

## Samenvatting (Summary in Dutch)

### Intra-groepsfinanciering en insolventie van groepen van vennootschappen: *Problemen, beginselen en oplossingen*

Financiering, groepen van vennootschappen en het insolventierecht. Het boek begint met de beschrijving van de opkomst en ondergang van drie grote multinationale ondernemingen, te weten Lehman Brothers, Nortel Networks en Oi Brazil. Leo Tolstoy schreef ooit dat “Alle gelukkige gezinnen op elkaar lijken, elk ongelukkig gezin is op zijn eigen manier ongelukkig” (Anna Karenina, 1878). Op dezelfde manier verschillen de drie insolventieverhalen van voornoemde ondernemingen, maar vertonen ze tegelijkertijd opvallende gelijkenissen.

Ten eerste zijn multinationale ondernemingen meestal opgebouwd uit meerdere lagen, bestaande uit tientallen of zelfs honderden juridische entiteiten. In geval van insolventie leidt deze interne complexiteit vaak tot een veelheid aan insolventieprocedures die jegens de afzonderlijke groepsentiteiten worden geopend, doorgaans in verschillende landen en dus beheerst door verschillende rechtsstelsels. Ten tweede kan de groep, hoewel de vennootschappen van de groep juridisch afzonderlijke entiteiten zijn, als een geïntegreerde wereldwijde onderneming optreden. Deze integratie komt tot uiting in de manier waarop de groep wordt bestuurd en in de mate van operationele en financiële onderlinge verbondenheid. Het behoud van groepssynergieën is veelal essentieel voor het behoud en de maximalisatie van de waarde van de groep. Ten derde worden bij veel groepen financiële zaken van verschillende groepsentiteiten op groepsniveau gecoördineerd. Het is gebruikelijk dat groepsentiteiten geld herverdelen (bijvoorbeeld door middel van intragroepelingen of gecentraliseerd kasbeheer) en elkaar ondersteunen bij het aantrekken van externe financiering (bijvoorbeeld door middel van intra-groepgaranties (*‘cross-guarantees’*), hoofdelijke schuld (*‘co-debtorship’*) of verstrekking van onderpand (*‘collateral’*). Zolang de groep aan haar verplichtingen blijft voldoen, leiden deze transacties en de daarvoor noodzakelijke rechtshandelingen niet tot problemen. Als zich echter financiële problemen voordoen, of zelfs sprake is van insolventie, kan het behoren tot dezelfde groep leiden tot langdurige rechtszaken en waardevernietiging. Bovendien kan het een efficiënte afhandeling van insolventieprocedures bemoeilijken.

Vanaf de vroege voorlopers van groepen van vennootschappen, zoals het Medici-systeem in Florence van partnerschappen uit de 15e-16e eeuw en de Europese koloniale ondernemingen uit de 17e eeuw (dat wil zeggen, de Nederlandse en Engelse Oost-Indische Compagnieën), tot de opkomst aan het einde van de 19e eeuw van de eerste moderne groepen van bedrijven,

hebben groepen een dominante plaats ingenomen in economie en politiek. Hoewel conglomeraten van vennootschappen – en dus niet individuele vennootschappen – de overheersende vorm zijn van veel hedendaagse ondernemingen, is het insolventierecht traditioneel en voornamelijk gericht op individuele vennootschappen (de zogeheten ‘*entity bias*’). Dit conflict tussen de economische realiteit enerzijds en de juridische realiteit van groepen anderzijds ligt aan de basis van mijn onderzoek.

Vanwege de diversiteit van groepen en hun financieringsmodel hanteer ik in dit onderzoek een benadering die mij in staat stelt om voorbij eventuele verschillen te kijken: een zogeheten ‘beginselbenadering’ (*‘principle-based approach’*). Deze benadering betreft een juridische bestudering van het recht en analyse daarvan door de lens van juridische beginselen, met als doel optimale beleidskeuzes te ontwikkelen. Deze beleidskeuzes moeten de juridische beginselen zoveel mogelijk bevorderen. Beginselen kunnen echter met elkaar botsen. Het beginsel van bescherming van legitieme verwachtingen en vertrouwen van contractpartijen conflicteert bijvoorbeeld vaak met het beginsel van behoud en maximalisatie van de waarde van insolvente boedels. De vraag is dan ook: *Hoe moet het insolventierecht worden vormgegeven om de conflicterende juridische beginselen in de context van intra-groepsfinanciering in evenwicht te brengen?* Om deze vraag te kunnen beantwoorden, neem ik de volgende tussenstappen: (i) ik introduceer groepen en hun organisatorische en financiële inrichting; (ii) ik identificeer de juridische beginselen die in het geding zijn (of conflicteren) in de context van intra-groepsfinanciering en groepsinsolventie; (iii) ik onderzoek hoe wetgevers en rechters in verschillende landen omgaan met gevallen waarin de relevante juridische beginselen niet met elkaar op één lijn liggen; (iv) ik ontleed en analyseer de factoren die invloed kunnen hebben op het oplossen van een conflict tussen de juridische beginselen.

Alvorens in te gaan op de inhoud van specifieke hoofdstukken, is het belangrijk om de algemene reikwijdte van mijn onderzoek zoals weergegeven in dit boek te verduidelijken. Ten eerste is het boek een studie van het insolventierecht. Dit recht wordt ruim opgevat en omvat verschillende procedures die tot doel hebben financiële moeilijkheden van ondernemingen op te lossen. Het insolventierecht omvat ‘traditionele’ volledig collectieve procedures die gericht zijn op een zo groot mogelijke voldoening van alle schuldeisers, maar ook procedures die niet zijn gebaseerd op collectiviteit of geen volledige collectiviteit vereisen (bijvoorbeeld de Nederlandse WHOA of de Engelse ‘*Scheme of Arrangement*’). Daarnaast raakt het insolventierecht procedures die ook buiten insolventie beschikbaar kunnen zijn (bijvoorbeeld de Amerikaanse ‘*Chapter 11 Procedure*’). Ten tweede behandelt dit boek contractuele en andere ‘vrijwillige’ financiële constructies zoals intra-groepgaranties, contractuele hoofdelijke aansprakelijkheid, intragroeppleningen en bepaalde contractvoorwaarden (zoals *intercompany ipso facto*- en *cross default*-bepalingen). Niet-contractueel of ‘onvrijwillig’

schuldenaarschap bespreek ik niet. Ten derde vereist de onderzoeksvraag een breed onderzoek naar verschillende nationale rechtsstelsels (inclusief een vergelijking daarvan). De focus van dit boek ligt op drie jurisdicties: de Verenigde Staten van Amerika, het Verenigd Koninkrijk en Nederland. Ten vierde zijn banken vaak ook als groep actief op de markt en in de regelgeving voor insolventie van banken is deze problematiek specifiek geregeld. Ik richt mij op de regelgeving voor groepen van banken die is ontwikkeld na de financiële crisis van 2008. Hoewel deze regelgeving specifiek ziet op de bancaire sector, kan zij van nut zijn bij het vinden van oplossingen voor de problemen die ik in de verschillende hoofdstukken van het boek behandel ten aanzien van niet-bancaire ondernemingen. Ten vijfde, tot slot, bevat dit boek geen vraagstukken van internationaal privaatrecht, zoals internationale jurisdictie, toepasselijk recht en erkenning van buitenlandse insolventieprocedures en aan insolventie gerelateerde uitspraken. Gelet op het onderwerp van dit boek richt het zich voornamelijk op materieel recht en betreft het een afweging van uiteenlopende 'materiële' rechtsbeginselen.

Dit boek is verdeeld in 6 delen en 14 hoofdstukken.

DEEL I. 'INLEIDING' bevat **hoofdstuk 1**, waarin ik het onderwerp, de doelstellingen en de reikwijdte van mijn onderzoek introduceer aan de hand van een bespreking van de casus van Lehman Brothers, Nortel Networks en Oi Brazil. Deze casus illustreren de problemen en moeilijkheden die intra-groepsfinanciering in insolventie teweegbrengt.

DEEL II. 'GROEPEN VAN VENNOOTSCHAPPEN: HUN LEVEN EN DOOD' geeft een overzicht van groepsentiteiten. **Hoofdstuk 2** beschrijft wat een groep is en wat de veelvoorkomende eigenschappen en verschijningsvormen zijn. Het hoofdstuk biedt ook enkele historische inzichten over de opkomst van moderne multinationale ondernemingen en onderzoekt een van de belangrijkste leerstukken in het vennootschaps- en insolventierecht: de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders. Het doel is het identificeren van de belangrijkste economische en juridische voorwaarden voor de vorming van groepen. **Hoofdstuk 3** beschrijft hoe het insolventierecht omgaat met financiële problemen binnen groepen en de ontwikkeling daarvan door de tijd heen. De wereldwijde financiële crisis van 2008 en de opkomst van de zogeheten 'versterking van het reorganiserend vermogen' van ondernemingen ('*rescue culture*') hebben geleid tot de invoering van regels die op groepen zijn toegesneden in het insolventierecht. Het doel van dit hoofdstuk is om zowel deze ontwikkeling te benadrukken alsook de beperkingen van de 'individuele ondernemingsbenadering' ('*single enterprise approach*') te laten zien.

DEEL III. 'BEGINSELEN VAN INSOLVENTIERECHT EN HOE DEZE IN EVENWICHT TE BRENGEN' legt een theoretische basis voor de analyse van intra-groep financiële constructies en de insolventie van een groep (in Deel IV). **Hoofdstuk 4** geef ik het analytisch kader waarin ik de op beginselen gebaseerde

aanpak uitleg, het begrip 'beginsel' definieer en de juridische beginselen die het meest relevant zijn in de context van de insolventie van een ondernemingsgroep identificeer. In **Hoofdstuk 5** ontwikkel ik een conceptueel kader dat ik gebruik om conflicten tussen juridische beginselen op te lossen. Het doel is om 'referentiepunten' te vinden die kunnen worden gebruikt om deze conflicten op te lossen. Hiertoe verken ik: (i) het begrip rechtvaardigheid, (ii) het relatieve gewicht van juridische beginselen en (iii) metabeginselen of fundamentele normen die helpen bij het oplossen van conflicten tussen rechtsbeginselen, inclusief het metabeginsel van proportionaliteit. De categorieën 'rechtvaardigheid' en het 'relatieve gewicht van beginselen' lijken geen betrouwbare referentiepunten te zijn. Proportionaliteit, daarentegen, is universeel en kan in een concreet geval van botsende juridische beginselen worden toegepast om een evenwichtige uitkomst te bereiken.

DEEL IV. 'INTRA-GROEPSFINANCIERING EN INSOLVENTIE: TRANSACTIES EN PROBLEMEN' vormt een van de kernonderdelen van het boek en biedt een basis voor het normatieve beoordelingskader. Het doel van dit hoofdstuk is tweeledig. Ten eerste beschrijf ik hierin financiële constructies die gebruikelijk zijn bij groepen van vennootschappen, zoals de reeds genoemde intra-groepgaranties, hoofdelijke schuld, intragroeppleningen, en gecentraliseerd kasbeheer. Ten tweede analyseer ik in dit hoofdstuk de voordelen van intra-groepsfinanciering voor ondernemingsgroepen en benadruk ik de problemen die dergelijke financiering en de daarop toepasselijke wettelijke regimes kunnen meebrengen voor een efficiënte afwikkeling van insolventie- en herstructureringsprocedures.

In **Hoofdstuk 6** onderzoek ik intra-groepgaranties, omdat die vaak in groepen voorkomen. Het doel van dit hoofdstuk is drieledig. Ten eerste kijk ik naar de redenen om intra-groepgaranties en vergelijkbare aansprakelijkheidsregelingen aan te gaan. Daarbij behandel ik enkele rechtseconomische benaderingen, waaronder de *agency*-kosten van schulden, de invloed van intra-groepgaranties op de toegang van ondernemingen tot financiering en de mate waarin risico's worden genomen (de *ex-ante*-effecten). Ten tweede leg ik uit hoe intra-groepgaranties leiden tot verschillende rechten en verplichtingen tussen de hoofdschuldenaar, de partij die zich garant stelt en de schuldeiser. Ik noem deze relatie een 'driehoek van rechten en verplichtingen'. Het bestaan en de afdwingbaarheid van deze rechten en verplichtingen hebben directe gevolgen voor de efficiëntie van herstructureringsprocedures. Ten derde breng ik de problemen en uitdagingen aan het licht die intra-groepgaranties meebrengen in insolventie (de *ex-post* effecten). In insolventie kunnen intra-groepgaranties aanleiding geven tot waardevernietiging als gevolg van de gelijktijdige uitwinning van dezelfde schuld binnen de hele groep. In dit hoofdstuk identificeer ik het '*ricochet*-probleem'. Dit probleem houdt in dat als een borg instaat voor de schuld van een groepsentiteit, regres neemt op de hoofdschuldenaar, en daardoor de herstructurering van die hoofdschuldenaar vervolgens in gevaar komt.



In **Hoofdstuk 7** onderzoek ik de mechanismen die betrekking hebben op herverdeling van geld binnen een groep, waarbij de ene groepsentiteit financiering van een derde verkrijgt en het geleende geldbedrag vervolgens doorleent aan een andere groepsentiteit. Deze financiering kan de vorm aannemen van een enkele intragroepplening of van een voortdurende herverdeling van geld door gecentraliseerd kasbeheer ('*cash pooling*'). De kernvraag hier is of vorderingen van *insiders* (waaronder groepsentiteiten) zijn achtergesteld, dan wel zouden moeten worden achtergesteld in een insolventieprocedure. Er lijkt nog geen consensus te zijn over dit veelbesproken onderwerp, noch in de academische literatuur, noch in de regelgeving en rechtspraak van de bestudeerde rechtsstelsels. Dit hoofdstuk vat de argumenten voor en tegen achterstelling van *insider*-leningen samen en bespreekt de kritiek op achterstelling in het licht van onderinvestering ('*underinvestment*'). Onderinvestering vindt plaats als economisch levensvatbare bedrijven worden geliquideerd in plaats van gered.

**Hoofdstuk 8** richt zich op schuldeisersbenadeling. Hierbij behandel ik de vraag of bepaalde transacties, zoals een groepsgarantie, vernietigbaar kunnen zijn in het geval van insolventie en of 'groepsbelangen' een rol spelen bij de beslissing hierover. Op basis van een rechtsvergelijkende analyse concludeer ik in dit hoofdstuk dat in alle drie de rechtsstelsels intra-groepgaranties aanzienlijke problemen opleveren. Groepsentiteiten stellen zich vaak garant vanwege het groepsbelang, maar dat heeft niet altijd duidelijke en directe voordelen voor de individuele groepsentiteiten die zich garant hebben gesteld. In dit hoofdstuk leg ik uit dat een *ex-post* beoordeling problematisch kan zijn vanwege de onzekerheid *ex-ante* die een dergelijke beoordeling meebrengt.

In **Hoofdstuk 9** onderzoek ik contractuele bepalingen die een schuldeiser bijzondere beëindigings- (*termination*), wijzigings- (*amendment*) of opeisbaarheidsrechten (*acceleration*) geven: *ipso facto*- en *cross default*-bepalingen. Het hoofdstuk (i) legt de werking en ratio van dergelijke bedingen uit, (ii) bespreekt hun problematische gevolgen voor de vroegtijdige respons op en afhandeling van financiële problemen binnen groepen, en (iii) behandelt hoe het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten van Amerika en Nederland worstelen met deze contractuele bepalingen. In de kern houdt deze worsteling verband met het streven naar een evenwicht tussen het beschermen van de contractvrijheid en partijautonomie enerzijds, en het waarborgen van waardebehoud en een efficiënte herstructurering van levensvatbare ondernemingen anderzijds.

DEEL V. 'GROEPSRELEVANTE INSOLVENTIEWETGEVING: JURIDISCHE INSTRUMENTEN EN OPLOSSINGEN' analyseert mogelijke oplossingen voor problemen die gerelateerd zijn aan financiering binnen een groep, zoals die zijn uiteengezet in Deel IV. Het onderzoekt verschillende juridische instrumenten die in reactie op die problemen zijn ontstaan. Ze omvatten onder meer

'*third-party releases*', de werking van afkoelingsperiodes binnen de groep en de opschorting of niet-afdwingbaarheid van specifieke contractuele bepalingen. Deze instrumenten omarmen het zogeheten 'uitbreidingseffect' ('*extension effect*'). Het 'uitbreidingseffect' doet zich voor waar insolventierechtelijke voordelen en rechtsfiguren (zoals de afkoelingsperiode) ook worden toegepast op groepsentiteiten die niet aan een insolventieprocedure zijn onderworpen.

Het doel van dit deel is het ontwikkelen van aanbevelingen voor wetgeving, zodat deze de problemen van financiering binnen groepen en groepsinsolventies op een principiële, evenwichtige en proportionele wijze kan aanpakken. De verschillende financiële constructies, en de unieke problemen die daarmee samenhangen, vereisen maatwerk oplossingen. De centrale onderzoeksvraag leidt dan ook niet tot één enkel antwoord, maar juist tot vele. Deze antwoorden behandel ik in de slotparagrafen van de hoofdstukken 10, 11, 12 en 13. Enkele daarvan licht ik hieronder uit.

**Hoofdstuk 10** bespreekt schuldvermindering binnen groepen en het aanpassen van de schuldvoorwaarden door middel van een opheffing van aansprakelijkheid van (potentieel) betrokken derden, de *third-party release*. Een *third-party release* is een op de groep gericht instrument dat herstructurering van verplichtingen van derden mogelijk maakt (bijvoorbeeld borgen binnen een groep, hoofdelijk medeschuldenaren en zekerheidsverstrekkers) door gebruik te maken van één herstructureringsprocedure (zoals een WHOA-regeling). Er is veel discussie over de kwijtschelding van schulden van derden vanwege het gebruik ervan in spraakmakende faillissementen, zoals het faillissement van Purdue Pharma in de Verenigde Staten van Amerika. Dit hoofdstuk gaat niet in op gevallen van onrechtmatig handelen, maar richt zich in plaats daarvan op transacties die verband houden met het aantrekken van gelden. Het onderzoek richt zich op de reikwijdte en de vereisten voor *third-party releases* naar het recht van het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten van Amerika en Nederland. Het sluit af met bevindingen en overwegingen die kunnen bijdragen aan de ontwikkeling van regels voor *third-party releases*. Tot deze overwegingen behoren bijvoorbeeld de aard van de aansprakelijkheidsopheffing (vrijwillig versus onvrijwillig) en het bestaan van een regresvordering (bijvoorbeeld '*indemnity*' of regres) die door de derde partij kan worden ingediend en als gevolg waarvan de herstructureringsinspanningen kunnen worden ondermijnd. Hoewel de economische voordelen van *third-party releases* duidelijk zijn, is het cruciaal deze proportioneel te gebruiken en de rechten van schuldeisers adequaat te beschermen ('*group best-interest-of-creditors' test*).

**Hoofdstuk 11** richt zich op de regels voor afkoelingsperiodes in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten van Amerika en Nederland. In dit hoofdstuk behandel ik de vraag of het in deze jurisdicties mogelijk is de werking van de afkoelingsperiode uit te breiden naar partijen (bijvoorbeeld

groepsgarantstellers of medeschuldenaren), die zelf geen onderdeel zijn van insolventie- of herstructureringsprocedures. Hiertoe doe ik voorstellen over wanneer en onder welke voorwaarden een groepsbrede afkoelingsperiode wenselijk is. Een groepsbrede afkoelingsperiode kan gerechtvaardigd zijn als een ondernemingsgroep is geïntegreerd en het desbetreffende groepslid (dat wil zeggen: een groepslid dat profiteert van de groepsbrede afkoelingsperiode) een belangrijke rol speelt in de herstructurering of de toekomstige activiteiten van de geherstructureerde groepsentiteit. Het kan ook gerechtvaardigd zijn als het akkoord van de schuldenaar een *third-party release* bevat. Dat gezegd hebbende moet de groepsbrede afkoelingsperiode vergezeld gaan van adequate beschermingsmaatregelen om mogelijk misbruik te voorkomen. De groepsbrede afkoelingsperiode moet dan ook worden opgeheven als de voortzetting ervan de schuldeiser(s) schaadt.

**Hoofdstuk 12** is gewijd aan nieuwe financiering (*'rescue finance'*) en meer specifiek aan nieuwe intra-groepsfinanciering. Een onderneming in financiële moeilijkheden heeft doorgaans dringend behoefte aan geld. Het niet kunnen verkrijgen van financiering kan *cross-defaults* veroorzaken, maar kan ook ertoe leiden dat commerciële banden met essentiële leveranciers worden verbroken of onderhandelingen met schuldeisers over schuldaanpassing worden bemoeilijkt. Een mogelijke herstructurering kan daardoor worden verhinderd. In een groepscontext wordt intra-groepsfinanciering verder gekleurd door het risico van een beroep op de faillissementspauliana of van de achterstelling van vorderingen, zoals besproken in eerdere hoofdstukken. Dit hoofdstuk analyseert twee strategieën die een *ex-post* toetsing door de rechter kunnen aanvullen: (i) de *ex-ante* goedkeuring van een rechtshandeling door de rechter (de zogeheten *'safe harbour'*) en (ii) preventieve financiële constructies (*'pre-emptive financial arrangements'*) die worden gebruikt in de context van financiële groepen. Ik sluit dit hoofdstuk af met een overzicht van de belangrijkste bevindingen en suggesties. Zo stel ik bijvoorbeeld vast dat een goed gestructureerd *safe harbour*-kader voor de goedkeuring van reddingskrediet binnen de groep een waardevol instrument kan zijn voor groepsherstructurering. De efficiëntie van een *safe harbour*-kader zal echter vooral afhangen van het vermogen adequaat te reageren op de financiële problemen van groep in zwaar weer.

In **Hoofdstuk 13** onderzoek ik of wettelijke beperkingen van de contractsvrijheid – beperkingen met betrekking tot de afdwingbaarheid van *ipso facto* en *cross-default* bepalingen – van toepassing zijn dan wel behoren te zijn op intra-groep *ipso facto*- en *cross-default*-bepalingen. Het doel hiervan is allereerst om te onderzoeken of de wet, zoals geldend in de relevante jurisdicties, de mogelijkheid biedt om beschermende wetsbepalingen uit te breiden naar contracten die zijn gesloten door groepsentiteiten van de schuldenaar. Ten tweede is het doel om, vanuit een normatief perspectief, de omstandigheden waaronder een dergelijke uitbreiding wenselijk en passend zou zijn te onderzoeken en suggesties te doen. Er wordt bijvoorbeeld

aangevoerd dat een uitbreiding van de insolventierechtelijke waarborgen op groepsniveau gerechtvaardigd kan zijn als de ondernemingsgroep sterk geïntegreerd is. Een dergelijke integratie leidt namelijk tot een wederzijdse afhankelijkheid van de groepsleden. Omgekeerd kan het uitbreiden van een *ipso facto*-verbod minder evenredig zijn als een groep gedecentraliseerd is en de insolventierisico's van haar entiteiten niet met elkaar zijn verbonden.

DEEL VI. 'CONCLUSIE' bevat **hoofdstuk 14**, waarin ik de belangrijkste bevindingen van het boek samenvat en afsluit met enkele afsluitende observaties en opmerkingen. Daarin noem ik enkele meer algemene overwegingen of factoren die een rol kunnen spelen bij de beslissing al dan niet een groepsgerichte benadering te volgen. Dit hoofdstuk beoogt niet alomvattend te zijn, maar hierin belicht ik veeleer de relevante factoren die eerder in het boek naar voren zijn gekomen. Deze omvatten: (i) de mate waarin de groepsentiteiten intern zijn verbonden (groepsintegratie) en de mate van hun onderlinge afhankelijkheid, (ii) de financiële situatie van groepsentiteiten die niet de schuldenaar zijn in een insolventieprocedure, (iii) het doel en aard van de procedure, en (iv) het algemeen belang. Ik hoop dat dit boek zal bijdragen aan een beter begrip van ondernemingsgroepen, intragroepsfinanciering en de interactie daarvan met het insolventierech