

Aan Zijne Excellentie
Minister van Veiligheid en Justitie
Mr I.W. Opstelten
Postbus 20301
2500 EH Den Haag

Datum
15 december 2014

Behandeld door
O. Snijders

Ons kenmerk
OS14-066/TH/lh

Onderwerp
Reactie Deloitte FAS op consultatie wetsontwerp WCO-II

Excellentie,

Deloitte Financial Advisory Services B.V., Restructuring Services ("Deloitte FAS") heeft met belangstelling kennis genomen van het op 14 augustus 2014 ter consultatie voorgelegde wetsontwerp Wet Continuïteit Ondernemingen II ("WCO-II" of "het Wetsvoorstel") en maakt graag gebruik van de mogelijkheid om vanuit haar praktijkkennis en ervaringen haar visie op het Wetsvoorstel met u te delen in de vorm van voorliggende reactie op het Wetsvoorstel.

Introductie

In de praktijk zien wij dat uiteenlopende belangen van aandeelhouders, banken en handelsrelaties het vaak lastig maken om een gemeenschappelijk akkoord te bereiken over de herstructurering van een onderneming. Door het ontbreken van een wettelijke grondslag is een akkoord op dit moment immers alleen mogelijk indien alle stakeholders hieraan meewerken. Hierdoor kan de herstructurering van een levensvatbare onderneming worden tegengewerkt door een minderheid van schuldeisers op basis van uiteenlopende belangen, waarbij het belang van het grotere geheel, het voortbestaan van een onderneming, niet altijd voorop wordt gesteld. Dit is zowel vanuit economisch als vanuit sociaal maatschappelijk oogpunt onwenselijk.

Wij onderschrijven het belang van een instrument in het geval van een niet constructieve opstelling van schuldenaar en schuldeisers bij de realisatie van een herstructureringsplan. De WCO II voorziet naar ons oordeel in deze behoefte. De in de WCO-II voorgestelde wetsartikelen zijn op veel punten helder toegelicht in de Memorie van Toelichting ("MvT"). Op een aantal punten zien wij echter ruimte tot verduidelijking van begrippen en te hanteren procedures. Wij hebben de betreffende punten hieronder per onderwerp toegelicht.

Inhoudelijke toelichting

1) Waarderingsmethode

Achtergrond

In het Wetsvoorstel wordt het belang van de economische werkelijkheid / economische waarde een aantal keren aangestipt. Hierbij wordt de waardering van de onderneming terecht aangehaald als onderdeel van het in te dienen akkoord (artikel 370 lid 2 sub c) indien en voor zover dit relevant wordt geacht. Waarderingen faciliteren immers de beoordeling of schuldeisers beter of slechter af zouden zijn met het akkoord in vergelijking met een faillissement situatie. Dit vraagt dan om *zowel* een waardering op 'going concern' basis (behalve wanneer het akkoord niet uitgaat van – of resulteert in – een 'going concern', een voorzetting van de activiteiten), alsook om een waardering op basis van liquidatie uitgaande van een faillissement. De definitie van waarde die als uitgangspunt voor het akkoord wordt gehanteerd is daarmee belangrijk, maar op punten echter beperkt of inconsistent uitgewerkt in het Wetsvoorstel, respectievelijk de MvT.

MvT en het Wetsvoorstel

In paragraaf 3.5 van de MvT wordt de economische werkelijkheid aangehaald als bepalende factor voor het herschikken van juridische aanspraken van schuldenaars en schuldeisers:

MvT P15/P16: “Teneinde de herstructurering te doen welslagen, is van belang dat de herschikking van juridische aanspraken zoveel mogelijk wordt gebaseerd op de economische waarde van de onderneming. Bezien moet worden hoeveel de onderneming waard is en welk bedrag er in geval van faillissement voor uitkering beschikbaar zou zijn. Daarbij moet er rekening mee worden gehouden dat bepaalde crediteuren, zoals de Belastingdienst of pand- en hypotheekhouders, zich met voorrang op de goederen van de schuldenaar mogen verhalen.”

Opmerking

De beoordeling of een akkoord een hogere economische waarde heeft voor een schuldeiser of aandeelhouder dan het geval is in een faillissement, vraagt om het bepalen van de waarde van de onderneming conform het voorliggende herstructureringsplan (going-concern waarde), *alsmede* om het bepalen van de waarde van de onderneming bij een voorliggend faillissement (liquidatiewaarde). Hierbij dient te worden opgemerkt dat de waarde van de totale onderneming in beide gevallen moet worden toegerekend aan het deel dat de verschillende schuldeisers / aandeelhouders toekomt in overeenstemming met hun rang en de overige omstandigheden die van belang zijn, waaronder bijvoorbeeld

intercreditor-afspraken. Alleen op die wijze kan worden beoordeeld of een schuldeiser of schuldenaar een grond heeft om tegen het akkoord te stemmen. Dit komt in bovenstaande tekst onvoldoende naar voren.

De toelichting in de MvT bij artikel 370 - lid 2 die regelt welke informatie het voorstel van het akkoord moet bevatten zegt:

MvT P57: "De schuldenaar of de schuldeiser die het akkoord aanbiedt, bepaalt de waarderingsmethode in de eerste instantie zelf. De waarderingsmethode kan aldus inhouden de going concern-waarde, maar ook de liquidatiewaarde of enige andere vorm van waardering."

Opmerking

Hier wordt gesproken over 'de waarderingsmethode' terwijl, zoals aangegeven, vaak essentieel is dat zowel een going concern als insolventie- / liquidatiewaardering beschikbaar zijn om een oordeel over de financiële gevolgen van het akkoord te kunnen geven. Ons voorstel is om dit explicieter in de toelichting op te nemen. Hier zou ook kunnen worden verwezen naar artikel 373 waar bijvoorbeeld staat opgenomen:

Wetsvoorstel 373-lid 2C: 'een klasse van preferente of concurrente schuldeisers niet met het akkoord heeft ingestemd en de tot die klasse behorende schuldeisers onder het akkoord een uitkering ontvangen die lager is dan de uitkering die zij zouden ontvangen indien de boedel van de schuldenaar in faillissement zou worden vereffend, of'

Daarnaast lezen we in artikel 373 lid 2, in relatie tot het algemeen bindend verklaren van een akkoord, dat een akkoord niet algemeen bindend verklaard kan worden indien schuldeisers met een pand- of hypotheekrecht dan wel schuldeisers met een eigendomsvoorbehoud onder het akkoord een contante waarde ontvangen die lager is dan de onderhandse verkoopwaarde respectievelijk de prijs waarvoor de betreffende goederen geleverd zijn. We merken hierbij op dat in beide gevallen om uiteenlopende redenen, de waarde van deze rechten in een faillissement scenario veelal anders (lager) zal uitvallen dan nu gedefinieerd. We zijn van mening dat vooral gekeken moet worden naar het verschil van de waarde die verkregen wordt onder het akkoord en de waarde die verkregen wordt in een faillissement scenario zoals ook hier boven aangehaald.

2) Toekomstige financiële informatie

Achtergrond

Om een herstructureringsplan te kunnen beoordelen en hierbij ook de financiële effecten per schuldeiser en schuldenaar inzichtelijk te maken, is het noodzakelijk om de juiste financiële informatie te verzamelen. In artikel 370 van het Wetsvoorstel wordt hiervoor een opsomming gegeven van de benodigde stukken ter onderbouwing van een aan te bieden akkoord. De nadruk op toekomstig financiële informatie is hierbij summier terwijl dit een essentieel onderdeel vormt van het herstructureringsplan en onder andere input geeft aan de going-concern waardering. Daarnaast is het voor een goede interpretatie door de stakeholders naar ons oordeel belangrijk om niet enkel de waardering zelf bij het akkoord te voegen, maar ook de uitgangspunten, parameters en methodiek die hiervoor zijn gehanteerd.

MvT en opmerkingen

Op pagina 57 van de MvT is bij artikel 370 lid 2 toegelicht dat een akkoord een omschrijving dient te bevatten van de financiële gevolgen van het akkoord per klasse aandeelhouders en de wijze waarop een akkoord bijdraagt aan het voorkomen van een faillissement. Ook wordt in de toelichting van dit artikel gesproken over het opstellen van een going-concern waardering van de onderneming.

Voor beide aspecten geldt dat het in de praktijk gebruikelijk en noodzakelijk is om hiervoor naast historische informatie (balans, winst- en verliesrekening en kasstroomoverzicht) ook toekomst gerichte informatie te gebruiken. Het opstellen van een meerjarenraming waarin de uitwerking van het herstructureringsplan blijkt is dan ook cruciaal voor het beoordelen van de effecten per klasse schuldeisers en schuldenaars. Daarnaast is dit gebruikelijke input in lijn met algemeen geaccepteerde waarderingsgrondslagen ('DCF methode' etc.). De mate van detail is daarbij afhankelijk van de grootte / complexiteit van een onderneming.

Uit de opsomming in het Wetsvoorstel bij artikel 370 lid 3 sub g t/m j en de achtereenvolgende beschrijving hiervan in de MvT, wordt naar ons oordeel onvoldoende geïdentificeerd welke toekomstgerichte financiële informatie moet worden bijgevoegd. Hoewel in de toelichting bij sub h en sub i wordt verwezen naar een staat van bekende baten en lasten om inzicht te krijgen in welke inkomstenstromen nog te verwachten zijn, merken wij op dat een meerjarenraming niet bestaat uit bekende baten en lasten maar uit geprognosticeerde baten en lasten, balans posities en kasstromen over een termijn van een aantal jaren. Alleen dan kan de waarde van een herstructureringsplan financieel inzichtelijk worden gemaakt.

3) Definitie ‘onder water’ en ‘boven water’ in de context van ‘algemeen bindend verklaren van een akkoord’

Achtergrond:

Het voorstel maakt het mogelijk dat een dwangakkoord een oplossing zou kunnen bieden voor het geval een of meer schuldeisers of aandeelhouders zich op onredelijke of onzakelijke gronden verzetten tegen een reddingspoging van de onderneming (bijvoorbeeld door middel van een debt for equity-swap). Daarbij wordt ook aangemerkt dat een algemeen verbindend verklaring van het akkoord afgewezen kan worden indien de belangen van een of meer schuldeisers of aandeelhouders door toewijzing van het verzoek tot algemeen verbinding verklaring van het akkoord onevenredig worden geschaad.

In deze context wordt gesproken in termen van ‘onder water / boven water’ en of in het akkoord meer / minder wordt ontvangen dan in een faillissement (zie ook MvT paragraaf 3.5 en Artikel 373). De toelichting doet voorkomen dat waarden eenduidig en met zekerheid kunnen worden bepaald. Zeker bij bedrijven in moeilijkheden bemoeilijkt een grote mate van onzekerheid een (precieze) bepaling van de waarde. In de toelichting wordt weinig context gegeven over het subjectieve karakter van een waardering.

MvT en het Wetsvoorstel:

MvT pag 16: ‘Voor zover een bepaalde schuldeiser of investeerder in het geval van faillissement zijn vordering of investering geheel of gedeeltelijk kan terugkrijgen, kan worden gezegd dat hij “boven water” staat. Voor zover dat niet het geval is, staat de betreffende vordering of investering “onder water”’

MvT pag 67: “In paragraaf 3.4. van het algemene gedeelte van deze toelichting is uiteengezet dat het uitgangspunt van dit voorstel is dat schuldeisers of investeerders van wie de vorderingen of de investeringen onder water staan, en die aldus ook in het geval van faillissement geen uitkering zouden ontvangen of een lagere uitkering dan in het akkoord is voorzien zich weliswaar over het akkoord mogen uitspreken door erover te stemmen, maar dat akkoord in beginsel niet zonder goede grond zouden moeten kunnen tegenhouden.

Wetsvoorstel artikel 373-lid 2C: ‘Indien het akkoord is verworpen op grond van hetgeen in het vorige artikel is bepaald, kan de rechtbank op verzoek van de schuldenaar of de schuldeiser die het akkoord heeft aangeboden het akkoord niettemin algemeen verbindend verklaren indien zij van oordeel is dat de klassen die die niet met het akkoord hebben ingestemd in redelijkheid niet tot dat stemgedrag hebben kunnen komen, tenzij een klasse van preferente of concurrente schuldeisers niet met het

akkoord heeft ingestemd en de tot die klasse behorende schuldeisers onder het akkoord een uitkering ontvangen die lager is dan de uitkering die zij zouden ontvangen indien de boedel van de schuldenaar in faillissement zou worden vereffend'

Opmerking

Wij merken op dat bij waarderingen de waarde van een onderneming veelal wordt weergegeven met een bandbreedte (immers de waarde berust altijd op onzekere aannames). Indien de onzekerheid hoog is, wat bij ondernemingen in zwaar weer vaak het geval is, zal de range ruimer uitvallen. Hier speelt dan ook bijvoorbeeld de 'optiewaarde' van de aandelen een rol en de vraag aan wie deze waarde toekomt als deze alleen gerechtvaardigd kan worden na een bijstorting door een van de groepen schuldeisers. Het is daardoor niet altijd eenduidig te stellen of de aandeelhouder "onder water" of "boven water" staat. Ons voorstel is om de onzekerheid die speelt bij het maken van waarderingen in de toelichting op te nemen, bijvoorbeeld in paragraaf 3.5 van de MvT.

4) Verstrekken extra zekerheden bij nieuw krediet

Achtergrond en opmerking:

WCO II stelt dat het verstrekken van extra zekerheden bij nieuw krediet niet kan worden vernietigd met een beroep op Pauliana.

MvT pag 37: "Bepaald wordt dat rechtshandelingen die strekken tot het verschaffen van zekerheid voor schulden die ontstaan tussen het moment van aanbidding van het akkoord dan wel het moment waarop de schuldeiser de schuldenaar heeft gevraagd een akkoord aan te bieden en het moment van sluiting van de stemming over het akkoord niet kunnen worden vernietigd met een beroep op de pauliana."

We begrijpen het belang van dit punt om zo kredietverschaffers er niet van te weerhouden om extra krediet te verstrekken, iets wat vaak noodzakelijk is tijdens de reddingsoperatie van de onderneming.

Onze kanttekening hierbij betreft het mogelijke effect van deze bepaling op de totale zekerheden, bijvoorbeeld indien hierbij door een bestaande schuldeiser een onevenredig niveau aan zekerheden wordt verworven ten opzichte van het niveau aan extra verstrekt krediet.

Wij hopen hiermee een waardevolle bijdrage te leveren aan de totstandkoming van de WCO-II en zien uit naar het definitieve Wetsvoorstel. Uiteraard zijn wij beschikbaar om onze reactie van nadere toelichting te voorzien of in een gesprek aan u toe te lichten.

Deloitte.

7

15 december 2014

Met vriendelijke groet,

Drs. O. Snijders R.A.

Restructuring Services
Deloitte Financial Advisory Services B.V.