



Centraal Planbureau

Verstevig positie
management

*Beperk rechten
schuldeisers*

CPB Policy Brief | 2017/01

In vier stappen
naar efficiëntere
faillissements-
wetgeving

Sander van Veldhuizen
Bas Straathof



Vier opties voor verbetering van de faillissementswet

1 Maak onderscheid tussen meerdere categorieën concurrente schuldeisers

Nu Leningen zonder onderpand zijn weinig aantrekkelijk voor financiers.

Beleids optie Maak onderscheid tussen meerdere categorieën concurrente schuldeisers → Eigenaren en alle financiers kunnen bij opstellen contract een passende categorie kiezen.

Preferent
Werknemers, UWW en Belastingdienst

Categorie A
Wordt gelijktijdig met categorie B afgelost, maar krijgt per euro schuld meer aflossing

Categorie B
Wordt gelijktijdig met categorie A afgelost, maar krijgt per euro schuld minder aflossing

Voorbeeld met twee categorieën
Totale schuld € 36.000, aflossing € 15.000
Categorie A: per euro schuld 2 keer zo veel aflossing

	Schuld	Aflossing	Percentage
Preferent	€ 6.000	€ 6.000	100 %
Categorie A	€ 10.000	€ 4.500	45 %
Categorie B	€ 20.000	€ 4.500	22½%

2 Plaats bij surseance de curator op afstand

Nu Curator krijgt zeggenschap over de onderneming bij surseance → Ondernemers stellen surseance uit → Hierdoor blijven inefficiënte bedrijven langer doorgaan, de overlevingskans neemt af.

Beleids optie Een *debtor-in-possession* procedure prikkelt de ondernemer eerder surseance aan te vragen en om meer informatie te delen → Er is meer kans op een succesvolle reorganisatie of doorstart.

3 Schort rechten van onderpandhouders op

Nu Schuldeisers kunnen onderpand terughalen → Minder kans op succesvolle liquidatie.

Beleids optie Schort bij surseance en faillissement rechten van schuldeisers met onderpand op → Dit voorkomt crediteurenrun → Ondernemer of curator heeft weer grip op goede afwikkeling.

4 Dwangakkoord versterkt collectief belang

Nu Minderheid van schuldeisers kan reorganisatieplannen tegenhouden → Minder kans op succesvolle liquidatie.

Beleids optie Bij surseance kan dwangakkoord worden voorgesteld. Stemrecht (maar geen veto) voor iedereen die wordt benadeeld → Prikkel om meer te richten op collectieve belang.

Samenvatting

Een stabiele welvaartsontwikkeling is gebaat bij een flexibele economie die snel kan inspelen op veranderende omstandigheden. Te denken valt aan de gevolgen van een financiële crisis of van nieuwe technologische ontwikkelingen. De overheid kan de flexibiliteit van de economie vergroten door het reorganiseren of opheffen van ondernemingen met betalingsproblemen sneller en goedkoper te maken. Efficiënte insolventiewetgeving zorgt ervoor dat improductieve bedrijven minder lang blijven voortbestaan, waardoor de prikkels voor innovatieve investeringen toenemen en investeerders hiervoor meer risicodragend kapitaal willen verschaffen. Tegelijkertijd kan meer risicodragend kapitaal bij bedrijven de risico-opslag bij (bancaire) kredietverlening laten afnemen, hetgeen een positief effect op kredietverlening kan hebben.

Op dit moment overweegt zowel Nederland als Europa de insolventiewetgeving aan te passen om het reorganiserend vermogen van de economie te vergroten. In Nederland kunnen vier beleidsopties de reorganisatiemogelijkheden voor bedrijven met betalingsproblemen vergroten:

1. Maak in de wet onderscheid tussen *meerdere categorieën concurrente schuldeisers*, waarbij iedere categorie verschillend gewogen wordt. Creëer tevens mogelijkheden om schuldvorderingen om te zetten in preferente aandelen. Financiers en eigenaren kunnen dan van tevoren bepalen in welke categorie een financieringsovereenkomst valt.
2. Voer een *debtor-in-possession*-procedure in bij surseance. Dit geeft het management van een bedrijf met betalingsproblemen een prikkel om eerder surseance aan te vragen en om na de aanvraag meer informatie te delen met de bewindvoerder en de schuldeisers. Internationaal gezien springt Nederland in het oog door afwezigheid van een *debtor-in-possession*-procedure, de meeste ontwikkelde economieën hebben wel een dergelijke procedure.
3. Schort de rechten van schuldeisers met onderpand bij surseance en faillissement op. Dit helpt een crediteurenrun te voorkomen en bevordert de kans op een succesvolle doorstart.
4. Om te voorkomen dat individuele schuldeisers een doorstart bij surseance dwarsbomen, is een *dwangakkoord* buiten faillissement nodig. Het huidige voorstel Wet Continuïteit Ondernemingen II (WCO II) voorziet daarin, maar een scherpere en wettelijk vastgelegde indeling van klassen van schuldeisers voorkomt meningsverschillen tijdens de procedure. Het vergroot langs die weg de *deal-certainty*.

1 Inleiding

Een stabiele welvaartsontwikkeling is gebaat bij een flexibele economie die snel kan inspelen op veranderende omstandigheden. Te denken valt aan de gevolgen van een financiële crisis of van nieuwe technologische ontwikkelingen. Ondernemingen die zich sneller aanpassen aan nieuwe omstandigheden, vergroten hun marktaandeel ten koste van bedrijven die dat minder goed kunnen. Bedrijven die zich onvoldoende kunnen aanpassen, krijgen betalingsproblemen. Omdat de productiviteit van de uittredende bedrijven lager is dan de gemiddelde productiviteit van bedrijven, verhoogt dit proces van creatieve destructie de totale productiviteit, en leidt het dus tot hogere economische groei.¹ Insolventiewetgeving² speelt hierbij om twee redenen een belangrijke rol.

Ten eerste werkt insolventiewetgeving door op investeringen in innovatie en innovatieve activiteiten van bedrijven. Het verwachte rendement van een risicovolle investering hangt niet alleen af van de winst bij succes maar ook van de kosten bij mislukking. Zeker bij innovatieve start-ups kan na een mislukte investering blijken dat het bedrijf niet levensvatbaar is en beter opgeheven kan worden. Contractuele en wettelijke verplichtingen kunnen van het opheffen van een bedrijf echter een kostbare aangelegenheid maken. Het gaat daarbij niet alleen om kosten die rechtstreeks ten laste van de boedel komen, maar ook om de tijd die schuldeisers en ondernemers nodig hebben om een surseance of faillissement af te wikkelen.

Hoe hoger de kosten van het afwikkelen zijn, hoe lager het verwachte rendement op risicovolle investeringen. Dit geldt zowel voor de eigenaar als voor externe financiers zonder onderpand of hypotheekrecht. Als insolventiewetgeving leidt tot hoge afwikkelingskosten, dan maakt dit investeringen in innovatie onaantrekkelijk. Empirisch onderzoek wijst uit dat sterke crediteurenrechten leiden tot lagere absolute niveaus van innovatie, ook in sectoren zoals de informatietechnologie en biotechnologie.³

Ten tweede beïnvloedt insolventiewetgeving de werking van kapitaalmarkten. Zonder insolventiewetgeving hebben schuldeisers een zwakke positie, omdat zij alleen kunnen terugvallen op civiele rechtszaken. Financiers zullen dan weinig vreemd vermogen aanbieden. Als schuldeisers daarentegen sterke rechten hebben, dan is het aantrekkelijk voor financiers om risicoarm kapitaal te verstrekken en zullen er weinig risicovolle investeringen plaatsvinden. De empirie laat zien dat in landen met sterkere crediteurenbescherming bedrijven minder eigen vermogen hebben en risicodragende kapitaalinvesteringen lager zijn.⁴ Bij kredietverstrekkers verhoogt sterke

¹ Aghion en Howitt (1992) presenteren een model waarin de hoogte van de economische groei positief samenhangt met het aantal faillissementen. De gedachte is dat nieuwe bedrijven een sterkere prikkel hebben om te innoveren dan bestaande bedrijven omdat innovatie ten koste gaat van de winst uit bestaande producten.

² Deze policy brief laat persoonlijke faillissementen buiten beschouwing.

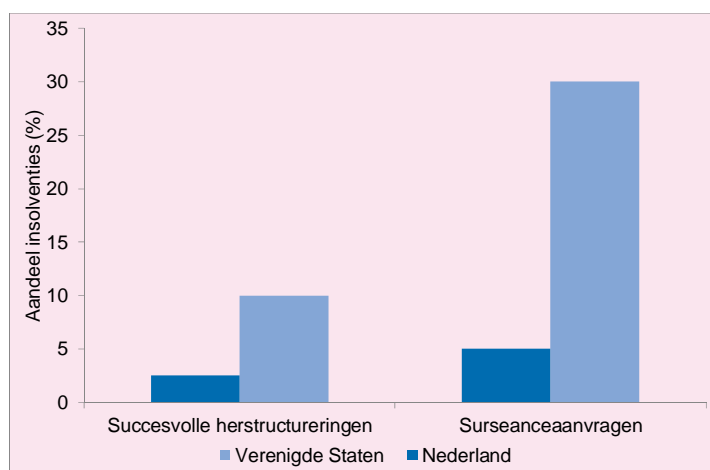
³ Zie Acharya en Subramanian (2009).

⁴ Zie Acharya en Subramanian (2009) en Chava en Roberts (2008). Het onderliggende mechanisme is dat sterke schuldeisersrechten kunnen leiden tot te veel liquidaties. Hierdoor daalt de optiewaarde voor doorstart van bedrijven in

crediteurenbescherming de bereidheid om leningen te verstrekken – in plaats van risicodragend kapitaal. Empirische studies laten dan ook een positief verband zien tussen de mate van crediteurenbescherming en de omvang van de kredietmarkten.⁵ Dus zowel aan de aanbodzijde als aan de vraagzijde leidt sterke crediteurenbescherming tot lagere eigen vermogens bij bedrijven.

Een reorganisatie of voortzetting van een onderneming in betalingsproblemen blijkt in Nederland weinig kans van slagen te hebben, zelfs als dat vanuit economisch oogpunt wenselijk is. Slechts 2,5 procent van de insolvente bedrijven in Nederland maakt een doorstart, terwijl dit in de Verenigde Staten tien procent is (figuur 1). Ook het aandeel surseanceaanvragen en doorstarts ligt in Nederland met vier procent van het totaal aantal jaarlijkse insolventies veel lager dan in de Verenigde Staten. Het reorganiserend vermogen van de Nederlandse insolventiewetgeving lijkt dus voor verbetering vatbaar.

Figuur 1 Relatief weinig herstructurerings en surseances in Nederland⁶



Bron: Centraal Insolventieregister, United States Courts, CPB.

Op dit moment wordt zowel in Nederland als in Europa overwogen om de insolventiewetgeving aan te passen met het doel een snellere exit van improductieve bedrijven te realiseren. In Nederland stelt de overheid voor om de reorganisatiemogelijkheden voor bedrijven met betalingsproblemen te vergroten via een stille bewindvoerder en een dwangakkoord voor herstructurering buiten faillissement.⁷

financiële problemen en daarmee de ex-ante aandeelhouderswaarde. Aandeelhouders anticiperen hierop door risicovolle investeringen te verminderen.

⁵ Zie Djankov e.a. (2008).

⁶ Het aantal succesvolle herstructureringen is gedefinieerd als het aantal succesvolle surseances (of Chapter 11 in de VS) plus het aantal succesvolle activatransacties. Het aantal insolventies is gedefinieerd als het aantal insolventieaanvragen (surseance en faillissement).

⁷ Zie Wetgevingstraject Herijking Faillissementsrecht ([link](#)), waarin verbeterpunten voor de Faillissementswet worden verkend.

Nederlands insolventierecht biedt bedrijven in betalingsproblemen vier mogelijkheden

Een onderneming in financiële moeilijkheden heeft in Nederland vier mogelijkheden om tot een oplossing te komen: een informele reorganisatie, een surseance van betaling, een faillissement, of een faillissement gecombineerd met een doorstart van gezonde delen van het bedrijf, een zogeheten activatransactie.

Een eerste mogelijkheid is om buiten de insolventieprocedures met de schuldeisers tot een oplossing te komen. Aangezien de onderhandelingen over een herstructurering buiten de formele insolventieprocedures plaatsvinden, zullen alle schuldeisers akkoord moeten gaan. Naarmate het aantal schuldeisers toeneemt, worden dergelijke onderhandelingen ingewikkelder en neemt de kans op overeenstemming af. Het wetsvoorstel WCO II introduceert een wettelijke regeling voor het herstructureren van schulden buiten faillissement, waarbij een schuldeiser zijn medewerking op onredelijke gronden niet kan weigeren. Vooralsnog hebben informele herstructureringen alleen een kans van slagen als schulden geconcentreerd zijn bij één crediteur. Voor het Nederlandse bedrijfsleven vormt bankfinanciering de belangrijkste bron van externe financiering. Met een aandeel van 80% is bankfinanciering voor het mkb zelfs veruit het belangrijkste (Bijlsma e.a., 2015). Banken spelen dan ook vaak een centrale rol bij het signaleren en oplossen van financiële problemen bij ondernemingen (Boot, 2000).

Een tweede mogelijkheid is het aanvragen van surseance van betaling. *De jure* kan in Nederland alleen de ondernemer surseance van betaling aanvragen, maar een schuldeiser kan een ondernemer *de facto* ook dwingen om surseance aan te vragen door te dreigen met een faillissementsaanvraag. In het geval dat surseance wordt verleend, wijst de rechter een bewindvoerder toe en wordt de onderneming ingeschreven in het Centraal Insolventieregister. Het doel van de surseance is de onderneming de gelegenheid te geven om orde op zaken te stellen en zo een faillissement te voorkomen. Tijdens de surseance moet het management voor bepaalde beslissingen, bijvoorbeeld verkoop van activa, toestemming vragen aan de bewindvoerder. Ook kan het management de schuldeisers een akkoord aanbieden om schulden te herstructureren. Wanneer de schuldeisers akkoord gaan en de rechter goedkeuring verleent, dan is het akkoord bindend voor alle schuldeisers. Echter, de surseance werkt alleen ten aanzien van concurrente schuldeisers (zie kader 'Nederland kent vier typen schuldeisers').

Een derde mogelijkheid is een faillissement, waarbij het gehele vermogen van de onderneming in financiële problemen wordt geliquideerd en de opbrengst onder de schuldeisers verdeeld. Het faillissement kan worden aangevraagd door de ondernemer of de schuldeisers. Na de faillissementsuitspraak benoemt de rechtbank een curator, die het beheer van de onderneming overneemt. Een belangrijk verschil met surseance is dat huur- en arbeidscontracten relatief gemakkelijk kunnen worden ontbonden.

De laatste mogelijkheid is een activatransactie. Hoewel de surseance van betaling formeel is bedoeld om de onderneming de gelegenheid te geven om orde op zaken te stellen en zo een faillissement te voorkomen, wordt in de praktijk vaker gereorganiseerd via een activatransactie. Hierbij neemt een andere vennootschap (de gezonde delen van) een failliete onderneming over via een aandelentransactie. Dit kan betekenen dat bedrijven die eigenlijk geliquideerd hadden moeten worden, op kosten van crediteuren worden gereorganiseerd.

De Europese Commissie wil de barrières als gevolg van nationale verschillen in insolventiewetgeving beperken door een minimumniveau van harmonisatie overeen te komen en daarmee risicovolle investeringen en grensoverschrijdend kapitaalverkeer aantrekkelijker maken.⁸ Deze Policy Brief analyseert hoe insolventiewetgeving zo kan worden vormgegeven dat ze voor de economie het beste resultaat oplevert.

Om het mechanisme van concurrentie en innovatie goed te laten functioneren, moet de overheid er voor zorgen dat met noodlijdende ondernemingen zo wordt omgegaan dat dit voor de economie het beste resultaat oplevert. Dat vertaalt zich in voortzetting van een onderneming via reorganisatie als de totale verwachte inkomsten van de onderneming bij voortzetting groter zijn dan de opbrengst bij verkoop van de onderneming in losse onderdelen. Als de totale verwachte inkomsten bij voortzetting lager zijn dan bij liquidatie, dan is liquidatie de beste uitkomst voor de economie.

Als een bedrijf in betalingsproblemen komt, en we leven in een wereld zonder insolventiewetgeving, zijn er drie redenen waarom de markt faalt bij betalingsproblemen. Ten eerste is het voor partijen kostbaar om contracten gedetailleerd te specificeren. Een volledig gespecificeerd contract is zelfs onmogelijk op te stellen. Insolventiewetgeving stelt *eigendomsrechten bij insolventie* vast en voorziet in standaardregels voor situaties waarin een partij niet voldoet aan de betalingsverplichtingen die uit een contract voortvloeien. Met een goede insolventiewetgeving kunnen eenvoudige contracten daarom eerder volstaan.

Een tweede reden waarom de markt faalt bij insolventie is dat *de schuldeiser veelal over beperktere informatie beschikt dan de ondernemer*. We laten zien dat deze informatieasymmetrie er onder de huidige wetgeving voor kan zorgen dat ondernemers te laat of geen surseance aanvragen en dat ondernemingen met overlevingskansen mogelijk te snel worden geliquideerd.

Ten derde spelen er coördinatieproblemen tussen schuldeisers, waarbij de belangen van individuele schuldeisers op gespannen voet staan met de belangen van de schuldeisers als collectief. Dergelijke situaties kunnen leiden tot een *voortijdige liquidatie* van de onderneming, of tot *langdurige onderhandelingen*. Een beperking van de rechten van schuldeisers kan dan in het belang van de schuldeisers zijn, omdat dit de *stabiliteit* van de afwikkeling van insolventies vergroot.

In de volgende drie hoofdstukken bespreken we elk van deze marktimperfecties en geven we aan hoe de overheid de gevolgen ervan kan verminderen, wat *best practices* zijn en hoe dat past in het Nederlandse beleid.

⁸ Zie het EC-voorstel voor een nieuwe aanpak van insolvente bedrijven in Europa ([link](#)).

2 Eigendomsrechten bij insolventie

De primaire functie van insolventiewetgeving is om eigendomsrechten te definiëren en te beschermen als een bedrijf niet aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen.

Insolventiewetgeving lost twee problemen op die ontstaan als gevolg van onduidelijke eigendomsrechten bij insolventie. Ten eerste maakt insolventiewetgeving het mogelijk om bij meerdere gelijktijdige contractbreuken deze efficiënt af te handelen en een stroom aan rechtszaken bij insolventie te voorkomen. Een tweede functie is dat insolventiewetgeving en -jurisprudentie standaardregels voorschrijven, waardoor ook eenvoudige contracten zekerheid bieden bij het niet nakomen van betalingsverplichtingen.

Meervoudige contractbreuk

Als een onderneming betalingsproblemen krijgt, dan kan die onderneming vaak simultaan meerdere contracten niet meer naleven. Zo kunnen niet alleen geschillen ontstaan met financiers, maar ook met de belastingdienst, leveranciers en werknemers. Waar bij reguliere contractbreuken civiele rechtszaken meestal volstaan, is het bij insolventie ondoenlijk om ieder geschil apart door de rechter te laten beoordelen. De uitkomsten van de individuele civiele rechtszaken beïnvloeden elkaar immers, waardoor rechtszaken complex, en dus kostbaar, worden.

Hier ligt een taak voor de overheid om bij insolventie een overvloed aan rechtszaken te voorkomen. Dit kan de overheid doen door een bewindvoerder aan te stellen. Een bewindvoerder is een door de rechter aangewezen onafhankelijke derde partij die samen met de schuldeiser(s) het beheer voert over de bezittingen van een onderneming. Een bewindvoerder kan alle belanghebbenden dwingen om in één keer en binnen een bepaalde periode tot een voor alle belanghebbenden bindende oplossing te komen.⁹ Op deze manier blijven de kosten van heronderhandeling beperkt, waardoor alle belanghebbenden beter af zijn.

Het vooruitzicht dat een bewindvoerder bij insolventie op voorspelbare wijze conflicten tussen stakeholders beslecht - en zo snel tot een doorstart of liquidatie komt - heeft gevolgen voor het contract dat een ondernemer met zijn financier(s) afsluit. Een gedetailleerde uitwerking van het contract is belangrijk als er complexe rechtszaken dreigen bij insolventie, maar heeft minder voordelen als een bewindvoerder relatief efficiënt kan arbitrerende. Insolventiebeleid kan op deze manier bijdragen aan eenvoudigere contracten en lagere transactiekosten. Voor de economie leidt een efficiënte afhandeling van insolventies tot het korter voortbestaan van inefficiënte bedrijven, waardoor de mensen en het kapitaal van het insolvente bedrijf weer snel productief ingezet kunnen worden. Hierdoor stijgt de productiviteit van de economie.

⁹ Zie Hart (2000).

Incomplete contracten

Insolventierecht verlaagt de contractkosten en maakt het langs die weg eenvoudiger voor ondernemers om tot financieringsovereenkomsten te komen met geldverstrekkers. Geen enkel contract omschrijft de rechten en plichten van de contractanten in alle mogelijke situaties. Enerzijds omdat niet alle toekomstige situaties van tevoren denkbaar zijn, anderzijds omdat het kostbaar is om gedetailleerde contracten op te stellen.

Insolventiewetgeving staat toe om de rechten en plichten van contractanten alleen op hoofdlijnen te beschrijven en vervolgens bij een geschil te heronderhandelen, of te vertrouwen op arbitrage.

Het insolventierecht kan de contractkosten verder verlagen door onderscheid te maken tussen verschillende soorten financieringsvormen. Op die manier kan er een grotere diversiteit van financieringsinstrumenten voor bedrijven ontstaan. Naarmate de wet meer categorieën financieringsvormen biedt, hebben partijen meer mogelijkheden om het contract af te sluiten dat het dichtst bij hun voorkeuren ligt. Zo kunnen de eigenaar van een bedrijf en (potentiele) financiers bij het sluiten van een overeenkomst kiezen onder welk regime een eventuele contractbreuk wordt behandeld. Insolventiewetgeving maakt zo contracten mogelijk waarin eigenaar en financier zich vooraf verbinden aan de arbitrageregels die bij een contractbreuk gehanteerd worden.

Nederland kent vier typen schuldeisers

Momenteel onderscheidt de Nederlandse faillissementswetgeving vier soorten schuldeisers bij het verdelen van de opbrengst van een faillissement: preferent, bijzonder, concurrent, en achtergesteld. Preferente schuldeisers zijn werknemers, het UWV en de Belastingdienst en worden als eerste bediend. Of een schuldeiser preferent is, is geen vooraf overeengekomen keuze, maar staat in de wet omschreven. Bijzondere schuldeisers zijn onder meer schuldeisers met hypotheek- en pandrechten. Schuldeisers in deze categorie kunnen beslag laten leggen ongeacht of een bedrijf in surseance of failliet is. Wel kan de rechtbank een afkoelingsperiode van twee maanden opleggen (en eventueel met twee maanden verlengen) waarin verhaalsrechten door derden niet kunnen worden uitgeoefend. Concurrente schuldeisers zijn crediteuren en financiers zonder onderpand. De eventuele resterende waarde van een faillissement is voor de achtergestelde schuldeisers.

Financiers kunnen in Nederland dus kiezen uit drie mogelijkheden: bijzonder, concurrent, of achtergesteld. Deze schuldeisers zijn ordinaal geordend: zolang een bijzondere schuldeiser niet het volledig bedrag krijgt, is de schuld aan concurrente schuldeisers niets meer waard. En zolang de schuld aan concurrente schuldeisers niet volledig is afgelost, is er geen geld voor aflossing van achtergestelde leningen. Preferente en bijzondere schuldeisers lopen weinig risico als een bedrijf in betalingsproblemen komt, terwijl concurrente en achtergestelde schuldeisers de bulk van het risico dragen.

Het volgende voorbeeld illustreert de gevolgen van deze ordinale ordening. Maak onderscheid tussen twee categorieën schuldeisers, waarbij schuldeisers in categorie A per euro schuld twee keer zo veel terugbetaald krijgen als schuldeisers in categorie B. Als een bedrijf voor dertig procent aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen en er tienduizend euro schuld is in categorie A en twintigduizend euro in categorie B, dan krijgen schuldeisers in beide categorieën ieder 4500 euro terug. Dit betekent dat schuldeisers in categorie A 45 procent van de nominale schuld terugkrijgen, terwijl schuldeisers in categorie B 22,5 procent overhouden. Als categorie A volledige voorkeur boven categorie B zou hebben, dan krijgt categorie A negentig procent terug en categorie B niets.

Nederland kent momenteel beperkte differentiatie van categorieën schuldeisers. Het kader 'Nederland kent vier typen schuldeisers' beschrijft de soorten schuldeisers die we in Nederland kennen. Een mogelijk gevolg van de beperkte differentiatie in typen schuldeisers is dat het onaantrekkelijk is om leningen zonder onderpand te verstrekken. Een manier om meer differentiatie aan te brengen in faillissementsrisico's, is om verschillende categorieën schuldeisers te definiëren. Dit maakt het mogelijk voor contractpartijen om bij het afsluiten van het contract overeen te komen in welke schuldeiserscategorie de geldverstrekker terecht komt mochten er betalingsproblemen ontstaan. Op deze manier heeft een financier meer invloed op het risico dat hij neemt bij het afsluiten van het contract.

Momenteel is een wetsvoorstel in de maak dat bewindvoerders bij een faillissement de mogelijkheid geeft om schulden of schuldeisers in categorieën te verdelen.¹⁰ Deze indeling maakt de bewindvoerder pas wanneer er surseance is verleend. In dit voorstel is het dus bij het afsluiten van het contract nog niet duidelijk in welke categorie een financier valt in geval van een surseance. Het huidige voorstel geeft eigenaars en financiers geen extra mogelijkheden bij het sluiten van contracten en vergroot tegelijkertijd de onzekerheid, omdat de onderlinge verhouding tussen schuldeisers pas bij insolventie duidelijk wordt. Toenemende onzekerheid kan leiden tot hogere renteopslagen op krediet of een grotere kans op een crediteurenrun.

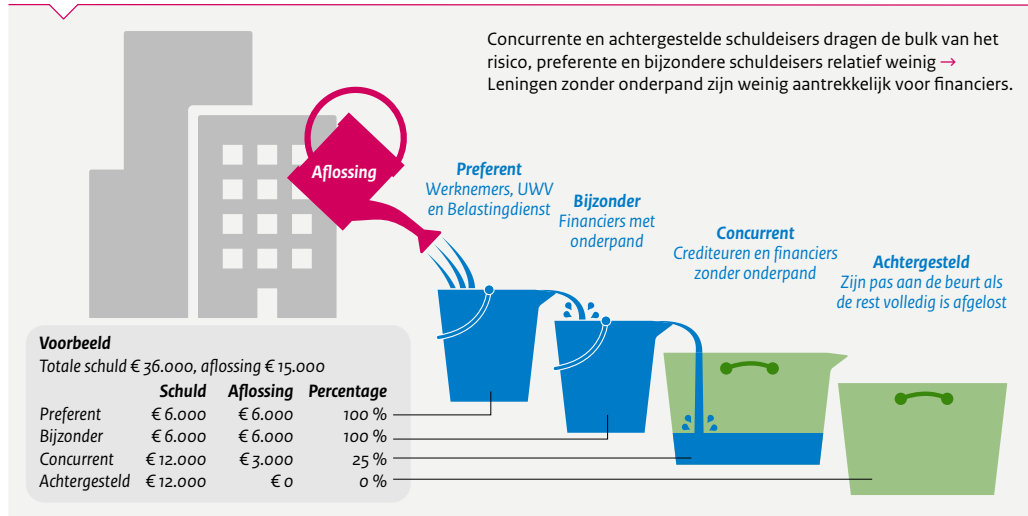
Een andere belemmering voor differentiatie in financieringsovereenkomsten in het huidige Nederlandse stelsel is dat schuldeisers geen mogelijkheid hebben om een lening om te zetten in preferente aandelen. In de Amerikaanse Chapter 11-procedure kunnen vorderingen van schuldeisers worden omgezet in aandelen zolang 1) junior schuldeisers in beginsel pas iets krijgen als alle hoger gerangschikte schuldeisers zijn voldaan, en 2) iedere crediteur minimaal datgene krijgt wat hij bij liquidatie zou ontvangen.

Beleids optie 1. Maak in de wet onderscheid tussen *meerdere categorieën concurrente schuldeisers* waarbij iedere categorie verschillend gewogen wordt. Creëer tevens mogelijkheden om schuldvorderingen om te zetten in preferente aandelen. Financiers en eigenaren kunnen dan van tevoren bepalen in welke categorie een financieringsovereenkomst valt.

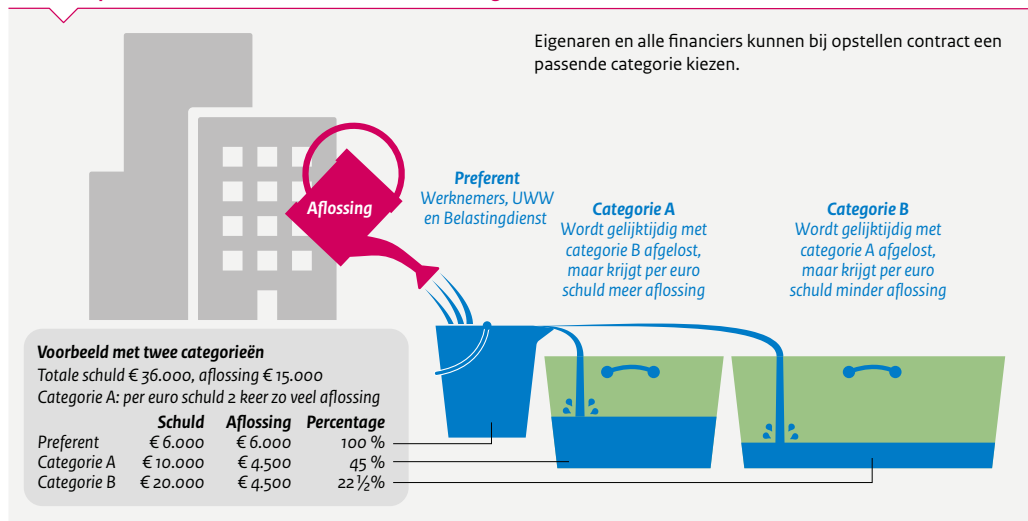
¹⁰ Zie WCO III.

Figuur 2 Beleidsoptie 1. Maak onderscheid tussen meerdere categorieën schuldeisers

Nu: Er zijn vier groepen schuldeisers, deze worden strikt ná elkaar afgelost



Beleidsoptie: Maak onderscheid tussen meerdere categorieën concurrente schuldeisers



3 Eigenaar weet meer dan schuldeiser

Bij betalingsproblemen kunnen twee problemen ontstaan, doordat de schuldeiser en de ondernemer verschillende informatieposities hebben. Gewoonlijk heeft de schuldeiser beperktere informatie dan de ondernemer. Immers, de ondernemer kent het bedrijf, de markt(-vooruitzichten) en de stakeholders beter dan de schuldeiser. Hierdoor ontstaan zowel *voor* als *na* een aanvraag van surseance problemen, waardoor ondernemingen met overlevingskansen mogelijk te snel worden geliquideerd.

Vóór aanvraag surseance

In de situatie *voordat* surseance wordt aangevraagd, heeft een onderneming in betalingsproblemen een prikkel om te laat te onthullen dat er problemen zijn. In tegenstelling tot de schuldeiser, heeft de ondernemer bij betalingsproblemen weinig meer te verliezen. Hierdoor wacht hij te lang met het onthullen van informatie en gokt zo op een meevaller om uit de problemen te komen. Dit wordt ook wel *gambling for resurrection* genoemd.

Insolventiewetgeving kan het probleem van uitstelgedrag bij de aanvraag van surseance verkleinen door de ondernemer baat te laten hebben bij de insolventieprocedure. Als de ondernemer baat heeft bij een tijdige aanvraag van surseance, dan kan dit op bedrijfsniveau leiden tot betere kansen voor succesvolle reorganisaties. Op macroniveau neemt daardoor de productiviteit toe vanwege het korter voortbestaan van inefficiënte bedrijven of bedrijfsonderdelen.

De Nederlandse insolventieprocedures geven ondernemers in betalingsproblemen een prikkel om de surseance van betaling zo lang mogelijk uit te stellen. Er zijn hier twee oorzaken voor aan te wijzen. Ten eerste kan een aanvraag de positie van de onderneming verder destabiliseren, dit wordt apart besproken in het volgende hoofdstuk. Ten tweede verliest de ondernemer bij surseance grotendeels zijn zeggenschap over de onderneming aan de bewindvoerder.¹¹ Indien de ondernemer bij de inwerkingtreding van surseance zeggenschap over zijn onderneming behoudt en de bewindvoerder meer op afstand wordt geplaatst, dan kan dat de ondernemer stimuleren om tijdiger surseance aan te vragen.

Figuur 3 Nederlandse insolventiewetgeving heeft geen *debtor-in-possession-procedure*

Bewindvoerder neemt zeggenschap over	Bewindvoerder aangesteld, ondernemer behoudt zeggenschap	Bewindvoerder kan worden aangesteld (geen verplichting)
<ul style="list-style-type: none">• Nederland	<ul style="list-style-type: none">• Verenigd Koninkrijk• Verenigde Staten• Oostenrijk• Denemarken• Finland• Duitsland• Zweden	<ul style="list-style-type: none">• Frankrijk• Ierland• België

Bron: Carcea e.a. (2015), CPB.

¹¹ Zie Galen (2014).

Een *debtor-in-possession*-procedure is een manier om de eigenaar een prikkel te geven om tijdig uitstel van betaling aan te vragen. Bij *debtor-in-possession* behoudt het management zeggenschap over de onderneming, bepaalt het zelf het verloop van de reorganisatieprocedure en komt het met een voorstel voor een akkoord. De rechtbank heeft, net als bij de Nederlandse surseance, een toezichthoudende rol. *Debtor-in-possession* is bekend van het Amerikaanse *Chapter 11*, maar de meeste ontwikkelde economieën hebben een vergelijkbare regeling (figuur 3).

Beleids optie 2. Voer een *debtor-in-possession*-procedure in bij surseance. Dit geeft het management een prikkel om eerder surseance aan te vragen en om na de aanvraag meer informatie te delen met de bewindvoerder en de schuldeisers. Daarnaast kan een verbreding van de surseanceaanvraag naar schuldeisers ook een prikkel zijn om surseance eerder aan te vragen.

Na aanvraag surseance en bij faillissement

In de situatie *nadat* surseance (of faillissement) is aangevraagd, zorgen informatieproblemen ervoor dat een schuldeiser een sterke prikkel heeft om onderpand in beslag te nemen of de onderneming te liquideren. Dit geldt ook voor noodlijdende ondernemingen met grote overlevingskansen. Immers, de informatie die de ondernemer aan de schuldeiser verstrekt, kan de schuldeiser niet vertrouwen. De ondernemer heeft in alle gevallen meer baat bij een doorstart dan de schuldeiser waardoor de schuldeiser geen onderscheid kan maken in geloofwaardige en ongeloofwaardige informatie over de perspectieven bij doorstart. Insolventiewetgeving kan deze problemen verminderen door het aanstellen van een bewindvoerder, zoals ook in Nederland en veel andere landen gebeurt. De bewindvoerder, die betaald wordt uit de cashflow van de onderneming, heeft een betere informatiepositie dan de schuldeiser en kan de mogelijkheden voor een doorstart beter beoordelen.¹² Daarnaast handelt de bewindvoerder in het belang van de schuldeisers en verkleint op die manier *gambling for resurrection*. De bewindvoerder zorgt ervoor dat schuldeisers meer betrouwbare informatie over doorstartmogelijkheden hebben, waarmee de kans op instemming met een doorstart toeneemt. Op macroniveau verhoogt dit het rendement op investeringen.

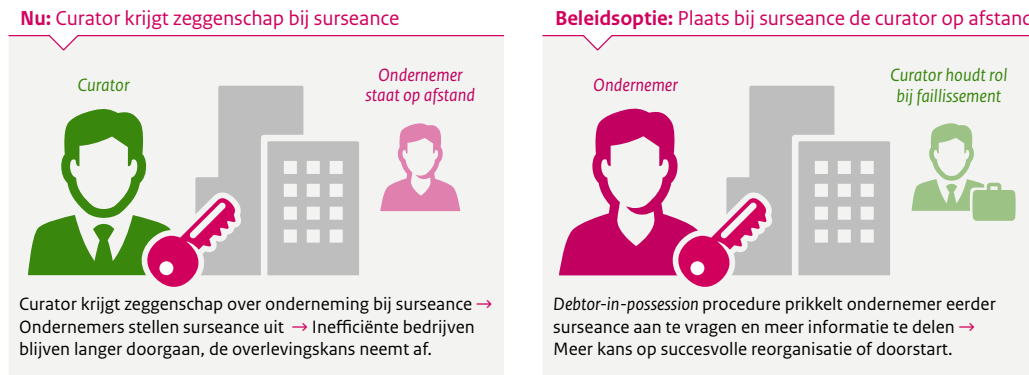
Naast een 'reguliere' bewindvoerder kent het Nederlandse insolventierecht sinds kort een 'stille bewindvoerder', waarmee beoogd wordt onnodige faillissementen te voorkomen.¹³ Wanneer een ondernemer in financiële moeilijkheden komt, kan hij de rechtbank vragen een stille bewindvoerder aan te stellen bij faillissement. Een voordeel hiervan is een hogere doorloopsnelheid van een faillissement en de daaraan gekoppelde doorstart. Een nadeel is dat de procedure zich niet richt op reorganisatie en herstructurering van schuld, maar op doorstart na faillissement. Omdat vooraf, onder toezicht van de rechter, maar in het geheim, afspraken met de bewindvoerder worden gemaakt over een doorstart na faillissement, zou dit nadelig kunnen uitpakken voor bepaalde stakeholders, zoals werknemers, en kan er alleen zeer beperkt worden onderhandeld met derde partijen die een bod op de

¹² Zie Smith en Stromberg (2005).

¹³ Zie WCO I

onderneming willen uitbrengen. Een evaluatie van de invoering van de stille bewindvoerder kan inzicht bieden of de voordelen opwegen tegen de nadelen.

Figuur 4 **Beleids optie 2. Voer een *debtor-in-possession*-procedure in bij surseance**



4 **Conflicterende belangen tussen schuldeisers**

Op het moment dat een onderneming in financiële moeilijkheden verkeert en uitstel van betaling aanvraagt, kan een situatie ontstaan waarbij de belangen van individuele schuldeisers op gespannen voet staan met de belangen van de schuldeisers als collectief. De economische literatuur noemt dit ook wel een coördinatieprobleem tussen schuldeisers. Een dergelijke situatie kan leiden tot een *voortijdige liquidatie* van de onderneming, of tot *langdurige onderhandelingen*. In beide gevallen kunnen de totale opbrengsten voor de schuldeisers afnemen.

Voortijdige liquidatie

In het geval van voortijdige liquidatie winnen schuldeisers met pandrechten hun onderpand uit voordat de bewindvoerder tot een overeenkomst tussen stakeholders heeft kunnen komen. In het ergste geval ontstaat een *crediteurenrun*: ofwel een fragmentarische liquidatie van de onderneming gebaseerd op ‘wie eerst komt, eerst maalt’, ook al leidt een collectieve liquidatie of een doorstart tot een hogere uitbetaling voor alle schuldeisers. Een crediteurenrun leidt dan tot het omvallen van levensvatbare bedrijven in financiële moeilijkheden.

Insolventiewetgeving kan dit coördinatieprobleem verkleinen door de rechten van schuldeisers met pandrechten op te schorten zolang een overeenkomst tussen schuldeisers ontbreekt. Hierdoor ontstaan ruimte en stabiliteit voor de ondernemer en schuldeisers om te onderhandelen over schuldherstructurering en doorstart van een onderneming. De gecreëerde ruimte en stabiliteit zorgen daarnaast voor pluriformiteit in vreemd vermogen. Immers, als schuldeisers alleen hun geld kunnen terugkrijgen als zij leningen met onderpand

verstrekken, dan zal de markt voor vreemd vermogen slechts bestaan uit leningen met pandrecht.¹⁴

Best practices om een crediteurenrun te voorkomen en mogelijkheden tot reorganisatie open te houden kunnen onder meer worden gevonden in Duitsland en de Verenigde Staten. In beide landen kunnen schuldeisers met zekerheidsrechten na opening van de procedure geen verhaalacties tegen de onderneming beginnen of voortzetten. Een moratorium ontnemt crediteuren met zekerheidsrechten de mogelijkheid om direct de stop uit de onderneming te trekken. Dit geeft de schuldenaar een stabiele basis om te kunnen reorganiseren.

¹⁴ Zie Acharya en Subramanian (2009), en Chava en Roberts (2008).

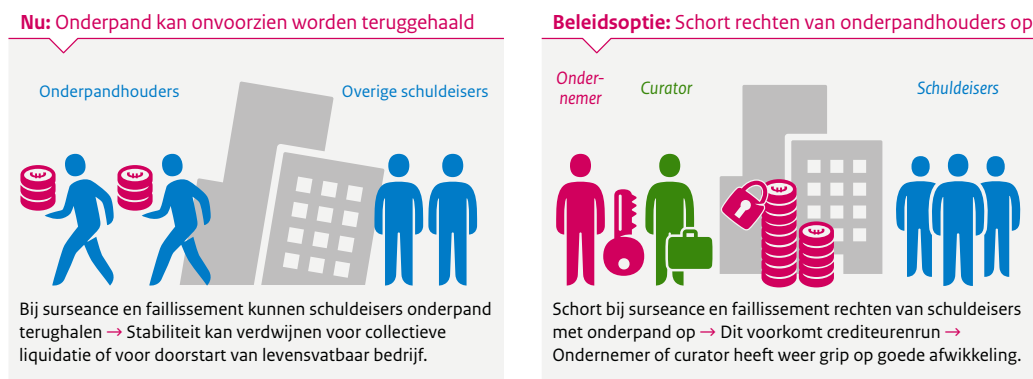
Om een crediteurenrun na het moratorium te voorkomen, hebben de meeste landen procedures om alle (zekerheids-)schuldeisers aan een herstructureringsplan te binden.¹⁵

De Nederlandse surseance van betaling werkt alleen ten aanzien van concurrente schuldeisers. Schuldeisers met pandrechten (bijzondere schuldeisers) vallen buiten de betalingsregelingen van surseance en behouden dus hun recht(en) om beslag te leggen, met uitzondering van een eventuele afkoelingsperiode. Dit geldt ook voor preferente schuldeisers als de Belastingdienst en het UWV, hoewel in de praktijk de Belastingdienst en het UWV zich vaak meewerkend opstellen. De rechtbank kan een afkoelingsperiode van twee maanden opleggen (en eventueel met twee maanden verlengen) waarin derden hun verhaalsrechten niet kunnen uitoefenen.¹⁶ Na de afkoelingsperiode kent de Nederlandse insolventiewetgeving geen mogelijkheden om alsnog een crediteurenrun te voorkomen.

Met de introductie van de stille bewindvoerder beoogt de wetgever een crediteurenrun te voorkomen, maar het is de vraag of dat zo is. Het is veelal heel moeilijk om deze informatie geheim te houden, omdat deze informatie geld waard is. Immers, als bepaalde schuldeisers er lucht van krijgen dat hun belangen onvoldoende worden gediend, bestaat de kans dat zij overgaan tot formele procedures. Op dat moment wordt de informatie publiek en ontstaat het gevaar op een crediteurenrun. Met andere woorden, stille bewindvoering lost de onderliggende problemen bij een crediteurenrun niet op en kan voortijdige liquidaties niet voorkomen.

Beleids optie 3. Schort de rechten van schuldeisers met onderpand bij surseance en faillissement op. Dit voorkomt een onmiddellijke crediteurenrun. Beleids opties 1, 2 en 4 ondervangen gezamenlijk het probleem van een daaropvolgende crediteurenrun.

Figuur 5 Beleids optie 3. Schort de rechten van schuldeisers met onderpand op



¹⁵ In die landen kunnen de rechten van de schuldeisers in het herstructureringsplan op iedere denkbare wijze worden aangepast, zolang wordt voldaan aan: 1) junior schuldeisers krijgen in beginsel pas iets als alle hoger gerangschikte schuldeisers zijn voldaan; 2) iedere crediteur krijgt minimaal datgene wat hij bij liquidatie zou ontvangen. Deze eisen reduceren het herstructureringsplan tot onderhandelingen over de verdeling van de wig tussen de liquidatiewaarde en de continuïteitswaarde.

¹⁶ Zie Artikel 63a Faillissementswet.

Langdurige onderhandelingen

Langdurige onderhandelingen bij surseance kunnen ontstaan als een minderheid van de schuldeisers de plannen van de meerderheid van de schuldeisers tegenhoudt om een groter deel van de opbrengst te verkrijgen. Uitstel van een overeenkomst kan echter betekenen dat een reorganisatie wordt uitgesteld, waarna het risico bestaat dat leveranciers stoppen met leveren en schuldeisers beslag laten leggen op hun onderpand. Door lange onderhandelingen nemen de totale opbrengsten voor alle schuldeisers naar verwachting af.

Insolventiewetgeving kan het risico op langdurige onderhandelingen verkleinen door het voorgestelde akkoord te binden als een meerderheid van de schuldeisers met het akkoord instemt. Een dwangakkoord bij de surseance geeft schuldeisers een prikkel om zich meer te gaan richten op hun collectieve belang. Dit leidt op macroniveau tot een hogere productiviteit vanwege het korter voortbestaan van inefficiënte bedrijven.

De meeste ontwikkelde economieën kennen een herstructureringsplan waaraan een minderheid van (zekerheids-)schuldeisers tegen haar zin kan worden gebonden voordat een faillissementsprocedure in werking wordt gesteld. Onderling vertonen de regelingen aanzienlijke verschillen, maar ze zijn geïnspireerd op de Amerikaanse *Chapter 11*-regeling. In een *Chapter 11*-procedure worden schuldeisers en aandeelhouders op basis van hun vorderingen in klassen verdeeld. *De facto* stemmen alleen crediteuren die onder het akkoord worden benadeeld. Klassen waarvan het akkoord de rechten niet wijzigt, worden geacht voor het akkoord te stemmen. Klassen die onder het akkoord niets ontvangen, worden geacht tegen te stemmen.

De kracht van de *Chapter 11*-procedure zit in de mogelijkheid dat als alle benadeelde crediteuren tegenstemmen, het akkoord toch wordt aangenomen op grond van de *cram-down* bepaling. Deze bepaling schrijft voor dat een rechtbank op verzoek van de ondernemer het akkoord toch kan bekrachtigen zolang de junior schuldeisers pas iets krijgen als alle hoger gerangschikte schuldeisers zijn voldaan en iedere crediteur minimaal datgene krijgt wat hij bij liquidatie zou ontvangen. Deze dreiging geeft benadeelde schuldeisers een prikkel om in te stemmen met het akkoord.

Recent is voorgesteld een dwangakkoord voor schuldherstructurering buiten faillissement wettelijk in te voeren met als doel ondernemingen buiten de insolventieprocedure om hun schulden te kunnen laten herstructureren.¹⁷ Het voorgestelde dwangakkoord werkt als volgt. Een schuldenaar kan zijn schuldeisers een akkoord aanbieden waardoor de vermogensstructuur van de onderneming wijzigt. Hiertoe deelt de aanbieder van het akkoord de schuldeisers in 'klassen' in op basis van de aard en omvang van hun vorderingen en de daaraan eventueel verbonden zekerheden. Daarna vindt stemming plaats over het voorgestelde akkoord. Stemgerechtigde schuldeisers zijn degenen wier rechten op basis van het akkoord zullen wijzigen. De rechter komt er, in de persoon van een rechter-commissaris,

¹⁷ Zie [deze](#) Kamerbrief.

in de voorbereidingsfase alleen aan te pas als dat nodig is, bijvoorbeeld als er conflicten ontstaan over klasse-indeling, hoogte van de vorderingen, of stemgerechtigheid.¹⁸

Het is de vraag of dit voorstel voor een dwangakkoord buiten faillissement het risico op langdurige onderhandelingen voldoende wegneemt. De *deal-certainty* kan worden vergroot door vooraf de schuldeisers duidelijkheid te verschaffen over waarderingsvraagstukken, indeling in klassen (zie beleids optie 1) en de procedure voor stemming ingeval schuldeisers en aandeelhouders hierover van mening verschillen. Het huidige voorstel blijkt die duidelijkheid pas te geven bij de stemming over en bekrachtiging van het akkoord. Omdat zekerheid vooraf beperkt is, valt niet uit te sluiten dat schuldeisers, en in het bijzonder schuldeisers met pandrechten, alsnog de stekker uit een akkoord trekken. Een scherpere ex-ante indeling van klassen verankerd in de wetgeving kan dit probleem oplossen.

Beleids optie 4. Om te voorkomen dat individuele schuldeisers een doorstart bij surseance dwarsbomen, is een dwangakkoord buiten faillissement nodig. Het huidige WCO-II voorstel voorziet daarin, maar een scherpere en wettelijk vastgelegde indeling van klassen van schuldeisers voorkomt meningsverschillen tijdens de procedure. Het vergroot langs die weg de *deal-certainty*.

Figuur 6 **Beleids optie 4. Dwangakkoord buiten faillissement**



5 Conclusie

Het Nederlandse insolventierecht verschaft noodlijdende ondernemingen beperkte prikkels tot herstructureren. Een herstructurering heeft de grootste slagingskans als de onderneming er relatief vroeg mee begint. Idealiter zelfs wanneer de onderneming nog zo normaal mogelijk functioneert, zij nog over voldoende liquiditeiten beschikt, haar schuldeisers nog kan betalen en de in onderpand vergeven activa nog niet opeisbaar zijn geworden. In Nederland vragen noodlijdende bedrijven surseance te laat aan en is reorganisatie tegelijkertijd vrijwel onmogelijk. De oorzaak hiervan is dat de Nederlandse insolventiewetgeving welbeschouwd de belangen van de schuldeisers met pandrechten

¹⁸ Zie [Consultatieversie Memorie van Toelichting WCO II](#).

voorop stelt en de ondernemer zeggenschap moet overdragen aan de bewindvoerder. Hierdoor functioneert de surseance in de huidige vorm als voorportaal voor een bankroet. De beleidsopties gepresenteerd in deze Policy Brief kunnen de reorganisatiemogelijkheden voor bedrijven met betalingsproblemen vergroten door de rechten van schuldeisers te beperken. Improductieve bedrijven blijven zo minder lang voortbestaan, waardoor de prikkels voor innovatieve investeringen toenemen en investeerders hiervoor meer risicodragend kapitaal willen verschaffen. Tegelijkertijd kan meer risicodragend kapitaal bij bedrijven de risico-opslag bij (bancaire) kredietverlening laten afnemen, hetgeen een positief effect op kredietverlening kan hebben.

6 Referenties

Acharya, V. en K. Subramanian, 2009, Bankruptcy codes and innovation, *Review of Financial Studies*, vol 22: 4949–4988. [[link](#)]

Aghion, P. en P. Howitt, 1992, A model of growth through creative destruction, *Econometrica*, vol 60(2): 323-351. [[link](#)]

Bijlsma, M., S. van Veldhuizen en B. Vogt, 2015, Een wereld zonder banken? Marktfinanciering en bankfinanciering in perspectief, CPB Policy Brief 2015/14. [[link](#)]

Boot, A.W.A, 2000, Relationship banking: What do we know?, *Journal of Financial Intermediation*, vol 9(1): 7-25. [[link](#)]

Carcea, M.C., D. Ciriaci, C. Cuerpo, D. Lorenzani en P. Pontuch, 2015, The economic impact of rescue and recovery frameworks in the EU, European Commission Discussion Paper 4. [[link](#)]

Chava, S. en M. Roberts, 2008, How does financing impact investment? The role of debt covenants, *Journal of Finance*, vol 63: 2085–2121. [[link](#)]

Djankov, S., O. Hart, C. McLiesh en A. Shleifer, 2008, Debt enforcement around the world, *Journal of Political Economy*, vol 116(6): 1105–1149. [[link](#)]

Galen, R.J. van, 2014, Knelpunten in ons insolventierecht, *Ondernemingsrecht* 2014/81. [[link](#)]

Hart, O., 2000, Different approaches to bankruptcy, NBER Working Paper 7921. [[link](#)]

Smith, D. en P. Strömberg, 2005, Maximizing the value of distressed assets: bankruptcy law and the efficient reorganization of firms, in L. Laeven and P. Honohan ed., *Systemic financial crises: containment and resolution*, Cambridge University Press.

Veder, P.M., T.E. Booms en N.B. Pannevis, 2013, Rechtsvergelijkende verkenning in het kader van het programma herijking faillissementsrecht, Radboud Universiteit Nijmegen - Onderzoekscentrum Onderneming & Recht, WODC. [\[link\]](#)

Vriesendorp, R.D., R.H. Hermans en K.A.J. de Vries, 2013, Herijking faillissementsrecht en het informeel akkoord: Gemiste kans of opportunity voor een Nederlandse scheme of arrangement, *Tijdschrift voor Insolventierecht*, vol 19(2): 63-69. [\[link\]](#)



Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (088) 984 60 00

Januari 2017 | ISBN 978-90-5833-755-9