



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Een brug tussen het insolventierecht en de bedrijfseconomie

Adriaanse, J.A.A.

Citation

Adriaanse, J. A. A. (2020). Een brug tussen het insolventierecht en de bedrijfseconomie. *Tijdschrift Voor Insolventierecht*, 2020(2), 113-115. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3133276>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3133276>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Een brug tussen het insolventierecht en de bedrijfseconomie

Recensie van de dissertatie van S.W. van den Berg: *waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht.*

TvI 2020/17

In deze bijdrage wordt het proefschrift van Sebastiaan van den Berg getiteld 'Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht' besproken. De auteur gaat in op enkele onderwerpen uit het onderzoek die bij uitstek relevant zijn voor insolventierechtjuristen, mede in het kader van de WHOA. Dilemma's en knelpunten rondom waarderingsvraagstukken in zwaarweersituaties staan daarbij centraal. Geconcludeerd wordt dat de onderzoeker een brug heeft weten te slaan tussen de bedrijfseconomische werkelijkheid en de wereld van juristen.

1. Inleiding

Enige tijd geleden verdedigde Sebastiaan van den Berg met succes zijn dissertatie getiteld 'Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht' aan de Radboud Universiteit in Nijmegen. Op verzoek van de redactie van TvI heeft ondergetekende het proefschrift, dat als handelseditie is verschenen in de Serie Onderneming en Recht, bestudeerd, met primaire aandacht voor de behandelde insolventierechtelijke vraagstukken.

De hoofdvraag van het onderzoek betreft: *Welke waarderingsvragen doen zich vanuit juridisch perspectief voor bij ondernemingsrechtelijke procedures en financiële herstructureringen?* Vervolgens is het onderzoek opgedeeld in vijf deelvragen: 1) wat zijn de waarderingsdilemma's bij de blokkeringsregeling en op welke wijze gaan waarderingsdeskundigen daarmee om? 2) Welke waarderingsvragen spelen een rol bij een pre-insolventieakkoord en in het bijzonder bij de toets voor *cram down*? 3) Welke rol speelt optiewaarde bij een pre-insolventieakkoord? 4) *Is credit bidding* naar Nederlands recht mogelijk en wat is daarbij de functie van waardering? 5) Welke waarderingsmaatstaven spelen een rol bij ondernemingsrechtelijke procedures en is het mogelijk een waarderingskader te formuleren voor waarderingsopdrachten in ondernemingsrechtelijke procedures? In zijn slotconclusie (p. 270) stelt de auteur dat een transparant wettelijk kader voor

waarderingsvraagstukken ontbreekt en dat veel verschillende begrippen van "waarde" in verschillende wettelijke regelingen worden gebruikt. Dit leidt tot onnodige complexiteit en conflicten. Dit wordt, zo stelt hij, versterkt door het feit dat een waarderingsvraagstuk een "arbitrair inschattingsvraagstuk is en blijft", waarbij partijen met veelal tegenovergestelde belangen tegenover elkaar staan. Een waarderingskader zou structuur kunnen aanbrengen om hiermee eenduidigheid en daarmee verbetering in de rechtspraak aan te brengen, zo luidt de afrondende conclusie.

2. Het insolventierecht en de bedrijfseconomie

In zijn onderzoek begeeft Van den Berg zich op het raakvlak van het recht en de bedrijfseconomie, meer in het bijzonder de problematiek rondom economische waardeberekeningen en de toepassing daarvan in het recht. Een onderwerp dat zowel in de wetenschap als de praktijk actueel is. Het belang van multidisciplinair onderzoek wordt in Nederland namelijk steeds meer onderkend, ook in de rechtswetenschap.² Dit komt onder meer voort uit de (toenemende) complexiteit van maatschappelijke, economische en juridische vraagstukken, daarnaast wordt algemeen onderkend dat het bij elkaar brengen van kennis en kunde uit verschillende gebieden tot creatievere en veelal betere oplossingen leidt. Nadeel is wel dat professionals in monodisciplinaire vakgebieden, zowel wetenschappers als praktijkbeoefenaren, vaak een volstrekt andere 'taal' spreken. Denk hierbij aan diversiteit van te hanteren begrippen, methodologische uitgangspunten en interpretaties van uitkomsten. Dit zorgt regelmatig voor Babylonische spraakverwarring, malentendu's en, erger, conflicten. Niet zelden monden dergelijke misverstanden en tegenstellingen vervolgens weer uit in juridische procedures. De oplossing is om de verschillende werelden met elkaar te confronteren, verschillen van inzicht te analyseren, vervolgens tot een gemeenschappelijke taal te komen, en daarna een praktisch hanteerbaar instrumentarium te ontwikkelen ter voorkoming van nieuwe misverstanden.

¹ Gelieve dit artikel aan te halen als: J.A.A. Adriaanse, 'Een brug tussen insolventierecht en de bedrijfseconomie', TvI 2020/17. J.A.A. (Jan) Adriaanse is hoogleraar turnaround management en wetenschappelijk directeur van het Instituut voor Fiscale en Economische Vakken van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Leiden. Hij is daarnaast partner bij financieel onderzoeksbureau BFI Global te Amsterdam.

² Ter illustratie, vanuit het Ministerie van OCW zijn in 2019 grote subsidies verstrekt aan diverse juridische faculteiten, ter bevordering van empirisch juridisch onderzoek.

De auteur lijkt het bovenstaande ook als uitgangspunt te nemen en de lezer wordt op pagina 1 dan ook meteen getraceerd op een veelzeggend citaat:

“Value is in the eye of the beholder.”

Dit smaakt naar meer. Vervolgens komen verschillende waarderingmethoden en -dilemma's aan bod, waarbij voor de lezers van TvI met name de behandelde vraagstukken rondom pre-insolventieakkoorden, het INSOLAD-voorstel rondom de surseance, de WHOA maar ook Chapter 11 buitengewoon interessant zijn. Uiteindelijk gaat het daarbij steeds om de vraag hoe de reorganisatiewaarde van de onderneming in zwaar weer moet worden afgezet tegen de waarde zónder herstructurering, veelal aangeduid als de liquidatiewaarde. In feite, zo stelt de auteur op pagina 163, houdt een akkoord in een dergelijke situatie “*de facto* in dat de onderneming wordt verkocht aan de *in the money* vermogensverschaffers in plaats van aan derde partijen”, waarbij een rechter de billijkheid moet toetsen van het daaruit volgende verdelingsvraagstuk. Hier zit meteen ook het spanningsveld. Omdat geen daadwerkelijke markttransactie tot stand komt zal een waardering altijd voor zijn voor discussie. Deze is immers tot stand gekomen op basis van verwachtingen over de toekomstige ontwikkeling van de onderneming. Een scenario dat grotendeels hypothetisch is (het gaat immers om verwachtingen). De onderliggende assumpties van de waardering – denk hierbij aan de inschatting van de toekomstige geldstromen van de onderneming in relatie tot de vermogenskostenvoet waarin bepaalde risico's zijn verdisconteerd – zijn dan ook de belangrijkste inputvariabelen. Van den Berg stelt terecht dat (meer) transparantie hierover zal bijdragen aan het creëren van eenduidigheid en rechtszekerheid. Simpel gezegd, het zal tot minder conflicten leiden, waardoor de slagingskans van bijvoorbeeld een WHOA-akkoord toeneemt. Hij gaat zelfs zover door op pagina 268 te stellen: *WHOA: it's the valuation, stupid!*³ Een uitspraak waarin ik me in zekere zin wel kan vinden, behoudens dat de inputvariabelen van de waardering bovenal gebaseerd (moeten) zijn op de oorzakenanalyse, de marktanalyse, evenals het daaruit volgende *turnaround plan* van de onderneming. Met andere woorden, de waardering is een afgeleide van het *turnaround plan*, dat vervolgens als input dient voor het verdelingsvraagstuk. In alle gevallen is overigens sprake van subjectiviteit, niemand kan immers in de toekomst kijken.

Interessant, zo niet smeug, in dit kader is dan ook het intermezzo op pagina 164, waarin de auteur ingaat op de vraag hoe in het kader van Chapter 11 wordt omgegaan met waarderingmethoden. Ondanks het feit dat sommige Amerikaanse rechters zeer kritisch oordelen over waarderingen – “*At best, the valuation of an enterprise (...) is an*

exercise in educated guesswork. At worst it is not much more than crystal ball gazing”⁴ – is er, zo stelt hij, “in de Amerikaanse rechtspraak – over het algemeen – consensus over een waardering voor de *fair and equitable test*”. Van den Berg lijkt hiermee te willen zeggen dat waarderingsobstakels wel degelijk op te lossen zijn in de praktijk, mits geaccepteerd wordt dat waarderingen nu eenmaal inschattingen zijn, en betrokken partijen vrijwel altijd tegengestelde belangen hebben (zie ook pagina 270). Hij presenteert hiervoor een algemeen waarderingkader dat partijen moet helpen verschillen van inzicht te voorkomen ten aanzien van de waarderingmethode en/of te behandelende variabelen.

3. Redemption option value

Een zeer interessant onderdeel van de dissertatie betreft de kritische behandeling van het zogenoemde ‘*redemption option value*’-principe, i.e. het door het American Bankruptcy Institute (ABI) uitgewerkte idee dat *out of the money*-vermogensverschaffers, althans degenen die *net* buiten de boot vallen, onredelijk kunnen worden benadeeld door een akkoord en daarvoor zouden moeten worden gecompenseerd door een optie te krijgen op de mogelijke toekomstige waarde van de onderneming gedurende drie jaar na de procedure. Immers, ten tijde van het akkoord kan sprake zijn van ‘onderwaardering’. Volgens ABI zou een en ander zowel tot een efficiënter als een redelijker herstructureringsproces leiden. Van den Berg stelt hiertegenover dat in de waardering feitelijk al rekening is gehouden met de sensitiviteit van de markt en de business case. Daarnaast wordt niet voldoende recht gedaan aan het feit dat continuerende vermogensverschaffers financieringsrisico's (blijven) lopen als gevolg van het aan boord blijven bij de geherstructureerde onderneming. Met alleen een schuldsanering, zo lijkt hij te zeggen, is de onderneming nog niet meteen gezond. Zij zal zich in de markt weer moeten bewijzen, waarbij het negatieve effect van de financiële problemen in commerciële zin veelal langer voortduurt dan de onmiddellijke positieve gevolgen van de schuldsanering voor de onderneming en haar continuerende financiers. Een scherpe analyse.

4. Reductie van miscommunicatie

Van den Berg eindigt het proefschrift met de hoop dat zijn boek de miscommunicatie tussen juristen (onderling) en bedrijfseconomen reduceert. Ik denk dat hij hier zeker in is geslaagd. Hij slaat een brug tussen de juridische en de financieel-economische wereld. Daarnaast past hij naast een normatieve analysemethode ook een empirische onderzoeksmethode toe. Een enkele kritisch opbouwende noot kan hierbij wel worden geplaatst. Hoewel het te prijzen is dat via een surveymethode onderzoek is gedaan onder be-

3 Een vermoedelijk vrije interpretatie van de opmerking “*The economy, stupid!*”, toegeschreven aan James Carville, strategisch adviseur van de toenmalige Amerikaanse presidentskandidaat Bill Clinton, in 1992.

4 Zie pagina 164. Van den Berg verwijst hier naar een overweging van het United States Bankruptcy Court in *re Mirant Corp.* 9 december 2005, Case No. 03-46590.

drijfswaardeerders worden de opgedane inzichten vooral beschrijvend weergegeven, soms wat te gemakkelijk eenzijdig gepareerd⁵ en ontbreken verklarende (statistische) analyses.⁶ Verder is de response ratio laag (n=21) waardoor de generaliseerbaarheid van bevindingen beperkt is. Daarnaast hadden het empirische onderzoek en de onderzoeksgroep ook uitgebreid kunnen worden naar het insolventie-deel respectievelijk naar juristen, aandeelhouders, bankiers en overige financiers, mogelijk zelfs via een Delphi-onderzoeksmethode. Met deze onderzoeksmethodiek kunnen percepties en meningen van verschillende stakeholders van, in dit geval, waarderingsronden via verschillende rondes in beeld worden gebracht en worden getoetst. Dit alles met als doel om nu al een concretere uitwerking van het door de auteur beoogde waarderingskader te verkrijgen, en de tegenstellingen in meningen (die ongetwijfeld bestaan) te kanaliseren, om vervolgens naar een mate van consensus toe te werken. De kans op acceptatie van een dergelijk (wettelijk) kader, dat in mijn ogen broodnodig is, zou hiermee in de praktijk bij voorbaat worden verhoogd. Misschien speelt in de keuze om dit alles niet te doen het hierboven beschreven verschil tussen de juridische discipline en de financieel-economische wetenschap. Desalniettemin is het in alle opzichten een lezenswaardig proefschrift, zowel voor juristen als bedrijfswaardeerders, waarbij de auteur als 'juridisch-bedrijfseconomisch tolk' goed verstaanbaar is.

5 Op pagina 85 wordt bijvoorbeeld het volgende gesteld: "(...) In plaats daarvan presenteren de deskundigen een waarderingsrange en laten de prijsstelling vervolgens over aan de opdrachtgevers zelf, zo luidde veelal de toelichting op deze vraag. Dit acht ik niet conform de wet en ik vind dan ook dat waarderingsdeskundigen stelling moeten nemen ten aanzien van de prijs (...)" (onderstreping JA). De onderzoeker had hier, in mijn ogen, op zijn minst nader onderzoek moeten doen naar de beweegredenen van de respondenten. Als professionals in hun vakgebied hebben zij kennelijk moverende redenen, wellicht vanuit de beroepsregels en/of waarderings-theorie ingegeven, om voor een range te kiezen.

6 Er had bijvoorbeeld nader bekeken kunnen worden in hoeverre antwoorden worden beïnvloed door ervaringsjaren, specifieke professionele en opleidingsachtergrond en/of ervaring met waardering in rechtszaken etc.