

Geachte lezer(s), hierbij doe ik u mijn zienswijze toekomen ten aanzien van het internet consultatiedocument insolventie gepubliceerd op 1 November, 2021, waarbij ik mij specifiek richt op onderdeel 3: Preventie.

Volgens het door u gepubliceerde consultatiedocument en tevens onderschreven door zowel de Wereldbank als UNCITRAL's Legislative Guide on Insolvency Law is een van de belangrijkste doelstellingen van een efficiënt en effectief insolventierecht het waarborgen van: transparantie, voorspelbaarheid en billijkheid. Het insolventierecht moet onder meer ook bepalingen bevatten die betrekking hebben op zowel de reorganisatie als de liquidatie van een schuldenaar.

Met name met betrekking tot het reorganiseren van een debiteur in een voldoende vroeg stadium van financiële nood, heeft de Europese wetgever de afgelopen tien jaar uitgebreid gewerkt aan het opzetten van een kader voor preventieve herstructureringsregelingen, wat heeft geresulteerd in de implementatie van de Europese Preventieve Herstructureringsrichtlijn (EU) 2019 / 1023 ("EPRD").

De mogelijkheid om preventieve herstructureringsregelingen te gebruiken die erop gericht zijn ondernemingen en hun schuldeisers de mogelijkheid te bieden om in een voldoende vroeg stadium van nood informele / buitengerechtelijke herstructureringsonderhandelingen aan te gaan om de overlevingskansen voor financieel noodlijdende ondernemingen te verhogen, is door velen met spanning uitgekeken (bijv. Adriaanse 2005; Tollenaar 2016; Mennes 2020) en als zeer welkom aangemerkt, zeker ook gezien de preventieve herstructureringsopties welke al vele decennia beschikbaar zijn in de VS (Chapter 11) als ook in het Verenigd Koninkrijk (Scheme of Arrangement).

Hoewel de EPRD een kader biedt voor preventieve herstructurering, stelt het wel als voorwaarde dat een onderneming alleen gebruik kan maken van het kader wanneer er sprake is van een positie waarbij de schuldenaar verkeert in een toestand waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat hij met het betalen van zijn schulden niet zal kunnen voortgaan en insolventie feitelijk nog het enige alternatief is.

Vanuit juridisch oogpunt is een toelatingstest die bepaalt dat ondernemingen alleen gebruik kunnen maken van de bepalingen van de EPRD wanneer er een kans op insolventie bestaat, gerechtvaardigd, aangezien de EPRD specifieke bepalingen kent welke een wijziging van een contractuele overeenkomst tussen de onderneming en (bepaalde) van haar schuldeisers mogelijk maken zonder de goedkeuring van al deze schuldeisers (d.w.z. minderheidscrediteuren kunnen aan een herstructureringsplan worden gebonden zonder hun goedkeuring door de meerderheid van de schuldeisers per categorie of nog ernstiger, via de zogenaamde cross-class-cram-down).

Inmenging in een van de kernfundamenten van het recht (Pacta sunt servanda) zou pas gerechtvaardigd worden geacht als alle andere opties zijn uitgeput, vooral als het gaat om een buitengerechtelijke herstructurering waarbij de rechter mogelijk pas betrokken raakt bij de homologatiefase.

Hier beginnen we echter in mijn optiek in een grijs gebied te komen, aangezien de EPRD niet voorschrijft hoe "de waarschijnlijkheid van insolventie" financieel moet worden gemeten en welke parameters vanuit financieel oogpunt als "toetredingstest" kunnen dienen met betrekking tot het tijdstip waarop de in de richtlijn opgenomen preventieve maatregelen kunnen worden benut door een onderneming.

Dit leidt tot een situatie waarin de wettelijke vereisten om gebruik te maken van de bepalingen in de EPRD niet zijn afgestemd op duidelijke financiële parameters en daarmee komen we in een grijze zone terecht met betrekking tot hoe hoog het niveau van nood financieel moet zijn voordat aan de wettelijke toelatingstoets kan worden voldaan.

Wat wel duidelijk is, is dat bij het omgaan met bedrijven in financiële nood welke middels een reorganisatie proberen om het voortbestaan van de onderneming veilig te stellen de begrippen: transparantie, voorspelbaarheid en billijkheid theoretisch goede uitgangspunten zijn maar in de praktijk toch lastig te realiseren zijn bij een reorganisatie.

Dit wordt nog eens verstrekt door het feit dat het common-pool probleem welke zich voordoet bij de afwikkeling van een eenmaal uitgesproken faillissement, waarbij het in ieders belang is om niet op individuele basis verhaal te halen (en zo de opbrengst voor de boedel mogelijk niet te maximeren) bij een reorganisatie in veel gevallen nog niet aan de orde is. Vaak is nog sprake van het kunnen neerleggen van het probleem van de achterblijvende performance bij een van de stakeholders.

Onderzoek (b.v. Ofek 1993; Gilson et al. 1990; Stanghellini et al. 2018) laat tevens zien dat de overlevingskansen van een onderneming welke te maken heeft met financiële uitdagingen binnen een relatief korte periode aanzienlijk afnemen, waardoor het management en andere belanghebbenden relatief een beperkte 'window-of-opportunity' hebben om adequaat te reageren op waarschuwingssignalen om de kans op een succesvolle turnaround van het bedrijf te vergroten.

Uit dit onderzoek blijkt tevens dat bedrijven heel vaak de neiging hebben om ernstige herstructureringen uit te stellen totdat ze daadwerkelijk een tekort aan contanten hebben, soms zelfs totdat er al een verzoek om onvrijwillige insolventie is ingediend, wat, hoewel afgestemd op de mogelijkheid die de richtlijn biedt, een succesvolle ommekeer nog uitdagender maakt.

Het onderwerp van vroege herkenning van noodsymptomen en belanghebbenden die op die symptomen reageren zodra ze zichtbaar worden om de positie van alle belanghebbenden (en meestal schuldeisers) te beschermen, is nog fundamentele voor de succesvolle ommekeer van een bedrijf, aangezien tegenwoordig de meeste bedrijven zeer beperkte onbezwaarde activa hebben en eventuele opwaartse voordelen voor belanghebbenden zullen moeten komen van de toekomstige kasstromen van het bedrijf (Pannevis, 2017).

Zoals door Adriaanse (2005) opgemerkt, kunnen vier hoofdkenmerken van een herstructureringsproces worden geïdentificeerd: (i) stabiliseren, (ii) analyseren, (iii) herpositioneren en (iv) versterken. Om deze vier fasen (met succes) af te ronden om zowel een financiële als een operationele ommekeer te bewerkstelligen, is het vaak geen kwestie van maanden. Dit proces kan gemakkelijk een paar jaar duren, vooral als er een cultuuromslag moet worden doorgevoerd binnen de organisatie. Het is zeer onwaarschijnlijk dat er voldoende tijd (en geld) beschikbaar zal zijn wanneer een dergelijk proces wordt gestart in de buurt van insolventie zoals bepaald in het wettelijk kader. Danwel dat dit mogelijk is tegen zeer aanzienlijke kosten.

Een ander zeer belangrijk element van elke herstructurering naast de juridische en financiële aspecten zoals eerder besproken, is de psychologie die gepaard gaat met het omkeren van een bedrijf. Raden van bestuur moeten kracht, vertrouwen en optimisme tonen om financiële stakeholders ervan te overtuigen dat hun bedrijven kunnen voldoen aan de verwachtingen zoals die aan hen zijn gecommuniceerd. Het herhaaldelijk niet halen van de gecommuniceerde prognoses kan leiden tot het ontslag van bestuursleden en uiteindelijk tot aandeelhouders die de controle over hun bedrijven verliezen, waardoor managers kunnen worden gestimuleerd om de noodsignalen die vroege waarschuwingkaders bieden, te negeren.

Helaas hebben aandeelhouders ook een prikkel om zo lang mogelijk een positief beeld van de onderneming te schetsen, omdat ze niet hoeven toe te geven dat hun aandelen in tijden van nood mogelijk geen waarde meer vertegenwoordigen (algemeen bekend als 'out-of-the-money') wat hun positie als controlerende aandeelhouder effectief zou opheffen en gecureerde schuldeisers (of nog erger een bewindvoerder of curator) de effectieve controle zou geven over de onderneming. Deze combinatie van een 'continuation bias' enerzijds waarbij alles gericht is op het uitbeelden van een positief imago van de onderneming in combinatie met overmoed of bestuurlijk over-optimisme zorgt voor een sfeer waarin negatieve trends gemakkelijk worden genegeerd of weggewuifd waardoor kostbare tijd verloren gaat om de oorzaak van de onderliggende financiële problemen aan te pakken. Tevens vergroot dit het risico dat bestuurders en aandeelhouders alternatieve oplossingen nastreven, zelfs als deze nauwelijks levensvatbaar lijken.

Met raden van bestuur, aandeelhouders en schulderschaffers die een stimulans krijgen om de noodzaak om te herstructureren te ondermijnen (of geen idee hebben van de noodzaak om te herstructureren vanwege onrealistische, ontbrekende en vaak weinig geavanceerde prognoses) wanneer de eerste signalen van financiële nood verschijnen, zou mijn verwachting zijn dat de EPRD effectiever zou kunnen zijn wanneer de wettelijke juridische toelatingstest zou worden aangevuld met normen ten aanzien van zowel een financiële als ook een psychologische ingangstoets ('behavioral audit') op basis van vroegtijdige waarschuwingsindicatoren om niet alleen de schuldeisers te beschermen, maar ook andere belangrijke belanghebbenden binnen de herstructureringsomgeving (d.w.z. kredietverstrekkers, management en / of aandeelhouders).

Het analyseren van deze ingangstoetsen zou wat mij betreft niet perse door de rechterlijke macht hoeven te worden uitgevoerd, maar zou bijvoorbeeld door een externe partij (bijvoorbeeld een accountant) gevalideerd kunnen worden waarbij deze partij dan vervolgens een zekere mate van verantwoording (bijvoorbeeld middels een zogenaamde 'duty-of-care') afgeeft richting de onderneming en haar schuldeisers.

Hier ligt mogelijk ook een rol voor een mediator waarbij het zo zou kunnen werken dat bij het doorbreken van bepaalde vroegtijdige waarschuwingsindicatoren een mediator aan het bestuur wordt toegevoegd om er zeker van te zijn dat op het moment dat er toegang wordt verleend aan de schuldenaar om gebruik te maken van de mogelijkheden welke preventieve herstructureringsmaatregelen bieden, het ook vast staat dat de onderneming zelf er alles aan heeft gedaan om de problemen vroegtijdig aan te pakken.

Het is duidelijk dat dit een bepaalde kostenpost voor de onderneming zal meebrengen en mogelijk dat de overheid hier een rol te vervullen heeft. De kosten van alle faillissementen worden naar mijn begrip ingeschat op enkele miljarden Euro's per jaar. Een pool van mediators of mogelijk adviseurs gesponsord door de overheid zullen naar verwachting een fractie van dat bedrag kosten.

#### **Referenties:**

- Adriaanse, J.A.A., Restructuring in the shadow of the law. Informal reorganization in the Netherlands, Deventer; Kluwer 2005
- Kahneman, Daniel, Olivier Sibony, Cass R. Sunstein, Noise: A Flaw in Human Judgement, Dublin, HarperCollinsPublishers 2021
- Mennes, A.M., Het dwangakkood buiten surseance en faillissement, Onderneming en Recht, nr 118, Deventer: Wolters Kluwer 2020

- Ofek, Eli, Capital structure and firm response to poor performance, *Journal of Financial Economics* 34 (1993), p3-30
- Pannevis, N.B., Een rationele benadering van kansen en uitkomsten bij reddingspogingen, *Tijdschrift voor Insolventierecht* 25,6, (2017), p219-224
- Stanghellini, Lorenzo, Riz Mokal, Christoph G. Paulus, Ignacio Tirado, *Best practices in European restructuring*, Milano, Wolters Kluwer Italia S.r.l. 2018
- Tetlock, Philip E, *Expert political judgement: how good is it? How can we know?* New Jersey, Princeton University Press 2017
- Tollenaar, N.W.A, *Het pre-insolventieakkoord. Grondslagen en raamwerk* (diss. Groningen), Deventer; Kluwer 2016
- *UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law 2005*, UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law, New York: United Nations 2005