22 september 2000

Faillissementswetgeving in Internationaal Perspectief[1]

Arnoud W.A. Boot*

Jeroen E. Ligterink*

* Respectievelijk hoogleraar en universitair docent
aan de Finance Group van de Universiteit van Amsterdam

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 georiënteerd moet zijn, of juist meer gericht moet zijn op de belangen van de debiteur. In dit artikel bespreken wij de belangrijkste inzichten die kunnen worden ontleend aan de ervaringen in de verschillende Westerse landen.

De inzichten zijn van direct belang voor de discussie over de faillissementswetgeving die ook in Nederland gaande is. Een werkgroep van de overheid bereidt in het kader van de MDW-operatie (Marktwerking, Deregulering en Wetgevingskwaliteit) aanpassingen voor ter verbetering van de wetgeving. De aanpassingen verlopen in twee fases. Fase 1 heeft geleid tot een wetsontwerp dat in juli jl. naar de Tweede Kamer is gestuurd. Het doel van dit wetsontwerp is vooral het faciliteren van het vroegtijdiger aanvragen van surseance door de procedure attractiever en efficiënter te maken. Hiertoe wordt getracht de bewindvoerder meer armslag te geven bij het saneren en continueren van de onderneming. Tevens wordt gestreefd naar een meer deugdelijk toelatingscriterium voor surseance. Verdere aanpassingen zijn echter te verwachten. Deze zijn onderdeel van de nu lopende tweede fase.

Met de beoogde aanpassingen lijkt de Nederlandse wetgeving zachter (meer op de debiteur georiënteerd) te worden en daarmee iets op te schuiven in de richting van die van de VS. Het is echter de vraag of het wetsontwerp daadwerkelijk zal leiden tot de beoogde verbeteringen. Aan de hand van ervaringen in andere landen zullen we dit bespreken. We geven allereerst een overzicht van de

Nederlandse situatie. Vervolgens bespreken wij de ervaringen in de Verenigde Staten en verschillende Europese landen. Wij besluiten met een samenvatting van de belangrijkste inzichten.

1 De situatie in Nederland

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.[2]

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.[3] 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 trachten 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)).

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

---

[1] Dit artikel is gebaseerd op de publicatie "De Efficiëntie van de Nederlandse Faillissementswetgeving", uitgegeven in de reeks *Topics in Corporate Finance*, door het Amsterdam Center for Corporate Finance. Deze studie is te bestellen via http://www.accf.nl of onder faxnummer 020 525 5285.

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

indienen. De rechtbank zal hierop ingaan indien er uitzicht is op bevrediging van de crediteuren.[4] 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.[5]

De zekerheidsgerechtigde crediteuren ook wel genoemd separatisten (met pand- en hypotheekrechten, en/of eigendomsvoorbehouden uit hoofde van bijvoorbeeld lease-overeenkomsten) 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 opeising 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 voorgesteld 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.

---

[3] 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.

[4] 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.

[5] 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)).

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.[6] 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.[7] 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.

1.4 Uitwerking Nederlandse procedures

Bovenstaande beschrijving geeft een beeld van de Nederlandse procedures in vogelvlucht. De vraag roept zich echter op in hoeverre de huidige wetgeving voldoet. Indien we kijken naar de uitwerking van de faillissementswetgeving blijkt dat faillissement- en surseance-procedures lang duren, en dat de resultaten ervan teleurstellend lijken. Uit statistische informatie blijkt dat een akkoord slechts zelden tot de mogelijkheden behoort, en dat de *recovery rates* laag zijn.[8] Een ander belangrijk feit is dat onderzoek van Knegt (1996) 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. Dit laat de conclusie toe dat er voor de crediteuren onvoldoende revenuen worden

---

[6] 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).

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

[8] Internationale vergelijkingen kunnen slechts met grote omzichtigheid worden gemaakt. Cijfers zijn veelal niet vergelijkbaar. Bijvoorbeeld de perioden waarop de onderzoeken betrekking hebben zijn veelal niet gelijk. Dit kan leiden tot vertekeningen. Zo is het aantal faillissementen in een bepaald jaar mede afhankelijk van de conjunctuur. Ook 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.

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.[9] Sommige van de voorstellen zoals opgenomen in het in de inleiding genoemde wetsontwerp 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. 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.

Het voorgaande kan ook mede verklaren waarom van de surseance-procedure maar zelden echt gebruik wordt gemaakt. Jaarlijks zijn er maar ongeveer 130 verzoeken tot surseance die niet meteen worden ingetrokken. Dit aantal is 2,5 procent van het aantal uitgesproken faillissementen (zie Boot en Ligterink, 2000, Tabel 6).[10]

2. Ervaringen in het buitenland

2.1 De Verenigde Staten

[9] Tevens is er hierdoor minder gelegenheid om tot een akkoord te komen.
[10] Een andere verklaring hiervoor is de doorstartmogelijkheid met ontbinding van contracten die de faillissementsprocedure biedt in tegenstelling tot de surseance-regeling.

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 binnen 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 grote inbreng 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]

---

[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

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)).

2.2 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.

2.2.1 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”

---

toestand van de gehele bedrijfstak, hetgeen het vinden van een draagkrachtige koper bemoeilijkt. Alternatieve oplossingen, met name specifieke veiling- cq. biedingsmechanismes, worden onder meer besproken door Aghion, Hart en Moore (1992).

[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-Brittannië. 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.

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.

2.2.2 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 gerechtelijke 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

[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 reorganiseerde opnieuw in faillissement; 88% van deze gevallen eindigde tenslotte in liquidatie (zie Kaiser (1996)).

[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.

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]

2.2.3 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 ("workouts"). Met een informele organisatie wordt bedoeld een oplossing die buiten de formele procedures tot stand komt. In het geval van Duitsland gaf de tekortschietende faillissementswetgeving een duidelijke impuls aan de frequentie van informele reorganisaties. 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 (zie ook Hoshi, Kashyap en Scharfstein (1996)).

2.2.4 Zweden

Zweden kent alleen een op liquidatie gericht faillissementssysteem.[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

---

[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 faillissementssysteem in Groot-Brittannië en in de VS zie Kaiser (1996) en Franks and Torous (1996).

[22] Tot 1993 gold dit ook voor Finland.

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 opmerkingen in onder meer Voetnoot 14). 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 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 (surseance) 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

[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.

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 2.2.3 is er een interactie tussen de formele faillissementswetgeving en de waarschijnlijkheid van (tijdige) informele reorganisaties. Meer in het algemeen kan worden gesteld dat informele reorganisaties het best gedijen onder hetzij een extreem op de debiteur georiënteerde faillissementswetgeving of onder een extreem op de crediteur georiënteerde faillissementswetgeving. 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. Voor wat betreft Nederland moet ook worden onderkend het grote belang van informele reorganisaties. De mogelijk grote efficiëntie hiervan vertaalt zich in extra slechte vooruitzichten voor ondernemingen die toch in de surseance- en faillissementsprocedures geraken.

Literatuur

Aghion, P., O. Hart, 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.

Bebchuk, L.A., (1998), Chapter 11, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, Vol. 1, 219-224.

Berkovitch, E., en R. Israel, (1998), Optimal Bankruptcy Laws Across Different Economic Systems, working paper.

Boot, A.W.A., (2000), Relationship Banking: What do we Know?, *Journal of Financial Intermediation*, 7-25.

Boot, A.W.A. en J.E. Ligterink, (2000), De Efficiëntie van de Nederlandse Faillissementswetgeving", *Topics in Corporate Finance (3)*, ACCF

Buchem-Spapens, 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.

Couwenberg, O., (1997), *Resolving Financial Distress in The Netherlands*, proefschrift, Rijksuniversiteit Groningen.

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.

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.

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.

LoPucki, L.M. en W.C. Whitford, (1993), Patterns in Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies, *Cornell Law Review*, 597-618.

Ravid, S.A. en S. Sundgren, (1998), The Comparative Efficiency of Small Firm Bankrupties: A Study of the US and Finnish Bankruptcy Codes, *Financial Management*, 28-40.

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.

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., (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.