiënte en inefficiënte bedrijven	of werkelijk eerder door ondernemer S wordt aangevraagd, hangt ervan af of er voldoende prikkels zijn om nadeel (bewindvoerder, stigma) te overwinnen. Moet in systeem worden gezien in samenhang met pt.3, 5 en 12
2a verlengen afkoelingsperiode (S+F) van 1+1 naar 2+2 mnd. voor gevallen waarin het nodig is	in gevallen waarin perspectief is voor reorganisatie of doorstart, meer tijd om dat te organiseren	meer tijd. Afkoelingsperiode is nu automatisme. In systeem zou passen dat rechter gevallen zonder perspectief direct in F brengt, om nodeeloos oplopen problematiek te voorkomen: samenhang met punt 6.	volgens geraadpleegde deskundigen is dit nu niet al te vaak knelpunt, maar in eindplaatje wel, als S meer uit de verf komt als reorganisatiefase
2b duidelijker regelen van afkoelingsperiode, o.a. gebruiksrecht van goederen	financiële armslag voor bewindvoerder of curator	draagt bij aan opgang houden activiteiten efficiënte bedrijven	als S meer wordt gebruikt in eindmodel, is dit belangrijk instrument
3 vereiste meerderheid, dwangakkoord in F en S, gericht op concurrente crediteuren, minder stringente criteria voor homologatie	blokkades doorbreken	versnelt procedure, doorbraak forceren naar reorganisatie van efficiënte bedrijven	bijdrage aan daadwerkelijk doorstarten nu beperkt, doordat er in 80% van de gevallen niets meer is voor conc. crediteuren. In eindbeeld, wanneer S eerder wordt aangevraagd, en S weer bruikbaar instrument is, heb je het zeker nodig, en wordt het relevanter.
4 RC beproeft bij betwisting vordering schikking ter voorkoming van langdurige reenvooiprocedure	voorkomen tijdrovende en zinloze procedures	versnelt procedure	komt niet vaak voor

Appendix: vervolg

maatregel	wat wil werkgroep ermee bereiken		
	per maatregel	systemeffect	belang van maatregel in eindplaatje
5 verplichte benoeming RC	surseance objectiveren, onder rechter brengen		wet in overeenstemming brengen met bestaande praktijk
6 bewindvoerder kan aanwijzingen geven aan schuldenaar. Gaat bijvoorbeeld om maken van plan, tot het nemen van bepaald besluit. Machtiging RC nodig	nu nogal eens patstelling doordat bewindvoerder en debiteur beide moeten instemmen.	id.	er is beroepsgang, rechtbank beslist
7 in S kan tegen handelen/nalaten bewindvoerder worden opgekomen	klachtprocedure van het faillissement	verbeteren kwaliteit surseance	past bij volwaardige surseance
8 S werkt t.o.v. vorderingen waaraan preferentie is verbonden	gaat met name om fiscus en bedrijfsverenigingen. Fiscus houdt bodemrecht. SZW beziet of bedrijfsverenigingen hieraan kunnen meewerken	verhogen financiële armslag voor bewindvoerder ten dienste van reorganisatie	wezenlijk punt. Fiscus stelt zich volgens deskundigen in praktijk terughoudend op. Maar bedrijfsverenigingen niet
9 de bevoegdheid van nutsbedrijven om levering op te schorten om betaling van schulden van voor S of F af te dwingen, wordt weggenomen	meer lucht	meer financiële armslag voor efficiënte bedrijven	komt frequent voor, volgens deskundigen. En is directe aanslag op continuïteit. Is belangrijk punt.
10 centraal register, raadpleegbaarheid beperken tot 10 jr. centrale opslag en ontsluiting gegevens F + S, ook van natuurlijke personen. Zelfde gegevens als nu bij 19 rechtbanken opvraagbaar, alleen met eindige termijn.	primair doel: inefficiëntie uit huidige systeem halen t.b.v. rechterlijke macht en degenen die register raadplegen	heeft selecterende en disciplinerende werking	niet essentieel, maar levert wel bijdrage

Bron: Ministerie van Justitie (1999)

RC = rechter commissaris, F = faillissement, S = surseance

OVER DE AUTEURS

Arnoud Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam. Daarnaast is hij Research Fellow van het Center for Economic Policy Research (CEPR) in Londen en directeur van het Amsterdam Center for Corporate Finance. Hij heeft ondermeer gepubliceerd over regulering van financiële instellingen, fusies en overnames, corporate governance en financiële structuur en risico management van ondernemingen. Naast zijn wetenschappelijk werk is professor Boot actief als consultant en adviseur, ondermeer van de Centrale Bank van Zweden.

Jeroen Ligterink is universitair docent Ondernemingsfinanciering aan de Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie van de Universiteit van Amsterdam. Hij rondt momenteel zijn proefschrift af over het financiële risico management beleid binnen ondernemingen, en heeft daarnaast gepubliceerd over ondermeer emerging markets, kostenvoet van vermogen, vermogensstructuur beslissingen en over internationale fusies en overnames. Jeroen Ligterink is verder actief als co-director van het Amsterdam Center for Corporate Finance.

Amsterdam Center for Corporate Finance

The Amsterdam Center for Corporate Finance (ACCF) is a thinktank specializing in the financial management of corporations and the operations of the financial sector. The ACCF promotes high quality research on the interface between financial theory and corporate policy. With a variety of activities, it provides a forum for dialog between academics and practitioners. The ACCF is affiliated with the Finance Group at the University of Amsterdam and is supported by major financial and industrial corporations, consultancy agencies and (semi) government bodies.

Directors

A.W.A. Boot
J.E. Ligterink

Board

Jhr. A.A. Loudon
R. Soeting
A. Verberk

Address

Roetersstraat 11
1018 WB Amsterdam
The Netherlands
Phone/Fax: +31 20 525 4256/5285
E-mail: ACCF@fee.uva.nl