



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

KU LEUVEN



Maastricht University

Faculteit Rechten

master in de rechten

Masterthesis

Distressed investing onder het nieuwe reorganisatierecht

Jarne Snellinx

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de rechten, afstudeerrichting rechten

PROMOTOR :

Prof. dr. Matthias STORME

De transnationale Universiteit Limburg is een uniek samenwerkingsverband van twee universiteiten in twee landen: de Universiteit Hasselt en Maastricht University.



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2023
2024



Maastricht University

Faculteit Rechten

master in de rechten

Masterthesis

Distressed investing onder het nieuwe reorganisatierecht

Jarne Snellinx

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de rechten, afstudeerrichting rechten

PROMOTOR :

Prof. dr. Matthias STORME

Samenvatting

In deze masterscriptie wordt onderzocht welke *tools* de Belgische wetgeving ter beschikking stelt voor distressed investors sinds 1 september 2023. Op deze dag trad namelijk de wet van 7 juni 2023 tot omzetting van Richtlijn (EU) 2019/1023 in werking, waarmee het insolventie- en reorganisatierecht werd gemoderniseerd.

Enkele decennia geleden ontstond het concept van distressed investing toen enkele investeerders in Verenigde Staten van Amerika begonnen te investeren in ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden, met als doel winst te genereren. In België was deze manier van investeren lange tijd onderbelicht. Maar in het kader van de onvoorspelbare economische situatie waarin we ons op dit ogenblik bevinden, zit deze investeringsstrategie echter in de lift.

Om de beschikbare *tools* voor distressed investors te analyseren werd vooreerst onderzocht op welke manier klassieke overnames van ondernemingen gebeuren. Meer bepaald werden de voor- en nadelen van een *share deal* en een *asset deal* onderzocht.

Vervolgens werden de opportuniteiten voor distressed investing geanalyseerd binnen de verschillende beschikbare insolventie- en reorganisatieprocedures. Hierbij werd een onderverdeling gemaakt tussen de preventieve stelsels, de gerechtelijke reorganisatieprocedures en de liquidatieprocedures.

Zo werd in het kader van de preventieve stelsels eerst onderzocht welke mogelijkheden de distressed investor heeft bij een procedure bij de Kamers voor Ondernemingen in Moeilijkheden. Verder werd een analyse gemaakt met betrekking tot de opportuniteiten en de wijzigingen betreffende het buitengerechtelijk minnelijk akkoord.

In het kader van de gerechtelijke reorganisatieprocedures werd een uitgebreide analyse gemaakt van de opportuniteiten van de distressed investors binnen zowel verschillende openbare als besloten akkoorden alsook werd onderzocht welke mogelijkheden het kmo-stelsel en het stelsel voor grote ondernemingen bieden. Tevens werd verder onderzocht welke andere technieken zoals *claims trading* en *debt-for-equity-swaps* mogelijk zijn onder de nieuwe Belgische wetgeving.

Met betrekking tot de liquidatieprocedures werden procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag, de gloednieuwe mogelijkheid van pre-pack faillissementen alsook de overname na een gewoon faillissement onderzocht. Ten slotte werd de invloed die de recente wijziging van enkele fiscale regels geanalyseerd.

Dankwoord

Deze masterscriptie vormt het eindpunt van mijn rechtenopleiding aan de universiteit van Hasselt. Het spreekwoord *'de laatste loodjes wegen het zwaarst'* is hier wel op zijn plaats. Het schrijven van deze masterscriptie vormde immers een grote uitdaging, veel groter dan ik op voorhand had kunnen voorspellen. Ook heb ik het geluk gehad dat er steeds iemand voor me klaarstond met wijze raad of om me een duwtje in de rug te geven wanneer ik het einde van de tunnel niet meer voor ogen had.

Ten eerste wil ik dan ook graag de iedereen van hogeschool PXL bedanken die mij heeft gesteund en heeft aangespoord om mijn studies aan de Universiteit van Hasselt verder te zetten. In het bijzonder wil ik graag mijn voormalig promotor Dirk Van Empten bedanken. Zonder zijn vertrouwen en steun had ik waarschijnlijk nooit de stap durven zetten om het schakelprogramma Master in de Rechten aan te vatten.

Ten tweede wil ik mijn promotor Prof. Dr. Storme bedanken voor het promotorschap van deze masterscriptie. Daarnaast wil ik graag ook Prof. Dr. F. De Leo bedanken voor de dagelijkse begeleiding en zijn onvoorwaardelijke steun tijdens de moeilijke momenten gedurende het lange schrijfproces. Ik ben me ervan bewust dat ik geen modelstudent ben geweest tijdens dit schrijfproces, maar toch bleef stond hij telkens opnieuw klaar om mij terug op het juiste pad te helpen met relevante tips.

Ten derde wil ik mijn ouders bedanken voor alle mogelijkheden die ze mij hebben gegeven gedurende de afgelopen jaren. Hun onvoorwaardelijke steun, elke dag opnieuw was een essentieel onderdeel om deze opleiding tot een goed einde te brengen. Ook wil ik graag mijn zus bedanken die steeds klaarstond met welgekomen advies. Daarnaast is en blijft ze voor mij een voorbeeld omdat ze keer op keer laat zien wat je kan bereiken met een goede portie doorzettingsvermogen. Verder wil ik ook mijn vriendin bedanken voor haar oneindige steun gedurende dit lange schrijfproces. Op elk ogenblik stond ze klaar om een luisterend oor te bieden wanneer ik het nodig had of om mij te steunen wanneer ik het even niet meer zag zitten.

Tot slot wil ik al mijn collega's van Fieldfisher bedanken, met in het bijzonder Sofie Heremans en Dennis Lieven. Ik ben zeer dankbaar voor het vertrouwen, de onvoorwaardelijke steun en alle kansen die zij me de afgelopen maanden hebben gegeven.

Jarne Snellinx

Inhoudsopgave

Samenvatting	I
Dankwoord	II
Inhoudsopgave	i
Afkortingen	1
1. Inleiding	2
Onderwerp en relevantie	2
Context	2
Beperkingen	5
Onderzoeksmethode	5
Toelichting bronnen	6
2. Deel 1: Het concept distressed investing	8
2.1 Uiteenzetting begrip distressed investing	8
2.2 Betrokken partijen	10
2.3 Toepasselijke wetgeving	13
3. Deel 2: Beschikbare tools in de Belgische wetgeving voor distressed investing?	14
3.1 Klassieke wijze van overname van een onderneming	14
3.1.1 Share deal	15
3.1.2 Asset deal	17
3.1.3 Tussen conclusie	19
3.2 Tools beïnvloed door de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingswet	20
3.2.1 Context Herstructureringsrichtlijn	20
3.2.2 De Herstructureringsdeskundige	20
3.2.3 Preventieve Tools	23
3.2.3.1 Kamers voor Ondernemingen In Moeilijkheden	24
3.2.3.2 Buitengerechtelijk en minnelijk akkoord:	26
3.2.4 Gerechtelijke reorganisatieprocedures	30
3.2.4.1 Algemene regels	30

3.2.4.2	Openbaar akkoord	35
3.2.4.2.1	Het openbaar minnelijk akkoord	35
3.2.4.2.2	Het openbaar collectief akkoord	35
3.2.4.2.2.1	KMO-stelsel	37
3.2.4.2.2.2	Stelsel voor grote ondernemingen	39
3.2.4.3	Besloten akkoord	41
3.2.4.3.1	Besloten minnelijk akkoord	42
3.2.4.3.2	Besloten collectief akkoord	42
3.2.4.3.2.1	Technieken om invloed uit te oefenen in reorganisatieplannen	43
3.2.4.3.2.1.1	Claims trading	43
3.2.4.3.2.1.2	Debt-for-equity-swap	45
3.2.4.3.2.1.3	Overige opportuniteiten voor distressed investors in het kader van de gerechtelijke reorganisatieprocedures	48
3.2.5	Liquidatieprocedures	52
3.2.5.1	Overdracht onder gerechtelijk gezag	53
3.2.5.2	Het pre-pack faillissement	57
3.2.5.3	Overname na faillissement	64
3.2.6	Wet van 28 December 2023 - Wijziging van de fiscale behandeling van schuldherschikking via reorganisatieakkoorden.	66
4.	Slotbeschouwing	71
5.	Bibliografie	73
5.1	Internationale wetgeving	73
5.2	Europese wetgeving	73
5.3	Nationale wetgeving	73
5.4	Rechtsleer	74
5.5	Rechtspraak	79

Afkortingen

APA: Asset Purchase Agreement

APR: Absolute Priority Rule

CAO nr. 32bis: de collectieve arbeidsovereenkomst nr. 32bis van 7 juni 1985 betreffende het behoud van de rechten van de werknemers bij wijziging van werkgever ingevolge de overgang van ondernemingen krachtens overeenkomst en tot regeling van de rechten van de werknemers die overgenomen worden bij overname van activa na faillissement of gerechtelijk akkoord door boedelafstand.

ECB: Europese Centrale Bank

GRP: Gerechtelijke Reorganisatie Procedure

Herstructureringsrichtlijn: Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures in zake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van de Richtlijn (EU) 2017/1132 en houdende diverse bepalingen inzake insolventie.

KMO: Kleine en Middelgrote Ondernemingen.

KOIM: Kamer voor Ondernemingen In Moeilijkheden

NBW: Nieuw Burgerlijk Wetboek

OBW: Oud Burgerlijk Wetboek

Omzettingwet: Wet van 7 juni 2023 tot omzetting van Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures in zake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van de Richtlijn (EU) 2017/1132 en houdende diverse bepalingen inzake insolventie, BS 7 juli 2023.

RSZ: Rijksdienst Sociale Zekerheid

SPA: Share Purchase Agreement

WER: Wetboek Economisch Recht

WVV: Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen

Inleiding

Onderwerp en relevantie

1. In deze masterscriptie zal worden onderzocht welke tools de Belgische wetgever beschikbaar heeft gesteld voor distressed investors na de inwerkingtreding van de Omzettingswet op basis van de Herstructureringsrichtlijn. Distressed investing, onder andere een wijze van investeren in ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden, is een concept dat sinds enkele decennia is overgekomen vanuit de Verenigde Staten van Amerika en is tot nog toe in de Belgische rechtsleer onderbelicht. Dit onderzoek is hierdoor relevant voor de Belgische rechtsleer mede omdat de basisprincipes van de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingswet zijn gebaseerd op de principes van de Chapter 11 procedure die van kracht is in de Verenigde Staten van Amerika.¹
2. Tot slot is het onderzoek van deze masterscriptie ook relevant aangezien uit Amerikaans onderzoek blijkt dat in meer dan zeventig procent van de Chapter 11 procedures die in de Verenigde Staten van Amerika worden geopend, een hedge fund actief is.² Met de Omzettingswet heeft de wetgever onder andere beoogd om de reorganisatieprocedures te moderniseren zodat ondernemingen hiermee beter kunnen worden geholpen en de procedures efficiënter verlopen.³ Hierdoor staat als onderzoeksvraag centraal: 'Welke mogelijkheden zijn er voor distressed investing in België na de omzetting van de Herstructureringsrichtlijn?'

Context

3. Gedurende de periode waarin deze thesis wordt geschreven bevindt men zich in een tijdperk waarin verschillende crisissen zich kort na elkaar opstapelen. Vers in het collectief geheugen zit de wereldwijde financiële crisis van de jaren 2008 en 2009. Deze crisis, die mede ontstond door het ineensinken van de huizenmarkt in de Verenigde Staten van Amerika, verspreidde zich op korte termijn over de volledige wereldeconomie. Wereldwijd kwamen banken en andere financiële instellingen in financiële problemen omdat ze niet goed gewapend waren tegen een dergelijke crisis.⁴ Overheden dienden een uiterst moeilijke keuze te maken, ofwel stuurden ze de verschillende financiële instellingen richting een faillissement ofwel kozen ze ervoor om deze instellingen financieel te ondersteunen. Dit gebeurde meestal aan de hand van een gedeeltelijke of soms zelfs volledige overname van de instelling in moeilijkheden.⁵

¹ Wet van 7 juni 2023 tot omzetting van Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures in zake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van de Richtlijn (EU) 2017/1132 en houdende diverse bepalingen inzake insolventie, *BS* 7 juli 2023, 2023031298.

² K. Li, W. Jiang, W. WANG, "Hedge Funds in Chapter 11", *Oregon University paper*, 2010, 60; J. ELLIAS, "Are Litigious Hedge Funds a Problem? A study of Activism", *ABI Journal* 2016, 28.

³ N. OUCHINSKY, "La nouvelle procédure de réorganisation judiciaire publique", in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 7.

⁴ F. MISHKIN, "Over the Cliff: From the subprime to the Global Financial Crisis", *The Journal of Economic Perspectives*, 2011, vol. 25, 49-70.

⁵ G. DELL'ARICCIA, D. IGAN, P. MAURO, H. MOUSSAWI, A. TIEMAN, A. ZDZIENCKA, *The Long Shadow of the Global Financial Crisis: Public Interventions in the Financial Sector*, IMF Working Papers, 2019, 90.

4. Maar niet enkel de financiële instellingen werden getroffen door deze globale financiële crisis, ook de rest van de maatschappij werd zwaar getroffen. Naast de honderdduizenden gezinnen, kwamen veel ondernemingen in moeilijkheden. Dit kwam mede doordat de koopkracht van de consumenten was gedaald, maar vooral omdat gedurende deze economisch instabiele periode de banken minder geneigd waren om ondernemingen leningen te verstrekken of bestaande schulden te herfinancieren, met als gevolg een sterke stijging aan faillissementen tussen de periode van 2009 en 2013.⁶ Geleidelijk aan herstelde de wereldeconomie zich na deze enorme financiële crisis en na enkele moeilijke jaren kwam de economie terug op het niveau van voor de crisis.⁷ Tegelijkertijd kwam gedurende deze periode een einde aan de enorme hoeveelheid faillissementen en kende de westerse economie zelfs een gestage groei.⁸ Daarnaast kwam onder impuls van de Europese Unie het idee om nieuwe regelgeving te implementeren om zich beter te wapenen tegen toekomstige crisissen. Zo werden onder andere nieuwe Europese richtlijnen in verband met banken en andere kredietinstellingen in het leven geroepen of aangepast.⁹ Ook kwamen er onder meer strengere regels voor banken omtrent de minimumkapitaalvereisten die deze instellingen dienen aan te houden, werden de befaamde stresstesten verstrengd en werd de macht van de Europese Centrale Bank verruimd.¹⁰
5. Het economisch herstel bleef zich verder zetten en rond 2016 was er opnieuw een periode van economische groei waarin het aantal faillissementen zich op het laagste punt bevond ten opzichte van de periode sinds de start van de wereldwijde financiële crisis.¹¹ Dit resulteerde in veel vertrouwen bij banken en andere financiële instellingen waardoor rentevoeten zich op een historisch laag niveau bevonden. Financiering was voor ondernemingen geen probleem meer en daarnaast hadden verschillende van deze ondernemingen de afgelopen jaren zelfs een overschot aan extra kapitaal opgebouwd. Omdat het uitlenen van geld niet veel opbracht, waren deze ondernemingen eerder bereid om hun "overtollig" kapitaal te investeren om een hoger rendement te bekomen. Hierdoor groeide de markt van fusies en overnames in België zeer sterk in 2016, vooral door de investeringen van familiale fondsen, vermogende individuen, investeringsmaatschappijen, etc. De algemene vraag naar ondernemingen waarin men kon investeren of over die men kon nemen was op dit ogenblik zo groot dat deze het aanbod oversteeg.¹²

⁶ J. VAN GOMPEL, *Faillissementsgolf die er niet kwam nu toch op komt?*, 2022, multimediafiles.kbcgroup.eu/uploadpdf/EO20220421N.pdf.

⁷ *Ibid.*

⁸ X, "Faillissementen en banenverlies in België per maand, gemeente, economische activiteit (NACE 2008), type onderneming, rechtsvorm en grootteklasse van het aantal werknemers (RSZ)", *STATBEL*, <https://bestat.statbel.fgov.be/bestat/crosstable.xhtml?view=48f709ec-7852-4da9-a1ec-065464e190b6>.

⁹ Wet 25 april 2014 betreffende het statuut en het toezicht op kredietinstellingen, *BS* 7 mei 2014, 2014003194.

¹⁰ Art. 1, GTM-Verordening; Verord.Raad en Parlement nr. 1093/2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit), tot wijziging, van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/78/EG van de Commissie, *Pb.L.* 15 december 2010, afl. 331, 12.

¹¹ *Ibid.* 6.

¹² M. LUYPAERT, "2016 M&A monitor, Shedding Light on M&A in Belgium", *Vlerick Business School*, 2016, 28.

6. Daarnaast bleef ook de Europese Unie actief op het economisch toneel en bleef de economische en financiële stabiliteit van de Unie een kerndoelstelling. Dit resulteerde onder meer in de Herstructureringsrichtlijn die in 2019 werd uitgevaardigd. Met deze richtlijn opteerde de Europese Unie verschillende doelstellingen waaronder het vergemakkelijken van de toegang van ondernemingen in moeilijkheden door het uniformiseren van de nationale regels van de lidstaten omtrent de herstructureringsstelsels zoveel mogelijk faillissementen te vermijden. Daarenboven beoogt de Europese Unie met deze richtlijn de negatieve impact van een uitstaande leningen bij een mogelijk faillissement op de financiële instellingen reduceren, door het implementeren en stimuleren van effectieve preventieve herstructureringen van de ondernemingen in moeilijkheden.¹³
7. De economie in België alsook de markt van fusies en overnames bleef de komende jaren sterk groeien tot aan de volgende crisis.¹⁴ In maart 2020 kwam er aan deze periode van economische groei abrupt een einde. De COVID-19-pandemie die zich vanuit Azië vliegensvlug wereldwijd verspreidde, bracht een golf aan onzekerheid met zich mee en dit resulteerde in een enorme negatieve economische impact. Bijna elke economische sector was niet voorbereid op de impact die een pandemie met zich meebracht, zoals het mogelijk volledig stilvallen van het maatschappelijk leven door een lock-down. Om opnieuw een scenario vergelijkbaar met de wereldwijde financiële crisis van 2008 en 2009 te vermijden, besliste de overheid om ondernemingen die economisch negatief werden getroffen een geruime periode financieel te ondersteunen om een stortvloed aan faillissementen te vermijden.¹⁵ Veel ondernemingen hadden namelijk niet genoeg kapitaal op overschot om de periode van economische terugval te overbruggen. Aanvankelijk leek deze ingreep van de overheid succesvol, maar nadat het toppunt van de pandemie voorbij was kwamen de eerste tekenen van een uitgestelde golf aan faillissementen. De ondernemingen in moeilijkheden waren vooral de ondernemingen die reeds bij aanvang van de pandemie niet rendabel genoeg waren of onvoldoende kapitaal op overschot hadden en uiteindelijk enkel door de financiële steun die overheid hen aanbood tijdelijk operationeel konden blijven.¹⁶
8. Vervolgens bracht de economische heropleving na de COVID-19-Pandemie een volgende crisis met zich mee. Zo was er een enorme vraag naar energie door de herstellende ondernemingen, met een enorme prijsstijging tot gevolg. Daarnaast brak de oorlog tussen Rusland en Oekraïense uit en werd meteen duidelijk dit ook een grote impact zou hebben op een verdere prijsstijging van energie.¹⁷ De inflatie in België bereikte ondertussen het hoogste punt van afgelopen decennium en dit alles zorgde voor opnieuw een woelige economische periode.¹⁸ Daarnaast besliste de Europees Centrale bank (ECB) net als de

¹³ Overw. 3, Herstructureringsrichtlijn.

¹⁴ W. VERVENNE, "De Belgische economie groeit sneller dan verwacht", *De Tijd*, 2017, <https://www.tijd.be/politiek-economie/belgie/algemeen/belgische-economie-groeit-sneller-dan-verwacht/9867732.html>.

¹⁵ X, Vlaamse steun voor ondernemers (crisis), <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidi databank/vlaamse-steun-voor-ondernemers-crisis>.

¹⁶ GRAYDON BELGIUM, "Graydon studie Faillissementen, Eerste Trimester 2022", 2022, 51.

¹⁷ X, "Recordinflatie in België", FOD Economie, <https://news.economie.fgov.be/222764-recordinflatie-in-belgie-in-2022#:~:text=De%20totale%20inflatie%2C%20gemeten%20op,Prijzenobservatorium%20van%20de%20FOD%20Economie>.

¹⁸ *Ibid.*

Centrale Bank van de Verenigde Staten van Amerika (FED) een stelselmatige verhoging van de rentevoeten aan.¹⁹ De impact van deze verhogingen vallen niet te onderschatten aangezien dit er voor zorgt dat het moeilijker en duurder wordt een lening te verkrijgen of bestaande schulden te herfinancieren.

9. Deze economische situatie brengt enerzijds opnieuw bepaalde onderneming in moeilijkheden, maar anderzijds brengt deze situatie ook opportuniteiten met zich mee voor een bepaalde groep investeerders, namelijk de zogenoemde distressed investors. Distressed investing is een zeer risicovolle manier van investeren, omdat de ondernemingen waarin geïnvesteerd wordt vaak onder zware financiële druk staan. Daarnaast wordt bij distressed investing ook vaak reeds bestaande schulden opgekocht tegen een goedkopere prijs. Hoewel bij deze soort investering een grote kans bestaat op verlies, bestaat er anderzijds ook de kans dat de distressed investor een hoog rendement verkrijgt met zijn investering. Een economische situatie waardoor veel ondernemingen in moeilijkheden zitten, is daardoor voor distressed investors geen slechte situatie, of zoals de wereldberoemde politicus Winston Churchill ooit zei: *"Never let a good crisis go to waste"*.

Beperkingen

10. Aangezien deze masterscriptie zich kadert in de opleiding master in de rechten, zal voornamelijk gefocust worden op distressed investing vanuit een juridisch oogpunt en meer bepaald enkel vanuit een rechtseconomisch perspectief. Daarnaast focust dit onderzoek zich niet op alle mogelijke vennootschappen en ondernemingsvormen die in België mogelijk zijn. Er wordt enkel onderzocht welke tools de Belgische wetgever beschikbaar stelt voor distressed investors met betrekking tot (al dan niet beursgenoteerde) besloten vennootschappen en naamloze vennootschappen, zoals deze zijn opgenomen in boeken 5 en 7 van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen.
11. Daarnaast wordt distressed investing door een groot aantal auteurs in de rechtseconomische literatuur als een onethische praktijk bestempeld. Dit komt overwegend doordat distressed investing betrekking heeft op ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden en de distressed investors vaak enkel de potentiële winst voor ogen hebben. Het ethische aspect van distressed investing valt uiteraard hierdoor ook buiten het toepassingsgebied van deze masterscriptie.
12. Tot slot bevat deze masterscriptie enkel onderzoek naar situaties die betrekking hebben op de periode na de inwerkingtreding van de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingwet. Hierdoor wordt steeds verwezen naar procedures die geopend zijn vanaf 1 september 2023.

Onderzoeksmethode

13. In deze masterscriptie zal een monodisciplinaire onderzoeksmethode gehanteerd worden. De focus van dit onderzoek ligt op de huidige nationale Belgische en Europese wetgeving die van kracht zijn en

¹⁹ X, "Selected Interest Rates (daily)", FED, www.federalreserve.gov/releases/h15/.

betrekking hebben op distressed investing. Hiermee wordt beoogd een antwoord te bieden op de centrale onderzoeksvraag 'Welke mogelijkheden zijn er voor distressed investing in België na de omzetting van de Herstructureringsrichtlijn?'.

14. Het eerste deel zal het concept distressed investing uiteenzetten in een rechtseconomische context, hoofdzakelijk op basis van Amerikaanse rechtsleer. Dit zal in verschillende stappen gebeuren waardoor eerst het begrip distressed investing zal worden gedefinieerd met daarna een uiteenzetting van de verschillende betrokken partijen bij het begrip distressed investing.

15. In het tweede deel ligt de nadruk op de huidige Belgische wetgeving en rechtsleer. Er zal een uiteenzetting volgen van de basisprincipes van de Herstructureringsrichtlijn en hoe deze werd omgezet in Belgische wetgeving. De focus van dit hoofdstuk ligt meer bepaald op de Belgische Omzettingswet en de veranderingen die deze met zich mee heeft gebracht. Het verdere onderzoek en de analyse in dit hoofdstuk zal gestructureerd gebeuren op basis van de verschillende reorganisatie- en insolventieprocedures die mogelijk zijn onder het WER. Van de onderzochte procedures wordt telkens geanalyseerd welke mogelijkheden deze meebrengen voor distressed investors.

16. Op deze basis zal dit gedeelte de volgende structuur aanhouden: eerst zullen de mogelijkheden buiten een gerechtelijk reorganisatie- of faillissementsprocedure worden onderzocht. Meer in het bijzonder wordt als eerste de mogelijkheid van een distressed investor om de controle in een onderneming te verwerven via een klassiek M&A proces uiteengezet. Daarna zal worden onderzocht welke mogelijkheden distressed investors hebben bij een procedure voor de Kamer van Ondernemingen In Moeilijkheden, bij de GRP 1, namelijk het minnelijk akkoord en de GRP 2, namelijk het collectief akkoord, en wat deze procedures volledig inhouden. Vervolgens zal dezelfde analyse gebeuren voor de procedure van een overdracht onder gerechtelijk gezag en het 'Pre Pack Faillissement'. Verder zal ook worden onderzocht welke opportuniteiten een overname uit een gewoon faillissement biedt. Tot slot zal de Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen worden besproken wegens zijn relevante invloed in de praktijk.

17. Dankzij het diepgaand onderzoek van de voorgaande hoofdstukken zullen de tools die de Belgische wetgever ter beschikking stelt aan distressed investors worden geïdentificeerd en geëvalueerd na de inwerkingtreding van de Omzettingswet.

Toelichting bronnen

18. Wetgeving vormt bij uitstek een van de belangrijkste bronnen van dit onderzoek. Voornamelijk zal gebruik worden gemaakt van de principes uiteengezet in 'Boek XX Insolventie van Ondernemingen' van het Wetboek Economisch Recht. Daarnaast zal ook gebruik worden gemaakt van andere wetboeken zoals het OBW, NBW en WVV. Ook van belang voor dit onderzoek zijn de voorbereidende werken en dus ook de memorie van toelichting van de Omzettingswet.

Naast de Belgische wetgeving wordt ook gebruikt gemaakt van supranationale wetgeving. Zo wordt ook gebruik gemaakt van verschillende Europese richtlijnen en verordeningen die weerslag hebben op distressed investing, Amerikaanse wetgeving met betrekking tot de verschillende reorganisatiemogelijkheden zoals de Chapter 11 procedure, de Nederlandse wetgeving omtrent de WHOA.

Daarnaast is rechtsleer een belangrijke bron voor dit onderzoek. Naast de rechtsleer vanuit België zal ook rechtsleer uit de Verenigde Staten van Amerika, Nederland en Frankrijk aan bod komen.

Vervolgens is ook rechtspraak een belangrijke bron voor dit onderzoek. Zowel nationale als Europese rechtspraak hebben de basisprincipes van de insolventie en reorganisatiewetgeving uiteengezet en verduidelijkt. Aangezien de Omzettingwet slechts sinds 1 september 2023 in werking is, is de rechtspraak hieromtrent uitermate beperkt.

Tot slot zal bij het gebruik van de bronnen steeds rekening worden gehouden met de verschillende visies van de auteurs op basis van hun rechtseconomische achtergrond, de economische context waarin de auteur het werk schreef als ook de wetgeving die van toepassing is op de locatie van de auteur.

1. Deel 1: Het concept distressed investing

1.1 Uiteenzetting begrip distressed investing

19. Het concept van distressed investing vindt zijn oorsprong in de Verenigde Staten van Amerika en is sinds enkele decennia overgewaaid naar Europa en situeert zich op het niveau van de *secondary debt market*.²⁰ Distressed investing omvat beleggingsstrategieën die worden gehanteerd voor het investeren in een onderneming die in financiële moeilijkheden verkeert en dus voornamelijk plaatsvindt voor of in de beginfase van een insolventieprocedure.²¹ De financiële problemen die de onderneming heeft kunnen onder andere voortvloeien uit het aangaan van te veel leningen in combinatie met het niet behalen van de voorziene omzetcijfers.²² Distressed betekent in deze context dan ook dat de onderneming in kwestie moeite heeft om aan zijn huidige financiële verplichtingen te voldoen, maar er nog steeds in de mogelijkheid voor hen bestaat om het tij te keren. De onderneming bevindt zich met andere woorden in een financiële moeilijke situatie, maar heeft nog niet opgehouden te betalen waardoor ook de faillissementsvoorwaarden nog niet zijn vervuld.²³ Deze toestand kan bestaan uit het in de toekomst niet meer kunnen voldoen aan de verbintenissen die de onderneming is aangegaan onder een leningsovereenkomst bij een bank of andere kredietverstrekker, op termijn het niet meer kunnen afbetalen van zijn schulden, op korte of lange termijn geen nieuwe leningen of kredieten kunnen verkrijgen bij de huidige kredietverstrekkers of zelfs het niet meer kunnen aantrekken van nieuwe kredieten bij derde kredietverstrekkers.²⁴ De onderneming voorziet daarnaast ook dat er in de toekomst geen mogelijkheid zal bestaan om de bestaande schulden te laten herfinancieren. In de Omzettingwet wordt dergelijke situatie gedefinieerd als een situatie van dreigende insolventie, namelijk een toestand waarin de continuïteit van de activiteiten van de onderneming onmiddellijk of op termijn worden bedreigd.²⁵

20. Ondernemingen die zich in een financieel moeilijke situatie bevinden kunnen een aantrekkelijk overname of investeringsdoelwit zijn, in de praktijk ook wel *Target* genoemd. De aandelen en schulden van deze ondernemingen worden namelijk vaak verhandeld tegen een lagere prijs dan hun effectieve nominale waarde. De prijs waaraan de aandelen of de schuldvordering wordt verkocht vormt een weerspiegeling van de moeilijkheden waarmee de onderneming kampt.²⁶ De aandeelhouders staan vaak onder enorme druk om snel kapitaal op te halen om het tij alsnog te keren en het faillissement af te wenden en daarnaast de huidige schulden af te lossen.²⁷ Kredietverstrekkers en meer bepaald banken staan

²⁰ S. MOYER, D. MARTIN, J. MARTIN, "A primer on Distressed Investing: Buying Companies by Acquiring Their Debt", *Journal of applied corporate finance* 2012, 59.

²¹ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 583.

²² M. ROE, F. TUNG, "Bankruptcy and corporate reorganization: legal and financial material", *Foundation Press* 2016, 92.

²³ F. NICHELS, *TBH* 1991, 621-623; J., WAELKENS, "Vervroegde datum van staking van betaling bij faillissement", *NRJ* 2020, 414, 43.

²⁴ WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 9.

²⁵ Art. 3, 29° Omzettingwet.

²⁶ WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 9.

²⁷ *Ibid.*

daarnaast onder druk omdat deze instellingen zoveel mogelijk van hun uitgeleende bedrag proberen te recupereren om aan de strenge kernkapitaalvereisten te voldoen. Dit zorgt ervoor dat bijvoorbeeld banken gedwongen worden om risico-avers te handelen met het oog om binnen deze wettelijke vereisten blijven.²⁸ Deze wettelijke beperkingen zijn anderzijds niet van toepassing voor de kapitaalhouders, zoals de investeerders die vrij kunnen kiezen hoe risicovol zij wensen te handelen.

21. Investeerders kunnen oordelen dat de prijs van de aandelen van een onderneming of de schuldvorderingen ten op zichte van deze onderneming die zich financiële moeilijkheden bevindt opportuniteiten biedt voor een meerwaarde wanneer hierin wordt geïnvesteerd. Mits het hanteren van bepaalde technieken die kunnen uitgaan van bijvoorbeeld het herstructureren van de onderneming, het vervangen van het bestuur en management, een bijkomende kapitaalinjectie of andere handelingen is het mogelijk dat de financiële moeilijke situatie van onderneming wordt verbeterd. Dit geeft dan weer aan de distressed investors, die het risico hebben genomen om dit *gezondmakingsproces* op te zetten, de mogelijkheid om een meerwaarde te verkrijgen op hun oorspronkelijke investering.²⁹ Aangezien distressed investing betrekking heeft op ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden, is het aangewezen om te benadrukken dat distressed investing een zeer risicovolle manier van investeren is. De ondernemingen in kwestie bevinden zich op het ogenblik van de investering in een penibele situatie waardoor een mogelijk faillissement, waarbij een groot verlies wordt geleden op de investering van de distressed investors, niet uit te sluiten valt.

22. In de voornamelijk Amerikaanse rechtsleer worden de verschillende investeringsstrategieën die onder distressed investing vallen in verschillende categorieën ondergebracht.³⁰

Ten eerste zijn er de distressed investors die enkel een passieve investeringsstrategie hanteren. Deze groep van investeerders focust zich voornamelijk op het kopen van effecten, vaak ondergewaardeerde liquide schuldeffecten, van ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden aan een bepaalde korting, zonder dat ze beogen enige controle te verwerven. Daarnaast is het ook niet hun doel om een welbepaalde invloed uit te oefenen in een mogelijke reorganisatie- of faillissementsprocedure.³¹

Ten tweede zijn er distressed investors die een actieve investeringsstrategie hanteren zonder dat ze controle beogen, maar anderzijds wel een *blocking stake* verwerven. Deze groep investeerders beoogt een aanzienlijke deel van een bepaalde klasse van schuldvorderingen ten aanzien van de *Target-onderneming* te verwerven, zodat in een verder stadium invloed kan worden uitgeoefend op de uitkomst van een reorganisatie- of faillissementsprocedure.³² Zo zal zonder de instemming van deze investeerder

²⁸ Verord.Raad en Parlement nr. 575/2013, 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *PB. L.* 27 juni 2013, afl. 176, 1; F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 584.

²⁹ *Ibid.*

³⁰ E. ALTMAN, "The role of distressed debt market, hedge funds and recent trends in bankruptcy on the outcome of chapter 11 reorganizations", *ABI LAW REVIEW* 2013, vol. 22, 84.

³¹ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 584.

³² *Ibid.*

het reorganisatieplan vaak niet kunnen worden goedgekeurd zonder dat de rechter overgaat tot een categorie-overschrijdende *cram down* (zie infra) en worden in voorkomend geval onder andere *debt-for-equity swaps* door de investeerders voorgesteld.³³ De macht van de distressed investors komt anderzijds vaak voort uit hun mogelijkheid tot een *hold-out* via verschillende *lock-up agreements*. De distressed investors creëren op basis van deze overeenkomsten een *nuisance value* om hun visie door te drukken in de reorganisatieplannen.³⁴

Ten derde zijn er de distressed investors die een actieve investeringsstrategie hanteren met het doel controle over de onderneming te verwerven. De strategie van deze groep van investeerders houdt in dat een grote hoeveelheid van het meerderheidsaandeel van de schuld wordt verworven, en zij tijdens het reorganisatieproces dit proberen om te zetten in aandelen via een *debt-for-equity swap*. Eenmaal de investeerder hiermee de meerderheid van de aandelen en dus de controle in de onderneming heeft verworven, zal hij deze investering op basis van uitgebreide ervaring proberen in waarde te laten vermeerderen.³⁵ Dit brengt in de praktijk soms tot gevolg dat de distressed investor die eerst de schulden aan een enorme korting op de *secondary debt market* heeft verworven later de CEO wordt in de *Target-onderneming*. Dit wordt in de rechtsleer ook wel de *loan-to-own* strategie genoemd.³⁶

23. Tot slot is het belangrijk om te benadrukken dat distressed investing de overkoepelende term is die wordt gehanteerd voor het definiëren van een bepaalde beleggingsstrategie. In de academische literatuur wordt naast distressed investing ook vaak verwezen naar de termen *distressed debt investing*, *distressed M&A*, *vulture investing*, *claims trading* etc. om naar dezelfde soort beleggingsstrategie te verwijzen. Hoewel deze voorgaande termen grotendeels als synoniemen naast elkaar worden gebruikt, zijn er wel degelijk enkele (minieme) verschillpunten tussen deze verschillende termen.³⁷ Distressed investing is zoals eerder vermeld de overkoepelende, globale benaming waardoor al deze voornoemde termen hieronder vallen. Hierdoor zal in het verdere verloop van deze masterscriptie enkel het concept distressed Investing in de brede zin van het woord gehanteerd worden.

1.2 Betrokken partijen

24. Net zoals distressed die als overkoepelende term wordt gebruikt, is ook distressed Investors een verzamelnaam dewelke wordt gehanteerd om investeerders aan te duiden die aan distressed Investing doen. Aangezien distressed investing zowel op lokaal als op internationaal niveau wordt gedaan, heeft dit tot gevolg dat er verschillende soorten distressed investors zijn.

³³ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 424.

³⁴ H. MORRIS, S. VAN DE GRAAFF, "Advising an Ad Hoc Committee", *Global Restructuring review*, Advising an Ad Hoc Committee - Global Restructuring Review; F. DE LEO, W. BARTSTRA, A. JONKERS, "Recht op cash-exit onder de WHOA: doorgedreven bescherming van de sterkste schuldeisers", *Corporate Finance Lab*, <https://corporatefinancelab.org/2020/03/31/recht-op-cash-exit-onder-de-whoa-doorgedreven-bescherming-van-de-sterkste-schuldeisers/>.

³⁵ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 585.

³⁶ D. KEATING, "RadLax Revisited: A Routine Case of Statutory Interpretation or a Sub Rosa Preservation of Bankruptcy Law's Great Compromise?", *AM. BANKR. INST. L. REV.*, 2012, 465, 504.

³⁷ P. ALLEN, "Private Equity Firms and Hedge Funds' Distressed Investing Strategies in Chapter 11 and Out-of-Court Corporate Restructuring and Distressed M&A", *The Investment Lawyer* 2018, vol. 25, 6, 8.

25. De grootste groep investeerders die op grote schaal en vaak op internationaal niveau aan distressed investing doen bestaat voornamelijk uit twee soorten fondsen die gericht zijn op professionele beleggers. Enerzijds bestaat deze groep uit private equity fondsen en anderzijds uit hedge funds, in Nederlandstalige rechtsleer ook vaak Hefboomfondsen genoemd.³⁸ Naast deze grote groep zijn er ook kleinere investeerders op de distressed Investing markt actief. Zo zijn er enerzijds kleine en middelgrote ondernemingen die kapitaal op overschot hebben, opportuniteiten zien bij ondernemingen in financiële moeilijkheden op de lokale markt en hierdoor beslissen om hierin te investeren. Tot slot zijn er ook natuurlijke personen die aan distressed investing doen. Dit kunnen zowel huidige aandeelhouders van een onderneming zijn alsook derden. In deze masterscriptie ligt voornamelijk de focus op de mogelijke opportuniteiten en standpunten van de grootste groep distressed investors, namelijk de private equity fondsen en de hedge funds alsook de mogelijkheden voor huidige aandeelhouders, maar wordt ook steeds rekening gehouden met de mogelijkheden voor kleinere investeerders.

26. Private equity fondsen worden gedefinieerd als fondsen waarin professionele beleggers geld in kunnen investeren.³⁹ De fondsen bevatten een grote expertise in het managen en winstgevend maken van ondernemingen. Hierdoor is een private equity fonds voornamelijk gericht op het verwerven van een groot belang aan aandelen in ondernemingen die niet beursgenoteerd zijn. Dit betekent niet dat het noodzakelijk is dat het private equity fonds meer dan de helft van alle aandelen in een onderneming verwerft, aangezien de controle van een onderneming vaak kan worden behaald met een lager aantal aandelen. Daarnaast gaan private equity fondsen op basis van al hun expertise voornamelijk focussen dat de onderneming efficiënter met zijn middelen omgaat en winstgevender wordt.⁴⁰ Dit gebeurt in het merendeel van de gevallen door een vervanging van het bestaande bestuur van de onderneming en daarnaast via van het herstructureren van de ondernemingsstructuur.

27. Tot slot is het belangrijk om aan te halen dat private equity fondsen vaak verschillende strategieën hanteren. Enerzijds zijn er de private equity fondsen die voornamelijk focussen op het verwerven van de controle in ondernemingen. Met deze controle gaat het private equity fonds de organisatiestructuur wijzigingen steeds met het oog op het creëren van een meerwaarde. Na een periode van ongeveer vijf jaar zal het investeringsfonds een *exit* plannen waarbij de aandelen in de onderneming met een bepaalde meerwaarde worden verkocht. In deze strategie zal het investeringsfonds met andere woorden een actieve rol spelen in de creatie van meerwaarde van de onderneming.⁴¹ Anderzijds zijn de private equity fondsen die enkel focussen op een participatie in de *Target-onderneming*, maar niet zelf actief de controle beogen te werven. Het private equity fonds zal dus met andere woorden enkel een bepaald aantal

³⁸ E. ALTMAN, "The role of distressed debt market, hedge funds and recent trends in bankruptcy on the outcome of chapter 11 reorganizations", *ABI LAW REVIEW* 2013, vol. 22, 79.

³⁹ V.COLAERT, S. COOLS, F. HELLEMANS, E. TERRY, & J. VANANROYE, *Handboek Ondernemingsrecht*, Leuven, Acco, 2024, 426.

⁴⁰ M. HARNER, "The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing", *Fordham L. Rev.* 2008, 176-171.

⁴¹ A.-X. COOREMAN, G. GELDHOF, "Private Equity: A Proven Model to Unfold Value", *R.B.F.-B.F.W.*, 2007/8, 499.

aandelen, een meer passieve houding aannemen en op termijn de aandelen van de onderneming met een meerwaarde proberen te verkopen.⁴²

28. Op basis van het voorgaande blijkt dan ook private equity fondsen zich verlenen tot distressed investing. Bij ondernemingen in financiële moeilijkheden kunnen private equity fondsen via hun expertise onderzoeken of deze onderneming mogelijk ondergewaardeerd zijn. Ook kunnen zij op basis van hun expertise oordelen dat het mogelijk is dat via een herstructurering of vervanging van bestuur een meerwaarde kan worden gecreëerd.⁴³

29. Hedge funds daarentegen zijn veel moeilijker definiëren.⁴⁴ Net zoals bij private equity fondsen is hier sprake van fondsen die gericht zijn op professionele beleggers en vaak niet open staan voor het brede publiek dat beoogt om te investeren. In tegenstelling tot private equity fondsen hebben hedge funds een kenmerkende agressievere stijl van investeren die met andere woorden ook veel risicovoller is. Hedge funds hebben voornamelijk de strategie om via hun investeringen zoveel mogelijk rendement te verkrijgen op een zo kort mogelijke termijn. Het portfolio van hedge funds bestaat dan ook vaak uit ondernemingen die zich in een financiële moeilijke situatie bevinden en waarbij er een grote kans bestaat dat de door het hedge fund geïnvesteerde bedrag verloren gaat. Hierdoor proberen hedge funds hun risico zo goed mogelijk in te dekken door middel van het gebruik van afgeleide financiële producten zoals derivaten en hierdoor als het ware hun potentieel verlies proberen te verzekeren.⁴⁵

30. Naast de grote institutionele distressed investors zijn er ook op een kleinere schaal distressed investors die aan distressed investing doen. Zo is het steeds mogelijk dat bestaande aandeelhouders van ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden bepaalde opportuniteiten zien die de andere derden of aandeelhouders niet zien. Aangezien de aandeelhouders vaak nauw betrokken zijn bij het bestuur en de operationele activiteiten van de onderneming, hebben zij vaak meer kennis dan derden over mogelijke opportuniteiten.⁴⁶ Occasioneel is de reden van bestaande aandeelhouders om te investeren in dit risicovolle project soms eerder emotioneel dan rationeel ingegeven aangezien zij dicht bij de onderneming staan.⁴⁷ Ook derden, individuen die kapitaal op overschot hebben en niet risico-avers zijn, kunnen distressed investors zijn. Het verkrijgen van voldoende informatie omtrent een onderneming en de financiële moeilijkheden waarin deze zich bevindt is zeer moeilijk voor een derde en dus veel moeilijker dan voor bestaande aandeelhouders of de grote institutionele distressed investors. De zogenaamde informatieasymmetrie tussen betrokkenen en derden waarbij de aandeelhouders, bestuurders en kredietverstrekkers vaker een betere inschatting kunnen maken over de

⁴² V.COLAERT, S. COOLS, F. HELLEMANS, E. TERRYIN, & J. VANANROYE, *Handboek Ondernemingsrecht*, Leuven, Acco, 2024, 426.

⁴³ *Ibid.*

⁴⁴ V.COLAERT, S. COOLS, F. HELLEMANS, E. TERRYIN, & J. VANANROYE, *Handboek Ondernemingsrecht*, Leuven, Acco, 2024, 427.

⁴⁵ *Ibid.*

⁴⁶ F. DE LEO, "De sterken en de zwakken in reorganisatieprocedures" in Q. CORDIER, X. MINY, A. QUINTART en F. VANRYKEL (eds.), *The Strong, the Weak and the Law*, Brussel, Larcier, 2018, (263) 267-270.

⁴⁷ U. QADRI, "Role of Corporate Identity, Image and Reputation in Investors' Behavioral Decision Making: Does Emotional Attachment Matter?", *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences* 2020, vol. 14, 120-140.

levensvatbaarheid van de onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt geeft de derden een enorm voordeel.⁴⁸ Hoewel het hierdoor voor derden niet voor de hand ligt om aan distressed Investing doen, kan dit niet volledig worden uitgesloten.

31. Zoals reeds hierboven vermeld, is distressed investing een zeer risicovolle manier van investeren en heeft dit een invloed op de grootste groep van de investeerders, namelijk de private equity fondsen en de hedge funds.⁴⁹ Met de Bankencrisis van 2008-2009 in het achterhoofd en om het falen van bepaalde investeringen minder te laten doorwegen op de huidige globale financiële sector, wordt het beheer van deze private equity fondsen en hedge funds gereguleerd strikt gereguleerd. Met de wet van 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders heeft de Belgische wetgever op basis van de Europese AIFM richtlijn 2016/61/EU een wetgevend kader ingevoerd met betrekking tot kwalitatief beheer van deze fondsen door middel van het verlenen van vergunningen en kwaliteitsvereisten. Op basis van deze wetgeving hebben zowel private equity fondsen als hedge funds nog steeds mogelijkheid om in risicovolle te investeren, zonder dat dit een al te grote weerslag heeft op rest van de financiële sector.⁵⁰

1.3 Toepasselijke wetgeving

32. De nationale wetgeving die van toepassing is op distressed investing is voornamelijk de wetgeving die is opgenomen in boek XX van het Wetboek van Economisch Recht. Meer in het bijzonder zijn de artikels met betrekking tot de verschillende reorganisatieprocedures en het faillissement van uitermate belang.

Daarnaast is ook de wetgeving van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen van toepassing. Naast de algemene bepalingen die zijn opgenomen in boek 1 en 2 van het WVV, zijn ook de bepalingen van boek 5 met betrekking tot Besloten Vennootschappen en boek 7 met betrekking tot Naamloze Vennootschappen van toepassing.

Vervolgens zijn ook de traditionele bepalingen van het verbintenissenrecht van toepassing op distressed investing. Meer in het bijzonder is de wetgeving met betrekking tot de overdracht van schuld van toepassing zoals artikel 5:187 NBW en verder.

⁴⁸ W. HOLTERMAN, S. VAN DEN BERG, "Waardebepaling bij financiële herstructurering en de nieuwe WHOA", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 2019, 159-170.

⁴⁹ D. BRUTTI, "Sovereign Debt Crises and Vulture Hedge Funds: Issues and Policy Solutions", *Boston College Law Review* 2020, vol. 61, 5, 1833.

⁵⁰ Wet van 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders, *BS* 17 juni 2014, 2014003229.

2. Deel 2: Beschikbare tools in de Belgische wetgeving voor distressed investing?

33.In dit hoofdstuk zal worden uiteengezet welke tools de Belgische wetgever ter beschikking stelt aan distressed investors om de risicovol te investeren. Aangezien distressed investing voornamelijk plaatsvindt voor of in de beginfase van een insolventieprocedure, heeft dit tot gevolg dat de partijen aan de onderhandelingsstafel niets steeds veranderen waardoor onder andere *claims trading*, zie infra, de onderhandelingsfase van een reorganisatieplan doorgaans niet frustreert.⁵¹ In wat volgt wordt eerst beknopt geanalyseerd welke klassieke methodes gebruikt worden voor de overname van ondernemingen. Daarna maken we een uitgebreide analyse van de mogelijkheden die distressed investors hebben in situaties net voor een faillissement of reorganisatie procedure met een focus op de veranderingen die de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingwet hebben geïmplementeerd.

2.1 Klassieke wijze van overname van een onderneming

34.Ten eerste is er de mogelijkheid dat de distressed investor de controle verwerft over een onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt via een klassiek M&A proces. Hieronder wordt uiteengezet welke mogelijkheden hieromtrent zijn. Belangrijk is het feit dat in de onderstaande analyse steeds wordt uitgegaan dat de *Target-vennootschap* zich nog niet in enige vorm of procedure van faillissement of reorganisatie bevindt, met uitzondering wanneer dit expliciet wordt vermeld. Er wordt hierdoor ook vanuit gegaan dat de onderneming in kwestie nog steeds de volledige controle heeft tenzij wanneer anders aangegeven.

35.Nadat distressed Investors een analyse hebben opgesteld met betrekking tot de markt van mogelijke ondernemingen in financiële moeilijkheden waarin kan worden geïnvesteerd, zal een investeringsstrategie worden bepaald.⁵² In het kader van deze investeringsstrategie bestaat de mogelijkheid dat de distressed investors beogen de controle in een onderneming ter verwerven en hiervoor de onderneming in kwestie beslissen over te nemen. In België zijn er voornamelijk twee gebruikelijke wijzen waarop een onderneming, meer bepaald de besloten vennootschap of de naamloze vennootschap, wordt overgedragen.⁵³ Ten eerste kan dit gebeuren via een zogenaamde *Share Deal* en waarbij de aandelen van de *Target-vennootschap* via een koop-verkoopovereenkomst door de verkoper aan de koper worden overgedragen. Ten tweede is er de zogenaamde *Asset Deal* waarbij een deel of het geheel van de eigenlijke activa van de onderneming in kwestie via een koop-verkoopovereenkomst wordt overgedragen. Het doel van beide transactiewijzen is hetzelfde, namelijk de overnemer verkrijgt de controle over de *Target-vennootschap* of de activa van de vennootschap en daarnaast geven op economisch en financieel vlak beide transactiestructuren dezelfde uitkomst. Op juridisch en fiscaal vlak heeft de keuze voor een share deal dan wel een asset deal wel een significante invloed met belangrijke

⁵¹ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 583.

⁵² E. ALTMAN, "The role of distressed debt market, hedge funds and recent trends in bankruptcy on the outcome of chapter 11 reorganizations", *ABI LAW REVIEW* 2013, vol. 22, 84.

⁵³ V.COLAERT, S. COOLS, F. HELLEMANS, E. TERRYIN, & J. VANANROYE, *Handboek Ondernemingsrecht*, Leuven, Acco, 2024, 500.

verschillende gevolgen. Hieronder wordt een beperkt uiteengezet wat beide vormen van overdracht inhouden en welke voor- en nadelen ze beiden in het kader van distressed investing.

2.1.1 Share deal

36. Bij een share deal worden de aandelen van de vennootschap door de aandeelhouders overgedragen aan de koper op basis van een koop-verkoopovereenkomst. Door de Angelsaksisch invloed op de Belgische wijzen van overnames, wordt deze koop-verkoopovereenkomst wordt ook wel een *Share Purchase Agreement* oftewel *SPA* genoemd.⁵⁴ In het kader van een zogenaamde share deal worden enkel de aandelen van de vennootschap overgedragen. Deze aandelen omvatten alle activa en passiva van de onderneming en de reeds bestaande vergunningen, maar ook de bestaande contracten, werknemers, ... Het geheel van de vennootschap wordt op basis van de koop-verkoopovereenkomst overgedragen zonder dat er op het niveau van de vennootschap veel formaliteiten moeten worden vervuld.⁵⁵ De overnemer verkrijgt met de share deal een deel of het geheel van de aandelen van de vennootschap zonder dat dit een significante impact vormt op de operationele activiteiten van de onderneming. Ook dienen er onder een share deal geen individuele activa te worden overgedragen aangezien de aandelen de volledige handelszaak van de onderneming bevatten.⁵⁶

37. Op een share deal is voornamelijk naast het WVV het Belgisch kooprecht van toepassing, die enkel een bescherming biedt met betrekking tot de aandelen. Het kooprecht daarentegen is niet van toepassing op de vermogenstoestand van de onderneming die wordt overgedragen.⁵⁷ Om deze grijze zone op te vangen wordt bij een koop-verkoopovereenkomst in normale omstandigheden een uitgebreide set aan verklaringen en waarborgen, ook wel *representations and warranties* genoemd, opgenomen. Deze verklaringen en waarborgen hebben betrekking op de juridische-, de vermogens-, de financiële en economische toestand van de onderneming, alsook op de operationele kenmerken. Ze stellen de overnemer in staat om tijdens het onderhandelingsproces met betrekking tot de overname een beeld te schetsen over het risicoprofiel van de schuldenaar.⁵⁸ Aan deze verklaringen en waarborgen zijn vergoedingen gekoppeld indien blijkt dat deze niet volledig of onjuist te zijn. Op die manier probeert de koper zich in te dekken tegen potentiële situaties die in de toekomst zouden kunnen voorvallen en niet voorzien waren.⁵⁹ Om de risico's te bepalen en een beter beeld te krijgen van de onderneming die men zal verwerven wordt een uitgebreid *due diligence-onderzoek* gedaan waarbij een grondige analyse gebeurt van de onderneming in kwestie.⁶⁰

⁵⁴ G.- L. BALLON, H. DE DECKER, V. SAGAERT, E. TERRYIN, B. TILLEMANN, A.- L. VERBEKE, *Koop – Aandelen*, Intersentia, 2016, 436.

⁵⁵ T. VANDEWEYER, "Overdracht van aandelen van een operationele vennootschap door een natuurlijke persoon: haalbare structureringsvormen en fiscale analyse", *Vermogensrecht in de praktijk* 2021, 14.

⁵⁶ G.- L. BALLON, H. DE DECKER, V. SAGAERT, E. TERRYIN, B. TILLEMANN, A.- L. VERBEKE, *Koop – Aandelen*, Intersentia, 2016, 130-436.

⁵⁷ V.COLAERT, S. COOLS, F. HELLEMANS, E. TERRYIN, & J. VANANROYE, *Handboek Ondernemingsrecht*, Leuven, Acco, 2024, 500.

⁵⁸ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 507.

⁵⁹ G.- L. BALLON, H. DE DECKER, V. SAGAERT, E. TERRYIN, B. TILLEMANN, A.- L. VERBEKE, *Koop – Aandelen*, Intersentia, 2016, 131-436.

⁶⁰ *Ibid.*

38. Aangezien distressed investing betrekking heeft op ondernemingen die zich reeds in financiële moeilijkheden bevinden, is een uitgebreide lijst van verklaringen en waarborgen niet aangewezen. De verkoper van de onderneming in kwestie kan of wil niet uitgebreide verklaringen doen over de onderneming of over mogelijke toekomstige situatie aangezien de toekomst van de onderneming onzeker is. Hierdoor zal er voornamelijk gebruik worden gemaakt van een eenvoudige SPA zonder al te veel verklaringen en waarborgen.⁶¹ De overnemer zal enkel met zekerheid willen waarborgen dat de aandelen die hij verkrijgt vrij en onbelast worden overgedragen. Aan de hand van het bovenvermelde uitgebreid *due diligence-onderzoek* waarbij een grondige analyse zal gebeuren van de onderneming in kwestie. Dit brengt voor de koper, de distressed investor, een bijkomend risico met zich mee doordat er minder verhaalsmogelijkheden zijn ten opzichte van de verkoper bij negatieve toekomstige situaties.⁶² Doorgaans zal dit de distressed investor niet afschrikken aangezien deze goed op de hoogte is van de risico's omtrent distressed investing. De koopprijs die een potentiële overnemer wenst te betalen zal afhangen van het risico dat de overname met zich meebrengt. Zo kan het in de praktijk voorkomen dat een aankoopprijs van EUR 1 wordt overeengekomen. Deze lage koopprijs weerspiegelt het risico dat de overnemer neemt, waar tegenover een hoger potentieel rendement staat.⁶³ Ook bestaat de mogelijkheid van de zogenaamde *parent guarantee* waarbij een solvabele derde, vaak een moederverenootschap of andere vennootschap verbonden met de koper of verkoper de nodige inspanningen zal leveren zodat aan de verplichtingen in de koop-verkoopovereenkomst zal worden voldaan.⁶⁴

39. Daarnaast gaan op basis van een koop-verkoopovereenkomst ook de passiva van een onderneming mee over naar de koper. Dit betekent dat de koper ook de bestaande schulden en dus ook de openstaande leningen van de onderneming overneemt. Zoals hierboven reeds uiteengezet vormen de bestaande schulden en de opstaande lening vaak een belangrijke oorzaak van de financiële situatie waarin de onderneming zich bevindt.⁶⁵ Distressed investors willen dit hierdoor namelijk zoveel mogelijk vermijden aangezien dit een uitgebreid pakket vormt bij ondernemingen in kwestie. Hierdoor wordt het voornamelijk niet aangeraden voor distressed investors om via een share deal de controle over een onderneming te verwerven, zeker wanneer de onderneming een groot pakket aan schulden uitstaande leningen heeft. In tegenstelling tot een asset deal heeft de koper geen volledige zekerheid over de omvang van de activa en passie die verwerft. Hij koopt namelijk een *black box* waarbij soms spreekwoordelijke lijken uit kast kunnen vallen.

40. Daarnaast is het belangrijk om op te merken dat er wel degelijk situaties zijn waarbij een share deal opportuniteiten biedt aan een distressed investor. Dit kan het geval zijn wanneer de schulden van de *Target*-vennootschap voornamelijk bestaan uit *intercompany debt*, oftewel *intragroep* schulden en meer

⁶¹ S. VERVERKEN, "Verklaringen en waarborgen bij de verkoop van aandelen" in G.-L. Ballon e.a. (eds.), *Gemeenrechtelijke clausules*, Antwerpen, Intersentia, 2013, 249-307.

⁶² *Ibid.*

⁶³ M. HARNER, "The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing", *Fordham Law Review*, 77, 715.

⁶⁴ G.-L. BALLON, H. DE DECKER, V. SAGAERT, E. TERRYIN, B. TILLEMANN, A.-L. VERBEKE, *Koop – Aandelen*, Intersentia, 2016, 95.

⁶⁵ *Ibid.*

bepaald uit niet betaalde *intragroep* leningen. Wanneer de distressed investor in dit geval niet enkel één onderneming maar een groep van ondernemingen verworft, is het mogelijk dat hij deze *intragroep* schulden na verwerving kan afbouwen. Dit is bijvoorbeeld wanneer de distressed investor de aandelen verworft van een groep Q met aan de top de holdingvennootschap X.⁶⁶ Deze holdingvennootschap X kan later gefuseerd worden met bijvoorbeeld de dochtervennootschappen A en B met het oog op het samenbrengen van gelijkaardige activiteiten en bijvoorbeeld de arbeidsvoorwaarden van alle vaste personeelsleden van de groep te harmoniseren. Deze interne herstructurering geeft de mogelijkheid om de bestaande *intragroep* schulden af te bouwen. Wanneer uit het *due diligence-onderzoek* blijkt dat het voorgaande tot de mogelijkheden behoort, is het uiteraard wel aangeraden voor de distressed investor om via een share deal de aandelen van de *Target*-vennootschap te verwerven.

41. Zoals hierboven reeds vermeld gaat bij een sharedeal de gehele onderneming over van de verkoper op de koper en betekent dit dat de werknemers als het ware automatisch mee overgaan omdat er geen effectieve wijziging van de werkgever gebeurt wanneer enkel de aandelen overgaan. De bepalingen van CAO nr. 32bis zijn hierdoor niet van toepassing.⁶⁷ Maar de overgang van de aandelen heeft wel tot gevolg dat ook het volledig sociaal passief, namelijk alle kosten in verband met werknemers en de kosten tot beëindigen van desbetreffende arbeidsovereenkomsten tijdens de herstructurering, mee over gaan.⁶⁸ De bijkomende kost met betrekking tot het sociaal passief is niet voordelig voor de distressed investor en valt in het kader van distressed investing liefst te vermijden. Op basis hiervan kan dan ook worden geconcludeerd dat het niet altijd optimaal is voor distressed investors om een de om via een share deal de onderneming in kwestie over te nemen.

2.1.2 Asset deal

42. Zoals hierboven aangegeven bestaat naast een share deal ook een asset deal. In plaats van een *Share Purchase Agreement, SPA*, wordt in de praktijk hier gebruik gemaakt van een *Asset Purchase Agreement, APA*. Deze twee overeenkomsten bevatten in principe dezelfde clausules met inbegrip van de toepasselijk verklaringen en waarborgen.⁶⁹ In de praktijk zal voor distressed investing ook bij een asset deal eerder geopteerd worden voor een eenvoudige *APA* zonder een uitgebreide lijst aan verklaringen en waarborgen. Doordat een onderneming bij distressed investing vaak zo goed als de volledige activa van een onderneming overdragen, blijft de onderneming als een lege doos met een hoop schulden achter. De beperkte opbrengsten van de verkoop van de activa worden dan gebruikt om de schuldeisers zo goed als mogelijk uit te betalen waarna de onderneming alsnog in staat van een faillissement wordt gebracht.⁷⁰

⁶⁶ X, voorafgaande beslissing nr.2015.263 dd. 30.06.2015, FOD Financiën, 2015, expert.taxwin.be/nl/tw_src_off_fisc/document/ruling20150630-2015263-nl.

⁶⁷ CAO nr. 32bis, 7 juni 1985, betreffende het behoud van de rechten van de werknemers bij wijziging van werkgever ingevolge de overgang van onderneming krachtens overeenkomst en tot regeling van de rechten van de werknemers die overgenomen worden bij overname van activa na faillissement of gerechtelijk akkoord door boedelafstand, algemeen verbindend verklaard bij KB, 25 juli 1985, BS 9 augustus 1985.

⁶⁸ X, "Vrijstelling sociaal passief", VLAIO, <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidi databank/vrijstelling-voor-sociaal-passief>.

⁶⁹ B. BELLEN, *Share Purchase Agreements – Belgian Law and Practice*, Antwerpen, Intersentia, 2016, 7.

⁷⁰ V.COLAERT, S. COOLS, F. HELLEMANS, E. TERRYN, & J. VANANROYE, *Handboek Ondernemingsrecht*, Leuven, Acco, 2024, 502.

43. Een asset deal vormt de meest directe wijze om een onderneming of een deel ervan over te dragen. In tegenstelling tot bij een share deal gaat bij een asset deal niet automatisch de volledige onderneming over van verkoper op de koper. Enkel de specifiek aangeduide activa en passiva van de overneming die het voorwerp vormen van de koop-verkoopovereenkomst zullen worden overgedragen.⁷¹ Een asset deal geeft hierdoor aan de overnemer de mogelijkheid om aan *cherry picking* te doen en op deze manier zijn mogelijke risico's beter af te bakenen.⁷²
44. Doordat enkel de specifiek aangeduide activa en passiva worden overgedragen brengt dit ook met zich mee dat de huidige of toekomstige geschillen en vorderingen die betrekking hebben op de een vroegere handelswijze van de overdrager in principe niet mee overgaan op de koper. De overnemer kan hierdoor met een schone lei beginnen nadat de overdracht is voldaan, zonder dat hij rekening moet houden met de handelingen van de vorige eigenaar.⁷³ Het is dan ook voordelig voor de distressed investor dat de schulden niet automatisch bij een asset deal worden overgenomen.
45. Voor distressed investing biedt een overname door middel van een asset deal dan ook een aantal voordelen zoals hierboven uiteengezet. Meer bepaald doordat de distressed investor aan *cherry picking* kan doen, heeft hij de mogelijkheid om enkel de activa van de onderneming over te nemen waarvan hij denkt dat deze een potentiële meerwaarde kunnen opleveren. De gekozen activa kan een brede waaier van uiteenlopende activa zijn van bepaalde specifieke machines tot een volledige tak van de onderneming. Deze flexibiliteit brengt wel met zich mee dat elk individueel bestanddeel van de activa die zal worden overgenomen gedetailleerd beschreven zal moeten worden in de *Asset Purchase Agreement*.⁷⁴
46. Zoals reeds uiteengezet kan in theorie een asset deal betrekking hebben op verschillende activa. In de praktijk wordt via een asset deal veelal een overdracht van alle activa overeengekomen die nodig zijn voor het voeren van de onderneming. De activa die worden overgenomen omvatten daardoor ook meestal de lopende overeenkomsten met derden en deze met de werknemers. Aangezien deze lopende overeenkomsten zo goed als uitsluitend wederkerige overeenkomsten zijn waarbij alle betrokken partijen verplichtingen hebben, heeft de overname hierop een invloed. Voor de overeenkomsten met derden is er naast het akkoord van de overdrager en de overnemer ook de goedkeuring van de co-contractant vereist.⁷⁵ Aangezien de onderneming in onze benadering zich reeds in een financiële moeilijke situatie bevindt, zal de co-contractant in de meerderheid van de gevallen onzes inziens geen probleem hebben om toe te stemmen met overdracht van de overeenkomst. Onzes inziens zal de co-contractant de

⁷¹ V.COLAERT, S. COOLS, F. HELLEMANS, E. TERRY, & J. VANANROYE, *Handboek Ondernemingsrecht*, Leuven, Acco, 2024, 501.

⁷² F. TSCHENTSCHER, "Distressed M&A - The Fine Art of the Bespoke Deal", <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dl/Documents/legal/Deloitte%20Legal%20Webcast%2014.02.2024%20EN.pdf>.

⁷³ *Ibid.*

⁷⁴ VANDEWEYER, T., "Overdracht van aandelen van een operationele vennootschap door een natuurlijke persoon: haalbare structureringsvormen en fiscale analyse", *Vermogensrecht in de Praktijk* 2021, 14.

⁷⁵ V.COLAERT, S. COOLS, F. HELLEMANS, E. TERRY, & J. VANANROYE, *Handboek Ondernemingsrecht*, Leuven, Acco, 2024, 503.

overname van de overeenkomst enkele in een bepaalde gevallen weigeren, zoals de situatie waarin de overnemer een strategische concurrent is of wanneer een persoonlijke vete speelt. Indien de co-contractant weigert in te stemmen met de voorgestelde overdracht, vormt de asset deal geen grond voor de overdrager om de overeenkomst met de co-contractant te beëindigen.⁷⁶

47. Tot slot zal in het kader van de overdracht van de onderneming ook CAO nr. 32bis van toepassing zijn ter bescherming van de huidige werknemers. CAO nr. 32bis regelt bij een overgang van het geheel of een gedeelte van de onderneming dat de loon- en arbeidsvoorwaarden van de werknemers blijven behouden. CAO nr. 32bis impliceert namelijk drie voorwaarden om te kunnen spreken van een overgang van de onderneming. Zo zal ten eerste er een wijziging van de werkgever dienen te zijn. Ten tweede dient de onderneming of een gedeelte ervan over te gaan en ten derde dient er een overeenkomst te zijn tussen de oorspronkelijke werkgever die de onderneming overdraagt en de nieuwe werkgever of met andere woorden de overnemer.

48. Wanneer bij distressed investing gebruik wordt gemaakt van een asset deal, zullen de belangrijke activa van de onderneming hierin worden opgenomen. Hierdoor wordt voldaan aan alle drie de voorwaarden waardoor CAO nr. 32bis van toepassing is op de overname. De werknemersbescherming is hierdoor van toepassing waardoor het sociaal passief zal moeten worden opgenomen.

2.1.3 Tussen conclusie

49. Hoewel zowel een share als een asset deal voor- en nadelen met zich meebrengen voor een distressed investor, geeft een asset deal onzes inziens de meeste opportuniteiten. Een asset deal in het kader van distressed investing heeft voornamelijk ten opzichte van een share deal dat de schulden niet automatisch worden mee overgenomen. De hoeveelheid schulden van een onderneming heeft een significante invloed op de rendabiliteit en winstgevendheid. Daarnaast heeft de distressed investor in het merendeel van de gevallen de activa aan een korting kunnen verkrijgen waardoor dit, samen met het pakket van schulden dat wegvalt, het plausibeler maakt dat er een meerwaarde wordt gerealiseerd op de investering.

50. Het sociaal passief dat zal moeten worden overgenomen door de toepassing van CAO nr. 32bis zal wel een belangrijk impact hebben op de overnameprijs die zal worden geboden door de distressed investor. Ook de impact van de overname van het sociaal passief op de mogelijke winst van de distressed investor valt niet te onderschatten. Distressed investors kunnen namelijk oordelen dat het beter is om een afwachtende houding aan te nemen, de overname uit te stellen en te gokken dat de financiële toestand van de onderneming niet verbetert met een mogelijke reorganisatieprocedure of faillissement tot gevolg. Dit geeft aan de distressed investor het voordeel dat het sociaal passief bij deze procedures niet altijd moet worden overgenomen, wat mogelijk een positieve invloed heeft op het terug financieel gezond maken van de onderneming waardoor hun investering meer rendeert.

⁷⁶ *Ibid.*

2.2 Tools beïnvloed door de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingswet

2.2.1 Context Herstructureringsrichtlijn

51. De omzetting en implementatie van de Herstructureringsrichtlijn werd vooropgesteld te zijn voldaan voor 17 juli 2021 en na een goedkeuring door de Europese Unie werd deze deadline uitgesteld tot 17 juli 2022. Beide deadlines werden niet door de Belgische wetgever behaald, maar uiteindelijk werd de Omzettingswet gestemd op 7 juni 2023 en is deze op 1 september 2023 in werking is getreden.⁷⁷ De Omzettingswet had als doel de belangrijkste aspecten Herstructureringsrichtlijn te implementeren, waaronder de toegang tot een doeltreffend en preventief herstructureringsstelsel voor ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden.⁷⁸ Met de Omzettingswet heeft de wetgever met andere woorden nog meer ingezet op het redden van ondernemingen in moeilijkheden en de *toolbox* van het insolventierecht onder aangepast en uitgebreid.⁷⁹

52. Aangezien distressed investing, zoals reeds eerder vermeld, voornamelijk plaatsvindt voor of in de beginfase van een insolventieprocedure, heeft de Omzettingswet potentieel hierop een grote impact gehad.⁸⁰ Hierdoor ligt de focus in het kader van dit onderzoek op het preventieve aspect van de Omzettingswet omtrent de efficiëntere en kortere procedures inzake de herstructurering en insolventie en welke nieuwe mogelijkheden omtrent distressed investing dit met zich meebrengt.

53. Door de wijzigingen is het belangrijk om nogmaals te benadrukken dat de Omzettingswet en dit onderzoek zich baseert op reorganisatie- en insolventieprocedures geopend vanaf 1 september 2023. Ook wordt niet elke wijziging die voortkomt uit de Omzettingswet en de Herstructureringsrichtlijn vermeld. Er zal enkel worden gefocust op de wijzigingen die een wezenlijke invloed hebben op distressed investing.

2.2.2 De Herstructureringsdeskundige

54. In het kader van de Omzettingswet werd de figuur van de Herstructureringsdeskundige in het leven geroepen. Dit volledig nieuw juridisch figuur vindt zijn oorsprong in de Herstructureringsrichtlijn en zal een belangrijke rol spelen bij de reorganisatie van ondernemingen na inwerkingtreding van de Omzettingswet.⁸¹ De definitie van de Herstructureringsdeskundige werd door de wetgever bijna identiek overgenomen uit de Herstructureringsrichtlijn en werd ingevoegd in Artikel I.23, 7° /01 WER als volgt:

⁷⁷ Art. 34, lid 2 Herstructureringsrichtlijn; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 392; NATIONALE ARBEIDSRAAD (NAR), *Advies insolventiewetgeving - voorontwerp van de wet*, 19 juli 2022, nr. 2.308, <https://cnt-nar.be/sites/default/files/documents/nl/advies-2308.pdf>.

⁷⁸ MvT, *Parl.St.* Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 4-5.

⁷⁹ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 393.

⁸⁰ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 583.

⁸¹ Art. 2, 1, 12° Herstructureringsrichtlijn.

"Herstructureringsdeskundige: een gerechtsmandataris die door de insolventierechtbank is aangesteld om, met name, een of meer van de volgende taken uit te voeren:

i) de schuldenaar of de schuldeisers assisteren bij het opstellen van of het onderhandelen over een reorganisatieplan;

ii) toezicht houden op de activiteiten van de schuldenaar tijdens de onderhandelingen over een reorganisatieplan, en verslag uitbrengen aan een rechterlijke instantie;

iii) zonder buitenbezitstelling de gedeeltelijke controle uitoefenen over de activa of zaken van de schuldenaar voor of tijdens de onderhandelingen over een gerechtelijke reorganisatie."⁸²

55. De Herstructureringsdeskundige is een figuur die ondernemingen in moeilijkheden bijstaat bij het herstructureren van de onderneming, maar ook bij de onderhandelingen met de verschillende schuldeisers en dat terwijl de onderneming steeds de volledige controle behoudt.⁸³ Dit verschilt met de oude figuur van een voorlopige bewindvoerder die als kerntaak had het verwerven van controle over de activa of zaken van schuldenaar.⁸⁴ De Herstructureringsdeskundige kan in bepaalde gevallen vrijwillig worden aangesteld na aanvraag door de onderneming in moeilijkheden zoals bij de uitvoering van een buitengerechtelijk minnelijk akkoord. In andere gevallen zal de aanstelling van een Herstructureringsdeskundige worden opgelegd door de rechtbank.⁸⁵

56. In de Omzettingwet werd door de wetgever ervoor gekozen om geen lijst op te stellen met mogelijke Herstructureringsdeskundigen.⁸⁶ De aanstelling van de Herstructureringsdeskundige dient te gebeuren op grond van de inhoud van het specifieke dossier dat zich voor de ondernemingsrechtbank voordoet. De Herstructureringsdeskundige zal een specialist zijn die voldoende diepgaande kennis heeft en over de nodige vaardigheden beschikt die de onderneming in moeilijkheden nodig heeft.⁸⁷ Hierdoor zal de Herstructureringsdeskundige voornamelijk een expert zijn met kennis van het insolventierecht, financiële en economische aangelegenheden en daarnaast over een uitgebreid netwerk beschikt.⁸⁸ De Herstructureringsdeskundige kan met andere woorden bestaan uit alle personen die de ondernemingsrechtbank geschikt acht voor de specifieke opdracht, maar zal voornamelijk bestaan uit advocaten, bedrijfsleiders, accountants, bedrijfsrevisors, maar ook personen van de administratie etc.⁸⁹

⁸² Art. I. 23, 7°/01 WER.

⁸³ *Ibid.*

⁸⁴ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 198.

⁸⁵ Art. XX. 49/2 WER.

⁸⁶ Voorstel van wet tot omzetting van Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 en houdende diverse bepalingen inzake insolventie, *Parl.ST.* Kamer, 2022-23, nr. 3231/001.

⁸⁷ N. OUCHINSKY, "Analyse Des Hypothèses D'intervention Des Praticiens De La Réorganisation Et Des Praticiens De La Liquidation Dans L'intérêt D'une Entreprise En Difficulté Et De Ses Stakeholders", *Revue des entreprises en difficulté* 2023, afl.3, 149.

⁸⁸ Y. BRULARD, "Pré-Insolvency", *op. cit.*, p. 12, n° 17.

⁸⁹ Art. XX.20/1 WER.

57. De inhoud van de opdracht van de Herstructureringsdeskundige verschilt naargelang de noden van de onderneming die zich in moeilijkheden bevindt, als ook de juridische situatie die zich voor doet. Bij de aanstelling van de Herstructureringsdeskundige door de voorzitter rechtbank, zal zijn taakbeschrijving en de duurtijd van de opdracht nauwkeurig worden vastgelegd. Ook zal de Herstructureringsdeskundige enerzijds bij het openbaar minnelijk akkoord of reorganisatie door een collectief akkoord eerder adviserende en ondersteunende opnemen tijdens het opstellen van het reorganisatieplan en de onderhandelingen met de schuldeiser.⁹⁰ Anderzijds blijkt volgens onder andere Y. Brulard uit de bewoording in de artikels die van toepassing zijn op de opdracht van de Herstructureringsdeskundige in het kader van een openbare gerechtelijke reorganisatie door een collectief akkoord, een meer actieve rol voor de Herstructureringsdeskundige is weggelegd.⁹¹ De Herstructureringsdeskundige draagt volgens Brulard op basis van artikel XX.70, §1 WER e.v. actief bij tot het opstellen van het reorganisatieplan, waardoor wij kunnen concluderen dat hij in praktijk actief zal meewerken bij de opstelling.

58. Dit zorgt ervoor dat de Herstructureringsdeskundige onzes inziens ook een interessant figuur kan spelen bij distressed investing waarbij risicovolle investeringen plaatsvinden in ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden.⁹² Ondanks zijn op papier soms eerder adviserende en ondersteunende rol, zal de Herstructureringsdeskundige belangrijk zijn de onderhandelingen met de schuldeisers omtrent een reorganisatieplan. Ook het uiteindelijke verslag en het advies van de Herstructureringsdeskundige over het reorganisatieplan dat hij uiteindelijk aan de rechtbank bezorgt, zal in de praktijk een belangrijke invloed hebben op de beoordeling van de bevoegde rechter.

59. De Herstructureringsdeskundige zal er tevens op toe zien dat tijdens de onderhandelingen het belang van de schuldeisers wordt gewaarborgd. Dit betekent ook dat de Herstructureringsdeskundige de belangen van de distressed investor zal waarborgen, wanneer deze een strategische schuldeiser is geworden van de onderneming in kwestie door bijvoorbeeld een grote hoeveelheid schulden te verwerven.⁹³ Het is hierdoor belangrijk voor de distressed investor dat hij de Herstructureringsdeskundige overtuigt van zijn visie en deze uiteindelijk steunt. Hierdoor zal de investeerder gedurende de volledige reorganisatieprocedure de Herstructureringsdeskundige proberen te overtuigen van zijn visie.

60. Hoewel de Herstructureringsdeskundige een nieuw juridisch figuur vormt, betekent dit niet automatisch dat de rechtbank een persoon zal aanstellen die onervaren aan de situatie waarin hij tewerk wordt gesteld. Dit nieuwe juridisch is namelijk een aangepaste versie van de reeds bestaande figuren zoals de

⁹⁰ Art. XX49/2 WER; Y. BRULARD, "La procedure avec classes: une méthode pour faciliter la mise en œuvre pratique" in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 62.

⁹¹ Y. BRULARD, "La procedure avec classes: une méthode pour faciliter la mise en œuvre pratique" in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 62.

⁹² F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 396.

⁹³ N. OUCHINSKY, "Analyse Des Hypothèses D'intervention Des Praticiens De La Réorganisation Et Des Praticiens De La Liquidation Dans L'intérêt D'une Entreprise En Difficulté Et De Ses Stakeholders", *Revue des entreprises en difficulté* 2023, afl.3, 139.

voorlopig bewindvoerder etc. De Herstructureringsdeskundige die door de rechtbank wordt aangesteld zal een persoon zijn met veel kennis en ervaring omtrent het reorganisatie- en insolventierecht waardoor hij ook kennis zal hebben over distressed investors en hun strategieën. Enerzijds zal de voorkennis van de Herstructureringsdeskundige over distressed investing het de investeerder moeilijker maken om de deze te beïnvloeden ten voordele van zijn strategie. Anderzijds zal de Herstructureringsdeskundige ook kennis hebben dat distressed investors enkel interesse tonen en investeren in ondernemingen waarvan zij oordelen dat ze nog mogelijk winstgevend zijn alsook in sommige gevallen levensvatbaar.

61. Voornamelijk door de aandeelhouders en de onderneming worden distressed investors niet altijd beschouwd als positieve actoren. Meestal zijn de aandeelhouders van de ondernemingen wantrouwig voor distressed investors aangezien ze enkel als doel hebben de onderneming, die vaak het levenswerk van bepaalde personen vormt, aan een grote korting te verwerven. Maar aangezien het bestuur van de onderneming het reorganisatieplan, zonder goedkeuring van de kapitaalhouders of obligatiehouders, en dus ook zonder inspraak van de aandeelhouders maar wel in samenspraak met de schuldeisers en de Herstructureringsdeskundige opstelt, dient de distressed investor enkel het bestuur en de Herstructureringsdeskundige te overtuigen van zijn visie.⁹⁴ Voorts zal het bestuur van de onderneming, in het geval dat deze onafhankelijk kan werken van de aandeelhouders, ook voornamelijk de verderzetting van de onderneming voor ogen hebben, net zoals het behoud van de werknemers. Eenmaal de distressed investor de Herstructureringsdeskundige en de andere schuldeisers heeft overtuigd, zal de onderneming het bestuur van de onderneming dit plan potentieel ook steunen. De wetgever heeft met Omzettingwet niet volledig gepreciseerd op basis van welke criteria de rechter het voorgestelde plan dient te kiezen.⁹⁵ Hierdoor zal de rechter zich binnen de krappe termijn waarin hij een uitspraak dient te doen, zich gaan baseren op de input die hij krijgt van de deskundigen en voornamelijk op het oordeel van de Herstructureringsdeskundige.⁹⁶

2.2.3 Preventieve Tools

62. Ten eerste zijn in het WER verschillende preventieve tools opgenomen waarmee ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden alsnog het faillissement mee kunnen proberen af te wenden. Deze preventieve tools zullen voor de distressed investors minder interessant zijn dan bijvoorbeeld de verschillende reorganisatieprocedures, maar onzes inziens heeft de wetgever met de Omzettingwet hierbij enkele mogelijkheden gecreëerd.

63. Ten eerste is er de Kamer voor Ondernemingen In Moeilijkheden (KOIM) die als taak heeft om ambtshalve ondernemingen op te volgen en actie te ondernemen op het ogenblik dat zij in financiële moeilijkheden geraken.⁹⁷ Ten tweede zijn er voorlopige maatregelen die door de rechtbank kunnen

⁹⁴ *Ibid.*

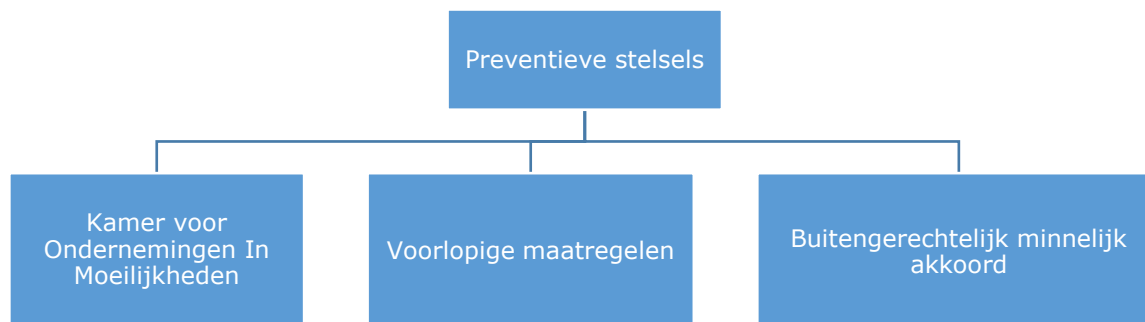
⁹⁵ Y. BRULARD, "La procédure avec classes: une méthode pour faciliter la mise en œuvre pratique" in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 76.

⁹⁶ *Ibid.*

⁹⁷ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 396.

worden uitgesproken ter ondersteuning en bescherming van de onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt. Daarnaast hebben deze maatregelen als doel de onderneming te helpen met het oplossen van zijn financiële moeilijkheden. Ten derde is er de mogelijkheid tot een buitengerechtelijk minnelijk akkoord. Hierbij heeft de onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt de mogelijkheid om samen met zijn belangrijkste schuldeisers, waaronder de distressed investors zich bevinden, tot een oplossing te komen en op deze manier de onderneming terug financieel gezond te maken.⁹⁸

64.In het kader van deze masterscriptie ligt de voornaamste focus op de mogelijkheden van distressed investors op basis van de wijzigingen die de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingwet hebben ingevoerd. Hierdoor zal enkel de mogelijkheid van een procedure voor de Kamer voor Onderneming In Moeilijkheden en het buitengerechtelijk minnelijk akkoord worden besproken, aangezien deze procedures de meeste opportuniteiten geven voor distressed investing.



2.2.3.1 Kamers voor Ondernemingen In Moeilijkheden

65.Wanneer een onderneming zich reeds in financiële moeilijkheden bevindt, maar nog er nog geen reorganisatie- of insolventieprocedure is opgestart, kunnen de Kamers voor Ondernemingen In Moeilijkheden mogelijk een rol spelen in het terug *levensvatbaar* maken van de onderneming.⁹⁹

De Omzettingwet en de Herstructureringsrichtlijn hebben de Kamers voor Ondernemingen In Moeilijkheden de mogelijkheid gegeven om als facilitator op te treden voor het overleg tussen de schuldeiser en de onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt.¹⁰⁰ Volgens bepaalde Franstalige auteurs heeft de Omzettingwet met de nieuwe mogelijkheden die worden aangereikt aan de Kamers voor Ondernemingen in Moeilijkheden, de *toolbox* van het insolventierecht vergroot.¹⁰¹

⁹⁸ *Ibid.*

⁹⁹ B. DE GROOF, "Nieuwe kans voor stil faillissement", *Juristenkrant* 2023, 473,3.

¹⁰⁰ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 395.

¹⁰¹ D. SAVIC, S. WYNSSDAU, "Le (nouveau) fonctionnement de la chambre des entreprises en difficulté et le rôle du juge rapporteur" in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 231-232.

66.Op basis van artikel XX.29/1 WER kan de onderneming in moeilijkheden vrijwillig de Kamers voor Ondernemingen In Moeilijkheden verzoeken bepaalde van zijn belangrijkste schuldeisers op te roepen voor een overleg over de bestaande schulden en om mogelijk tot een schikking te komen. De onderneming die zich in moeilijkheden bevindt kan zelf kiezen welke schuldeisers hij hiervoor aanspreekt en overlegt met hen achter gesloten deuren. In dit kader is het mogelijk dat indien een investeerder een groot aandeel van de bestaande schulden heeft verworven van de onderneming in kwestie, hij door de onderneming wordt betrokken in deze onderhandelingen. Daarnaast treden de Kamers voor Ondernemingen In Moeilijkheden op basis van artikel XX.29/1 WER enkel op in de rol van facilitator tijdens deze onderhandelingen en beschikken zij niet over de mogelijkheid om dit overleg ambtshalve op te leggen.¹⁰²

67.Voor deze onderhandelingen met de schuldeisers, waaronder distressed investors, kan een Herstructureringsdeskundige worden aangesteld om de onderneming in kwestie te helpen met het oog op het herstel. Op basis van het artikel XX.29/2 WER kan de Kamer voor Ondernemingen In Moeilijkheden bij beschikking gewezen in raadkamer de inhoud van de opdracht en de duur van de Herstructureringsdeskundige bepalen.¹⁰³ In het kader van deze procedure zal de Herstructureringsdeskundige een eerder ondersteunende rol spelen tijdens de onderhandelingen met de verschillende schuldeisers aangezien niet zozeer een reorganisatieplan zal worden opgesteld. De Herstructureringsdeskundige zal voornamelijk de onderneming ondersteunen in een overeenkomst omtrent een afbetalingsplan of een mogelijke kwijtschelding van bepaalde schulden waardoor de onderneming meer *ademruimte* krijgt en uit zijn financiële problemen kan geraken.

68.De voornaamste schuldeisers van kmo's zijn de FOD Financiën en de RSZ. Met het nieuwe artikel XX.29/1, §2 WER introduceert de wetgever de mogelijkheid voor ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden om met deze openbare instellingen de opschorting van de desbetreffende schulden overeen te komen. Openbare instellingen kunnen niet worden verplicht om de schulden op te schorten, maar het nieuwe artikel biedt wel deze mogelijkheid wanneer men zich in dezelfde omstandigheden bevindt als in een situatie waarin een private onderneming ook tot de opschorting zou overgaan.¹⁰⁴ Ook kan op basis van artikel XX.29/1, §3 WER een proces-verbaal worden opgesteld in verband met de overeenkomst die wordt bereikt, waardoor de partijen in de toekomst een tenuitvoerlegging kunnen eisen.¹⁰⁵

69.De bovenstaande besproken wijzigingen van de Omzettingwet kunnen ook opportuniteiten met zich meebrengen voor investeerders. Hoewel dit in de praktijk een uitzondering zal zijn, is het theoretisch mogelijk dat een aandeelhouder een opportuniteit voor de onderneming die zich in financiële

¹⁰² *Ibid.*

¹⁰³ Art. XX.29/2 WER.

¹⁰⁴ Art. XX.29/1, §3 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 395.

¹⁰⁵ Art. XX.29/1, §3 WER.

moeilijkheden bevindt en voornamelijk de openbare instellingen als schuldeiser heeft. De aandeelhouder door zijn positie cruciale informatie bezitten over de toestand van de onderneming waardoor hij ook een beter zicht op de schuldeisers van de onderneming dan derden.¹⁰⁶ Indien de voornaamste schuldeisers van de onderneming de FOD Financiën en de RSZ zijn, biedt dit mogelijkheden indien hij een opschorting van deze schulden kan bekomen. Deze investeerder en huidige aandeelhouder kan proberen de controle te verwerven in de onderneming, op basis van de bovenstaande klassieke wijzen van overnames of op een andere wijze, aan een korting wegens de penibele situatie waarin de onderneming zich bevindt. Na het verwerven van de controle over de onderneming kan de investeerder proberen op basis van het nieuwe artikel XX.29/1 WER onderhandelingen op te starten met de openbare instellingen en de opschorting van de desbetreffende schulden te bekomen. Wanneer een opschorting van de schulden wordt verkregen kan dit aan de onderneming de nodige ruimte geven om financieel opnieuw gezond te worden waardoor de investeerder ook binnen de definitie van distressed investor kan vallen en een meerwaarde op zijn investering probeert te behalen.

70. Ten tweede kan de mogelijkheid tot onderhandelingen met de belangrijkste schuldeisers van de onderneming ook een omgekeerd effect met zich meebrengen dat ook opportuniteiten met zich brengt voor distressed investors. Stel dat een distressed investor op de *secondary-debt-market* met een (grote) korting schuldvorderingen ten opzichte van een onderneming heeft opgekocht om zijn portfolio te diversifiëren. De onderneming betaalt de schuld nu verder af aan de investeerder, maar op een bepaald ogenblik wordt de distressed investor verzocht om onderhandelingen te voeren in het kader van artikel XX.29/1 WER. Hierdoor wordt de distressed investor als derde ervan op de hoogte gebracht dat hij één van de belangrijkste schuldeisers is, waardoor hij tot de conclusie komt dat hij op dit ogenblik de touwtjes in handen houdt. De investeerder is niet verplicht om tot een akkoord te komen met de onderneming in kwestie en kan op basis van de informatie die hij verwerft mogelijkheden zien om in een verder stadium zijn investering te laten renderen, net zoals bij een volledig buitengerechtelijk minnelijk akkoord. (Zie infra bijvoorbeeld door het blokkeren van een reorganisatieplan, verkrijgen van controle, *debt-for-equity-swap*, ...¹⁰⁷) In de praktijk zal deze situatie zich minder snel voordoen. Een strategische schuldeiser zal namelijk wel via andere indicatoren op de hoogte geraken van de financiële moeilijke situatie waarin de onderneming zich bevindt. Wanneer de schuldeiser een belangrijke leverancier van de onderneming vormt, zal in de praktijk een verandering van het betalingsgedrag meestal een eerste indicatie vormen dat de onderneming zich in een minder gezonde financiële staat bevindt.¹⁰⁸

2.2.3.2 Buitengerechtelijk en minnelijk akkoord:

71. Een volgende *tool* waarvan distressed investors gebruik kunnen maken is het buitengerechtelijk en minnelijk akkoord. Een buitengerechtelijk minnelijk akkoord is een akkoord met als doel om een efficiënt

¹⁰⁶ P. François, "De wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen. Over euforie en relativisme. De ervaringen van de bank als schuldeiser", BFR 2011, (170) 176.

¹⁰⁷ B. DE MOOR, M. CALLEBAUT, S. ONDERBEKE & A. DAPONTE, "Debt-to-equity-swaps in the context of reorganisation proceedings", DAOR 2022/1 (nr. 141), 6.

¹⁰⁸ F. BENOOT, F. VANHESSCHE, "Onderzoek naar de karakteristieken van falende ondernemingen, UGent, 2012, 7, RUG01-001893240_2012_0001_AC.pdf (ugent.be).

middel te bieden dat continuïteit van de onderneming garandeert en daarnaast de onderneming met één of meer van zijn schuldeisers afsluit. Het akkoord heeft betrekking op een deel of het geheel van activa en passiva van de onderneming en de mogelijke reorganisatie hiervan. Wanneer de distressed investor een belangrijke schuldeiser is van de onderneming in kwestie, zal met hem kunnen worden onderhandeld over een mogelijk akkoord. Een distressed investor die schuldvorderingen in zijn bezit heeft en deze heeft aangekocht met een fikse korting, zal deze openstaan voor onderhandelingen met de onderneming.

72. Wanneer de distressed investor bestaat uit bijvoorbeeld een hedge fund of een private equity fonds, zal deze een grote kapitaalbuffer hebben waardoor aan de onderneming een afbetalingsplan kan worden voorgesteld aangezien de investeerder deze inkomsten minder dringend nodig heeft. Dit afbetalingsplan kan de nodige ademruimte geven aan de onderneming om deels uit zijn financiële moeilijke situatie te geraken en een mogelijk toekomstig faillissement af te wenden. Voor de investeerder geeft dit afbetalingsplan meer zekerheid over de terugbetaling van het volledige bedrag van de schuldvordering. De aankoop prijs van de schuldvordering lag voor distressed investor lager dan het bedrag van de schuldvordering waardoor hij bij een volledige terugbetaling winst maakt op zijn investering.

73. Daarnaast heeft de distressed investor in het kader van een buitengerechtelijk minnelijk akkoord de marge om een deel van zijn schuldvordering kwijt te schelden ten voordele van de onderneming. Om dit met een eenvoudig voorbeeld duidelijk te maken stellen we dat de distressed investor een schuldvordering ter waarde van EUR 100 aangeboden kreeg door een schuldeiser van de onderneming die van mening is dat de onderneming in de nabije toekomst insolvent zal worden. Onderhandeling met de onderneming wil deze schuldeiser liever niet voeren aangezien hij beroep zal moeten doen op juridische dienstverlening aangezien hij weinig kennis heeft over de verschillende mogelijkheden. Ook de tijd die de schuldeiser moet opofferen om aan deze onderhandelingen deel te nemen zijn het voor hem niet waard. Hij verkiest hierdoor om de schuldvordering met een korting te verkopen zodat hij op eenvoudige wijze een deel van de schuldvordering alsnog kan recupereren. De investeerder heeft voldoende kennis en zal geen beroep moeten doen op juridische diensten en is bereid om tijd te nemen voor de onderhandelingen met de onderneming. Uiteindelijk koopt de distressed investor schuldvordering ter waarde van EUR 100 met een fikse korting en betaalt hij hiervoor uiteindelijk EUR 70. Dit geeft theoretisch aan de investeerder de marge om tijdens de onderhandeling met de onderneming tot en met EUR 30 van de schuldvordering kwijt te schelden, zonder dat hij een verlies maakt op zijn aankoop.

74. De onderhandelingen omtrent dit akkoord vinden plaats achter gesloten deuren, ver weg van de buitenwereld.¹⁰⁹ Dit biedt als voordeel aan de onderneming dat andere schuldeisers, maar ook de leveranciers etc. niet op de hoogte zijn van de financiële problemen. Wanneer leveranciers namelijk op de hoogte zijn van de financiële problemen kan dit ertoe leiden dat zij niet meer wensen te leveren aan

¹⁰⁹ V. FREMAT, G. DE SAUVAGE, J. -F. GOFFIN, S. BERG, *Continuïteit van ondernemingen*, Brussel, Intersentia, 2018, 117; F. DE LEO, "De sterken en de zwakken in reorganisatieprocedures" in Q. CORDIER, X. MINY, A. QUINTART en F. VANRYKEL (eds.), *The Strong, the Weak and the Law*, Brussel, Larcier, 2018, (263) 267.

de onderneming omdat ze schrik hebben dat ze in de toekomst niet zullen worden betaald. Door het besloten karakter van deze onderhandelingen kan het akkoord voor minder negatieve gevolgen zorgen.¹¹⁰

75.De wetgever heeft met de Omzettingwet geopteerd voor een verduidelijking van het globale idee dat het buitengerechtelijk minnelijk akkoord en de onderhandelingen hieromtrent volledig op basis van de wil van de partijen wordt gevoerd.¹¹¹ Zo is het niet langer noodzakelijk dat de onderneming in moeilijkheden meer dan één schuldeiser betreft bij het opstellen van een buitengerechtelijk minnelijk.¹¹² De wetgever heeft het hierdoor mogelijk gemaakt dat de distressed investor als enige schuldeiser met de onderneming kan onderhandelen over een mogelijk akkoord, zonder dat andere schuldeisers moeten worden betrokken.

76.Daarnaast is het op basis van het nieuwe artikel XX.37, §1, derde lid WER nu ook mogelijk om het akkoord op te stellen in een andere taal dan het Nederlands, Frans of Duits. Om aan de noden van de hedendaagse praktijk te beantwoorden is het mogelijk om het akkoord nu ook op te stellen in het Engels of in eender welke taal die in internationale zakelijke betrekkingen wordt gebruikt.¹¹³ Een vertaling van de belangrijkste stukken voor de indiening om aan de taalvereisten van de desbetreffende rechtbank te voldoen is evenwel nog steeds vereist.¹¹⁴ Met deze wijziging heeft de wetgever de deur opengezet voor buitenlandse distressed investors die hierdoor onderhandelingen kunnen voeren en akkoorden kunnen sluiten in het Engels. Dit geeft voornamelijk als voordeel aan de buitenlandse distressed investor dat zij de transactiekosten voor hun investeringen kunnen verlagen, waardoor België mogelijk een aantrekkelijker land wordt voor buitenlandse investeerders.

77.Eenmaal de partijen een buitengerechtelijk minnelijk akkoord hebben bereikt hebben ze de mogelijkheid om dit te laten homologeren door de rechtbank. Door de nieuwe bepalingen voortkomend uit de Omzettingwet kan zowel de onderneming als de investeerder deze aanvraag gebeuren bij tegensprekelijk verzoekschrift aan de voorzitter van de rechtbank, door een van de partijen bij het akkoord.¹¹⁵

78.De voordelen voortkomend uit de homologatie van het akkoord zijn eveneens met de Omzettingwet door de wetgever uitgebreid. De rechtbank kan nog uitvoerbaar karakter verlenen aan de in het akkoord

¹¹⁰ Advies RvS, *Parl.St.* Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 205; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 399.

¹¹¹ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 396.

¹¹² Art. XX.37, §1 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 396.

¹¹³ Art. XX.37, §1, derde lid WER; *Parl. St.* Kamer 2022-2023, nr.55-3231/004, 24; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 396.

¹¹⁴ *Ibid.*

¹¹⁵ Art. XX.38, §1 WER.

opgenomen schuldvorderingen met daarnaast extra beschermingsmogelijkheden.¹¹⁶ Zo wordt voortaan door de homologatie de aansprakelijkheid van de schuldeisers beschermd wanneer zij hebben ingestemd en partij zijn bij een buitengerechtelijk minnelijk akkoord waarvan later blijkt dat dit niet daadwerkelijk de continuïteit van een deel of het geheel van de onderneming tot gevolg heeft gehad.¹¹⁷ Stel dat een distressed investor met de onderneming een buitengerechtelijk minnelijk akkoord afsluit waarin een deel van de schuldvorderingen wordt kwijtgescholden, maar de onderneming enkele maanden later nog steeds insolvent wordt. In deze situatie kunnen de overige schuldeisers de distressed investor niet aansprakelijk stellen voor het insolvent worden van de onderneming wanneer het akkoord werd gehomologeerd door de rechtbank.

79. Op basis van artikel XX. 38, §1, tweede lid WER weigert de rechter het akkoord te homologeren indien de schuldenaar kennelijk geen economische overlevingskansen heeft of indien het akkoord kennelijk niet kan worden uitgevoerd zonder nadelige effecten voor de rechten van derden op de activa van de schuldenaar.¹¹⁸ Hoewel de rechter de rechten van de derden afweegt in zijn beslissing tot het al dan niet homologeren van het akkoord, kunnen derden geen kennis nemen van de inhoud van het akkoord zonder dat de schuldenaar hier uitdrukkelijk zijn toestemming voor geeft.¹¹⁹ De distressed investor zal hierdoor de rechter moeten overtuigen dat het akkoord dat hij voorstelt ook werkelijk de onderneming helpt om uit zijn moeilijke financiële situatie te geraken en niet enkel een potentieel financieel gewin vormt voor de investeerder. Onze inziens vormt dit geen probleem aangezien het mede in het belang van de distressed investor is dat de onderneming van zijn financiële moeilijke situatie wordt verlost en de investering een meerwaarde opbrengt. Hierdoor zal de distressed investor er steeds voor zorgen dat aan beide vereiste homologatietesten die als maatstaf worden gebruikt wordt voldaan.¹²⁰

80. Ook kan in het kader van een buitengerechtelijk akkoord een Herstructureringsdeskundige worden aangesteld. Dit kan voor tijdens de periode gedurende de onderhandelingen op dezelfde wettelijke basis en wijze zoals hierboven reeds beschreven bij de Kamers voor Ondernemingen In Moeilijkheden.¹²¹ Daarnaast kan ook een Herstructureringsdeskundige worden aangesteld door de rechtbank voor ondersteuning bij de uitvoering van het buitengerechtelijk minnelijk akkoord.¹²²

81. Voor distressed investering brengt het buitengerechtelijk minnelijk akkoord min of meer dezelfde voordelen met zich mee als mogelijkheden besproken onder een procedure voor de Kamer voor

¹¹⁶ E. DIRIX, R. STEENNOT, H. VANHEES, "Hoofdstuk IX - Einde van de handelsactiviteit" in *Ondernemingsrecht in hoofdlijnen (twaalfde editie)*, 12^e editie, Bruxelles, Intersentia, 2023, p. 537.

¹¹⁷ Art. XX.38, §2 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 398.

¹¹⁸ Art. XX.38, §1, tweede lid WER.

¹¹⁹ Advies RvS, *Parl.St.* Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 205; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 399.

¹²⁰ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 399.

¹²¹ Art. XX.29/2 WER.

¹²² Art. XX.38, §3 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 400.

Ondernemingen In Moeilijkheden. Een buitengerechtelijk minnelijk akkoord is meer gericht op alle schuldeisers dan een situatie zoals beschreven voor Kamers voor Ondernemingen In Moeilijkheden. In de praktijk wordt geoordeeld dat het buitengerechtelijk minnelijk akkoord vooral een positieve uitkomst geeft aan de reeds sterke schuldeisers zoals de kredietinstellingen of distressed investors die reeds een groot aandeel van de schuldvorderingen in zijn bezit heeft. Met de machtspositie die distressed investors hebben tijdens de onderhandelingen, kunnen ze de onderneming in kwestie voorstellen om akkoord te gaan een lager bedrag dan het oorspronkelijke bedrag van de schuldvorderingen. De distressed investor zorgt er uiteraard wel voor dat het terug te betalen bedrag hoger is dan de prijs waaraan hij deze schuldvordering heeft overgenomen.¹²³

2.2.4 Gerechtelijke reorganisatieprocedures

2.2.4.1 Algemene regels

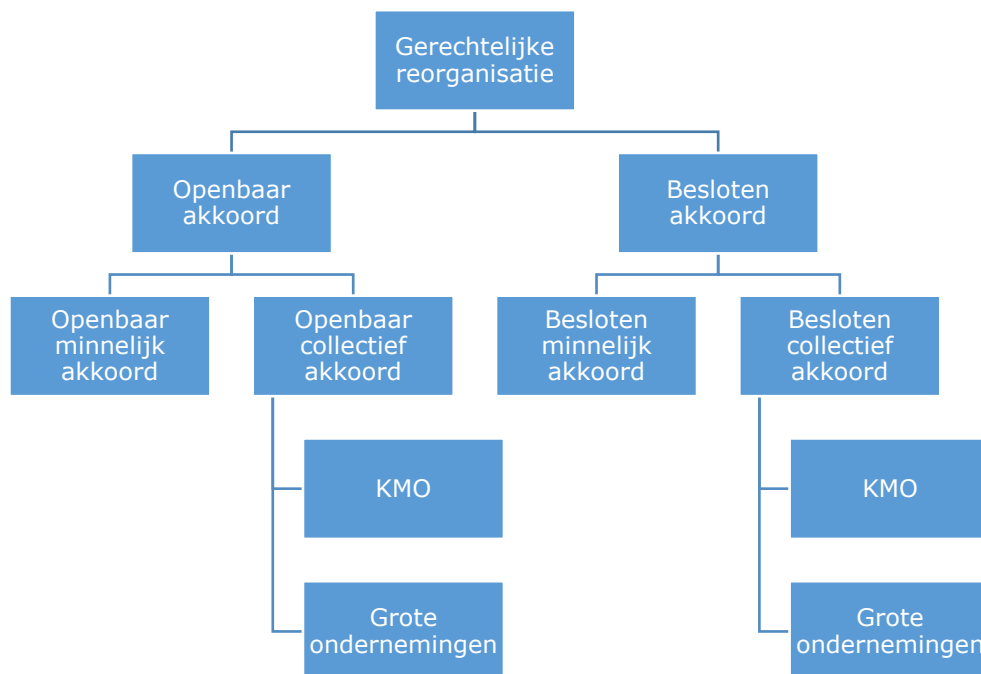
82. Naast het reeds vermelde preventieve luik, hebben ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden ook de mogelijkheid om te kiezen voor verschillende gerechtelijke reorganisatieprocedures. Wanneer een onderneming namelijk failliet gaat zijn de grootste risico's voor de aandeelhouders dat ze geen dividenden meer kunnen ontvangen en dat ze hun oorspronkelijke inbreng verliezen.¹²⁴ Bij een faillissement worden met de overblijvende activa eerst de voornaamste schuldeisers van de onderneming uitbetaald en indien er nog iets overblijft om uit te keren, zal dit als laatste aan de aandeelhouders gebeuren. Om dit tegen te gaan kan de onderneming wanneer de continuïteit onmiddellijk of op termijn is bedreigd, opteren voor een procedure van gerechtelijke reorganisatie.

83. Op basis van de Herstructureringsrichtlijn heeft de Omzettingwet de mogelijkheden van de verschillende gerechtelijke reorganisatieprocedures aangepast en uitgebreid. Zo bestaat sinds de inwerkingtreding van de Omzettingwet de optie voor schuldenaars om te kiezen voor een openbare of een besloten variant van een gerechtelijke reorganisatie alsook voor de optie voor een minnelijk of collectief akkoord. Daarnaast werd op basis van de Herstructureringsrichtlijn een afzonderlijk stelsel voor kmo's en grote ondernemingen ingevoerd waarin meer aandacht wordt besteed aan de aandeelhouders, die tot nu toe vaak buiten schot bleven, om toegevingen te doen.¹²⁵ Hieronder volgt een uitgebreide analyse van de mogelijkheden voor distressed investors met betrekking tot de wijzigingen die de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingwet hebben ingevoerd.

¹²³ F. DE LEO, "De sterken en de zwakken in reorganisatieprocedures" in Q. CORDIER, X. MINY, A. QUINTART en F. VANRYKEL (eds.), *The Strong, the Weak and the Law*, Brussel, Larcier, 2018, 268.

¹²⁴ B. DE MOOR, M. CALLEBAUT, S. ONDERBEKE & A. DAPONTE, "Debt-to-equity-swaps in the context of reorganisation proceedings", *DAOR* 2022/1 (nr. 141), 4 v.

¹²⁵ E. BLOMME, "The new Belgian restructuring plan for large enterprises: secured creditors no longer entitled to the reorganisation value", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2023/07/11/the-new-belgian-restructuring-plan-for-large-enterprises-secured-creditors-no-longer-entitled-to-the-reorganisation-value/>.



84. Aangezien bij distressed investing steeds betrekking heeft op ondernemingen die zich in een financiële moeilijke situatie bevinden, zullen gerechtelijke reorganisatieprocedures een belangrijk speelveld vormen voor de investeerders. Een procedure van gerechtelijke reorganisatie staat namelijk open voor ondernemingen waarvan de continuïteit van een deel of het geheel van de activiteiten onmiddellijk of op termijn is bedreigd.¹²⁶ Voor een gerechtelijke reorganisatieprocedure werd voorheen in het WER een vermoeden dat de continuïteit van de onderneming is bedreigd opgenomen bij een situatie waarbij de verliezen het netto-actief van de onderneming hebben herleid tot minder dan de helft van het (maatschappelijk) kapitaal van de onderneming. Ook ondernemingen die aan de faillissementsvoorwaarden voldoen kunnen beroep doen op een procedure van gerechtelijke reorganisatie. Dit betekent dat de onderneming in kwestie op duurzame wijze is opgehouden te betalen alsook dat deze een geschokt krediet heeft.¹²⁷ Zoals eerder reeds aangegeven is het opnieuw belangrijk om te benadrukken dat ondernemingen die zich de staat van faillissement bevinden, niet het primaire doel vormen voor distressed investing indien zij geen onderdeel vormen van een reorganisatieprocedure omdat zij hierdoor niet van de door de wet ingevoerde beschermingen genieten. Het risico voor de distressed investor dat zijn investering verloren gaat doordat de ondernemingen failliet gaat, zal hij ten alle kosten willen vermijden. Hierdoor zullen voornamelijk ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden maar in combinatie met een reorganisatieprocedure terug financieel gezond kunnen worden, een *target* vormen voor distressed investors. De mogelijkheid om het tij op tijd te keren door middel van een reorganisatieprocedure brengt namelijk een waaier aan mogelijkheden met zich

¹²⁶ Art. XX. 45 WER; J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 36.

¹²⁷ Art. XX. 45 WER; Art. XX. 99 WER.

mee voor distressed investors. Ook voor de onderneming biedt een reorganisatieprocedure vaak de enige oplossing om het tij te keren, waardoor het ook in hun voordeel is om deze procedure op te starten. De vereisten voor de gerechtelijke reorganisatieprocedures en de regels hierna uiteengezet hebben daarnaast ook betrekking op een procedure van overgang onder gerechtelijk gezag, zoals infra aan wordt behandeld.

85. Om een procedure van gerechtelijke reorganisatie, of overgang onder gerechtelijk gezag, te openen richt de onderneming een verzoek aan de rechtbank waarin de onderneming onder andere uiteenzet voor welke reorganisatie procedure men kiest.¹²⁸ De die distressed investor schuldvorderingen heeft overgenomen ten aanzien van de onderneming en kennis heeft van de financiële situatie waarin de onderneming zich bevindt, kan onzes inziens de onderneming benaderen met het voorstel om een procedure van gerechtelijke reorganisatie te openen. Indien de onderneming dergelijke procedure overweegt zal deze op basis van de lijst die werd opgenomen in artikel XX. 41 §2 WER stukken moeten toevoegen aan het verzoek, waaronder een zo goed als mogelijk volledige lijst van schuldeisers in opschorting. Indien de rechtbank oordeelt dat aan de voorwaarden van een procedure van gerechtelijke reorganisatie of overgang onder gerechtelijk gezag is voldaan, opent zij deze procedure waarmee ook de periode van de opschorting aanvangt.¹²⁹

86. Zowel voor distressed investors als voor de onderneming biedt de bescherming die men verwerft tijdens een procedure van gerechtelijke reorganisatie enkele voordelen. Voor de periode gedurende de behandeling van het verzoek tot opening van de gerechtelijke reorganisatie of de overdracht onder gerechtelijk gezag, heeft het verzoek schorsende werking voor een aantal aspecten. Zo zal de onderneming in moeilijkheden niet failliet kunnen worden verklaard alsook zal er geen tegeldemaking kunnen plaatsvinden van de roerende of onroerende goederen van de onderneming als gevolg van de een middel van tenuitvoerlegging.¹³⁰ De waarde van de onderneming blijft met andere woorden behouden tijdens de opening van de reorganisatieprocedure aangezien een faillissement of tenuitvoerlegging niet mogelijk is.¹³¹

87. Een eerste belangrijk wijziging ingevoerd door de Omzettingwet heeft betrekking tot het verzoekschrift. Zo zal nu ook het aantal werknemers en de contactgegevens van de verbonden ondernemingen moeten worden opgenomen in het verzoekschrift.¹³² Dit geeft aan de rechtbank en de schuldeisers een zicht op het totaal aantal werknemers van de onderneming, een aspect dat belangrijk is voor het kiezen van een bepaald reorganisatieplan. Daarnaast zullen kmo's die een collectief akkoord vooropstellen en

¹²⁸ Art. XX. 41, §1 WER.

¹²⁹ J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 37.

¹³⁰ J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 41.

¹³¹ Art. XX. 51 WER.

¹³² F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 402.

vrijwillig kiezen voor het stelsel voor grote ondernemingen (zie *infra*) dit ook moeten opnemen in hun verzoekschrift.¹³³ Voorts heeft de wetgever duidelijk vooropgesteld dat de toestemming van de aandeelhouders van de onderneming die zich financiële moeilijkheden bevindt niet noodzakelijk is, wat voordelig is voor de distressed investor als schuldeiser aangezien de aandeelhouders hen vaak verafschuwen. Het bestuur van de onderneming kan en moet in bepaalde omstandigheden zelfstandig verzoeken voor de opening van deze procedure wegens mogelijke bestuurdersaansprakelijkheid wanneer ze dit nalaten.¹³⁴ Zoals eerder reeds aangegeven is deze regeling is ook van toepassing op de procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag.¹³⁵

88. Wanneer de rechtbank de procedure van gerechtelijke reorganisatie of overdracht tot gerechtelijk gezag heeft geopend, geniet de onderneming van de volledige opschorting, dat nog verder reikt dan de voorlopige opschorting die geldt tijdens de behandeling van het verzoek.¹³⁶ De Omzettingwet biedt met het nieuwe artikel XX. 59/1 WER de mogelijkheid aan bepaalde schuldeisers om hun vordering t.o.v. de schuldenaar wel ten uitvoer te leggen, steeds met goedkeuring door de rechtbank, wanneer hij kennelijk benadeeld wordt door de opschorting en deze tenuitvoerlegging de continuïteit van de onderneming niet bedreigt.¹³⁷ In het merendeel van de gevallen zal deze opschorting blijven bestaan voor alle overeenkomsten, waardoor de waarde van de onderneming in het merendeel van de gevallen zal blijven behouden tijdens de procedure.¹³⁸ Dit behoud is ten voordele van de schuldeisers van de onderneming en hierdoor ook voor de distressed investor wanneer deze schuldvorderingen heeft overgenomen. Daarnaast geeft deze bescherming niet volledig de macht aan de schuldeisers aangezien het steeds mogelijk blijft dat de opschorting vroegtijdig wordt beëindigd.¹³⁹

89. De duur van de opschorting voor een procedure van gerechtelijke reorganisatie bedraagt initieel 4 maanden en kan worden verlengd tot 12 maanden. Deze termijn werd op basis van de Herstructureringsrichtlijn verminderd van de oorspronkelijke maximumtermijn van 18 maanden.¹⁴⁰ Voor een procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag zijn de voorstaande termijnen ook van toepassing met een inbegrip van een extra termijn van 4 maanden waardoor de totale duur van deze procedure maximaal 16 maanden kan duren.¹⁴¹ Binnen deze korte termijn zal de distressed investor als schuldeiser samen met de onderneming en de andere schuldeisers proberen een oplossing te bekomen voor de

¹³³ Art. XX. 41, 8°/1 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 402.

¹³⁴ G. DELVAUX, N. PROCUREUR, "Le Diagnostic Dans Le Cadre Des Difficultés Rencontrées Par L'entreprise: L'expert-Comptable Certifié, Un Acteur Incontournable", *Revue des entreprises en difficulté* 2023, afl.3, 195.

¹³⁵ *Ibid.*

¹³⁶ *Ibid.*

¹³⁷ Art. XX. 59/1 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 405.

¹³⁸ N. OUCHINSKY; W. DAVID, "Premier commentaire des dispositions de la loi du 7 juin 2023 relatives à la procédure de réorganisation judiciaire publique", *op. cit.* p. 528, nr. 9.

¹³⁹ Art. XX. 62 WER.

¹⁴⁰ Art. XX. 46-59 WER.

¹⁴¹ Art. XX. 85, lid 3 WER.

financiële toestand. Indien de procedure betrekking heeft op ondernemingen die deel zijn van een complexe groepsstructuur, zal hierdoor snel moeten worden onderhandeld met de betrokken partijen.¹⁴²

90. Zoals reeds eerder vermeld kan ook bij deze procedures door de rechtbank een Herstructureringsdeskundige worden aangesteld, op verzoek van elke belanghebbende.¹⁴³ De Herstructureringsdeskundige zal de schuldenaar bijstaan bij de onderhandelingen en het opstellen van het plan, maar niet de controle over de onderneming overnemen. De onderneming blijft de controle behouden als een *debtor in possession*. Hoewel de onderneming de controle behoudt zal deze geen belangrijke handelingen stellen zonder de goedkeuring van de Herstructureringsdeskundige. Hiermee probeert het bestuur van de onderneming een mogelijke bestuurdersaansprakelijkheid te ontlopen indien blijkt dat de handelingen uiteindelijk niet volledig ten goede zijn geweest van de onderneming.

91. Het uitgangsprincipe met betrekking tot de lopende overeenkomsten tijdens de periode van de opschorting bestaat erin dat deze worden voortgezet zoals ze zijn overeengekomen.¹⁴⁴ De bepalingen in deze overeenkomsten die een ontbindende voorwaarde bevatten met betrekking tot de opening van een procedure van gerechtelijke reorganisatie blijven zonder gevolg. Ook het recht van de schuldeiser om de overeenkomst te ontbinden wegens een wanprestatie van de schuldenaar wordt beperkt, maar blijft mogelijk indien de schuldenaar zijn wanprestatie niet reguleert. De onderneming in kwestie kan daarentegen wel eenzijdig beslissen om de uitvoering de overeenkomst op te schorten voor de duur van de opschorting indien de reorganisatie van de onderneming dit vereist.¹⁴⁵ Het behoud van de lopende overeenkomsten zijn uitermate belangrijk voor de distressed investor met het oog op het terug financieel gezond maken van de onderneming. Doordat de overeenkomsten blijven bestaan zal dit ervoor zorgen dat de onderneming operationeel kan blijven en er een gedeeltelijke gegarandeerde cashflow blijft bestaan.

92. Tot slot kan de schuldenaar ten alle tijden aan de rechtbank vragen om het doel van de procedure van gerechtelijke reorganisatie te wijzigen naar bijvoorbeeld een procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag.¹⁴⁶

¹⁴² N. OUCHINSKY; W. DAVID, "Premier commentaire des dispositions de la loi du 7 juin 2023 relatives à la procédure de réorganisation judiciaire publique", op. cit. p. 528, nr. 8.

¹⁴³ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 407.

¹⁴⁴ J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 45.

¹⁴⁵ *Ibid.*

¹⁴⁶ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 407.

2.2.4.2 Openbaar akkoord

2.2.4.2.1 Het openbaar minnelijk akkoord

93. Wanneer de onderneming verzoekt voor een gerechtelijke reorganisatie via een minnelijk akkoord, kan de onderneming sinds de inwerkingtreding van de Omzettingwet één of meerdere akkoorden sluiten met één of meer van zijn schuldeisers. Dit kan hij zelfstandig doen of met de hulp van een Herstructureringsdeskundige.¹⁴⁷ De regels en inhoud van het gerechtelijk minnelijk akkoord zijn zeer gelijklopend aan een buitengerechtelijk akkoord, met uitzondering van de opschorting die de onderneming geniet bij de gerechtelijke variant. Ook zal de rechtbank steeds toezicht houden op de akkoord en de handelingen hieromtrent.¹⁴⁸

94. Voor distressed investors biedt deze optie van reorganisatie dezelfde voordelen als een buitengerechtelijk minnelijk akkoord, met uitzondering van het feit dat dit akkoord automatisch zal worden gehomologeerd door de rechter.¹⁴⁹ Daarnaast heeft deze openbaarheid van deze procedure, omdat dit in het Belgisch Staatsblad wordt gepubliceerd, mogelijk wel een negatief effect op de globale perceptie van de onderneming, in tegenstelling tot een buitengerechtelijk minnelijk akkoord dat potentieel onder de radar kan blijven.

2.2.4.2.2 Het openbaar collectief akkoord

95. Het collectief akkoord is en was de meest gebruikte gerechtelijke reorganisatieprocedure.¹⁵⁰ Voor de inwerkingtreding van de Omzettingwet werd, voor zowel kmo's als grote ondernemingen, met een collectief akkoord beoogd dat de schuldenaar samen met al zijn schuldeisers een reorganisatieplan opstelde, waarmee de continuïteit van de onderneming werd beoogd. De rechten van de aandeelhouders werden met deze reorganisatieplannen zelden tot nooit aangetast en voornamelijk waren het de schuldeisers die de verliezen leden. Hierdoor was het voor distressed investors minder interessant om in Belgische ondernemingen te investeren. Met de Omzettingwet heeft de wetgever beoogd dat naast de schuldeisers ook de kapitaalhouders (waaronder ook de aandeelhouders vallen) meer worden betrokken bij het opstellen van het reorganisatie akkoord als ook mee deelt in de verliezen.¹⁵¹ Het reorganisatieplan dat onder het oude systeem werd bereikt in het kader een collectief akkoord betekende voor de gewone schuldeisers voornamelijk een serieuze inkorting van hun schuldvordering.¹⁵² Voor distressed investors brengt de Omzettingwet met zich mee dat zij nu beschikken over meer zekerheid dat hun investering zal renderen. Doordat de rechten van de aandeelhouders makkelijker kunnen worden ingekort, zal het risico van dat de schuldeisers lopen worden verminderd.

¹⁴⁷ Art. XX. 64 WER.

¹⁴⁸ *Ibid.*

¹⁴⁹ Art. XX. 65 WER.

¹⁵⁰ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 409.

¹⁵¹ *Ibid.*

¹⁵² *Ibid.*

96. Het reorganisatieplan omvat twee delen, namelijk het beschrijvend deel en het bepalend deel. Het beschrijvend deel omvat de toestand van de onderneming, de schuldenaar en de middelen die hij zal inzetten om de financiële moeilijkheden te remediëren en een beschrijving van de verschillende schuldvorderingen.¹⁵³ Het bepalend gedeelte zal de maatregelen bevatten ter terugbetaling van de verschillende schuldeisers waaronder ook de verschillende technieken die de distressed investor wenst te hanteren worden opgenomen. Ook zal er een onderscheid worden gemaakt tussen de gewone en de buitengewone schuldeisers, met de betreffende wettelijke beperkingen zoals hieronder vermeld.¹⁵⁴

97. Ten eerste is er de mogelijkheid van de inkorting van schuldvorderingen van de gewone schuldeisers. Deze inkorting mag in principe in regel niet meer dan 80% van de hoofdsom van hun schuldvordering bedragen, hoewel hier ook uitzonderingen op bestaan zoals de het principe dat de openbare schuldeisers niet minder gunstig mogen worden behandeld dan de best behandelde gewone schuldeisers.¹⁵⁵ Voor de buitengewone schuldeisers die gewaarborgd werden door een zakelijk zekerheidsrecht zou enkel hun executierecht tijdelijk kunnen worden opgeschort en geen inkorting plaatsvinden zonder hun toestemming.¹⁵⁶ Voor distressed investors is het belangrijk om rekening te houden met de inkorting die in principe maximum 80% van de hoofdsom mag bedragen wanneer de schuldvorderingen van overige schuldeisers worden ingekort in het plan dat hij voorstelt.

98. Ten tweede kan in het plan een betalingsuitstel worden overeengekomen tussen de onderneming en de schuldeisers. Aangezien de uitvoering van het reorganisatieplan niet langer mag duren dan een periode van vijf jaar, vormt dit ook de maximumtermijn voor het betalingsuitstel. Ook een afbetalingsplan kan worden overeengekomen dat voordelig kan zijn voor de distressed investor, zoals hierboven reeds uiteengezet.

99. Ten derde is er de mogelijkheid om de bestaande schulden om te zetten in aandelen met een zogenaamde *debt-for-equity-swap* (zie infra).¹⁵⁷

100. Ten vierde is het steeds mogelijk dat het reorganisatieplan voorziet in een vrijwillige overdracht van een deel of het geheel van een onderneming.¹⁵⁸ De vrijwillige overdracht van een deel of het geheel van de onderneming in het kader van een reorganisatieplan dient te worden onderscheiden van de procedure overdracht onder gerechtelijk gezag zoals opgenomen in artikel XX. 84 WER en verder.¹⁵⁹ Zo zal deze

¹⁵³ J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 52.

¹⁵⁴ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 413.

¹⁵⁵ Art. XX. 75/1 WER.

¹⁵⁶ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 409.

¹⁵⁷ Art. XX. 75, tweede lid WER.

¹⁵⁸ Art. XX. 75, eerste lid WER.

¹⁵⁹ J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 61.

vrijwillige overdracht geen zuiverende werking hebben en blijven lasten bestaan de goederen die worden overgedragen en gaan zij mee over. Aangezien de lasten van de onderneming blijven bestaan vormt deze manier van overdracht van de onderneming een minder aantrekkelijke optie. Enkel wanneer de distressed investor een grote hoeveelheid schuldvorderingen heeft verworven van de onderneming kan deze manier van overdracht opportuniteiten bieden. Dit is onder andere het geval bij een zogenaamde *loan to own strategie* in combinatie met een *debt-for-equity swap* die door distressed investors wordt gehanteerd.¹⁶⁰ De distressed investor gaat leningen ter beschikking stellen aan de onderneming die zich in een financieel moeilijk situatie bevindt met het oog op het verwerven van de controle. Wanneer de onderneming de lening niet dreigt te kunnen terugbetalen en een procedure van gerechtelijke reorganisatie verkiest, zal de investeerder voorstellen om zijn schuldvordering kwijt te schelden wanneer de onderneming vrij aan hem wordt overgedragen.¹⁶¹ De kwijtschelding van de schulden geeft mogelijk aan de onderneming de nodige ademruimte met een mogelijk herstel van de onderneming tot gevolg.

- 101.** Met de inwerkingtreding van de Omzettingwet werd daarnaast een nieuw systeem ingevoerd voor het collectief akkoord. Zo is er nu een sprake van een duaal stelsel waarbij er een systeem bestaat voor kmo's en een systeem voor grote ondernemingen, waarbij de kmo's ook vrijwillig kunnen opteren om het stelsel van de grote ondernemingen toe te passen.¹⁶² Aangezien distressed investing zowel bij kmo's voorkomt als bij grote ondernemingen, is het belangrijk dat beide stelsel uitvoering worden besproken.

2.2.4.2.2.1 KMO-stelsel

- 102.** Het kmo-stelsel dat door de Omzettingwet werd ingevoerd is van toepassing op ondernemingen die niet voldoen aan de voorwaarden die zijn opgenomen in XX. 83/1 WER.¹⁶³ Het kmo stelsel is hierdoor in principe van toepassing op is "*op vennootschappen, verenigingen of stichtingen die een of meer van de volgende criteria overschrijden gedurende twee achtereenvolgende boekjaren*:"

- *jaargemiddelde van het aantal werknemers: 250;*
- *jaaromzet exclusief de belasting over de toegevoegde waarde: 40.000.000 euro;*
- *balanstotaal: 20.000.000 euro.*
- *Grote ondernemingen*"¹⁶⁴

Het kmo-systeem bevat grotendeels dezelfde regels van de periode voor de inwerkingtreding van de Omzettingwet.¹⁶⁵ Hierdoor blijft het eenvoudige stelsel van toepassing op de kmo's behalve wanneer zij opteren voor een *opt-in* met betrekking tot het stelsel voor grote ondernemingen. De schuldenaar

¹⁶⁰ Y. BRULARD, "La procedure avec classes: une méthode pour faciliter la mise en œuvre pratique" in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 73.

¹⁶¹ *Ibid.*

¹⁶² Art. XX. 83/1 derde lid WER.

¹⁶³ Art. XX. 66/1 eerste lid WER.

¹⁶⁴ Art. XX. 83/1 eerste lid WER.

¹⁶⁵ N. OUCHINSKY, "La nouvelle procédure de réorganisation judiciaire publique", in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 21.

dient in het verzoekschrift tot opening van de procedure van gerechtelijke reorganisatie aan te geven als ze al dan niet gebruik zullen maken van deze *opt-in*.¹⁶⁶ Daarnaast stelt de onderneming, eventueel samen een Herstructureringsdeskundige, een reorganisatieplan op zoals hierboven reeds werd uiteengezet. De grootste vrijheid tot inkorting heeft de onderneming bij de gewone schuldeisers. De enige minimumgrens, zoals hierboven reeds vermeld, is dat de schuldeisers in principe niet minder dan 20% van de hoofdsom van hun schuldvordering mogen krijgen.¹⁶⁷ Vervolgens zijn er ook een aantal schuldeisers die over bijkomende bescherming genieten zoals de reeds vermelde openbare instellingen als ook het verbod op kwijtschelding van schuldvoeringen in de opschorting ontstaan uit arbeidsprestaties.¹⁶⁸

*"Het reorganisatieplan wordt geacht goedgekeurd te zijn door de schuldeisers wanneer de meerderheid van hen, vertegenwoordigd door hun schuldvorderingen, de helft van alle in hoofdsom en rente verschuldigde bedragen vertegenwoordigen, voor stemmen."*¹⁶⁹

103. Dit geeft aan de schuldeisers in het kmo-stelsel enorme macht. De schuldeiser, waaronder de distressed investor, die een belangrijke hoeveelheid van de schulden van de onderneming bezitten en meestemmen omtrent het plan, hebben de touwtjes in principe in handen. Deze schuldeisers bezitten met andere woorden een *blocking stake* en kunnen in principe beslissen over het al dan niet goedkeuren van het reorganisatieplan waardoor ook de schuldeisers die niet mee stemden, toch gebonden zijn door het plan.¹⁷⁰

104. De kapitaalhouders, en dus met andere woorden ook de aandeelhouders, worden in deze stemming niet betrokken en kunnen niet meestemmen zelfs al worden hun rechten ingekort in reorganisatieplan. In de rechtsleer is De Leo van oordeel dat aangezien in kmo's het bestuur van de onderneming en de aandeelhouders nauw betrokken zijn en daarnaast het bestuur dient mee in te stemmen met het plan, wordt de stem van de aandeelhouders toch indirect rekening gehouden.¹⁷¹ Enkele Franstalige auteurs daarentegen zijn van oordeel dat wetgever niet noodzakelijk de kapitaalhouders heeft uitgesloten bij het stemproces in de kmo's en de schuldenaar de vrije keuze heeft om de kapitaalhouders bij het plan te betrekken.¹⁷²

Tot slot werd door de wetgever met de Omzettingwet het nieuwe artikel XX. 79, §4 WER ingevoerd waarmee de rechter het plan dient te weigeren wanneer dit *de rechten en belangen van de schuldeisers*

¹⁶⁶ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 409.

¹⁶⁷ *Ibid.*

¹⁶⁸ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 415.

¹⁶⁹ Art. XX. 78/2 WER.

¹⁷⁰ Art. XX. 78/2 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 417.

¹⁷¹ Art. XX. 78/2 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 418.

¹⁷² H. CULOT, A. HOUET, "La position de l'actionnaire dans le nouveau droit de la réorganisation judiciaire", in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 83-84.

op onredelijke wijze worden aantast. Hierdoor wordt de macht van de sterke schuldeisers deels beperkt doordat ze de andere schuldeisers niet volledig buitenspel kunnen zetten.¹⁷³

2.2.4.2.2.2 Stelsel voor grote ondernemingen

- 105.** Vervolgens werd door de Omzettingwet het stelsel voor grote ondernemingen ingevoegd. Dit stelsel is volledig nieuw en werd gebaseerd op de bepalingen van de Herstructureringsrichtlijn. Het stelsel is van toepassing op ondernemingen die voldoen aan de vereisten opgenomen in artikel XX. 83/1 WER, en die dus in principe niet vallen onder het kmo-stelsel. Zoals eerder vermeld kunnen ook kmo's opteren om dit stelsel toe te passen wanneer zij een procedure van gerechtelijke reorganisatie aanvatten.¹⁷⁴ In België valt 99,4% van alle ondernemingen binnen de definitie van een kmo waardoor het niet duidelijk is hoe vaak dit stelsel effectief in de praktijk zal worden gehanteerd.¹⁷⁵ De voornaamste algemene regels omtrent de procedure en de inhoud van het reorganisatieplan zijn gemeenschappelijk tussen het kmo-stelsel en het stelsel voor grote ondernemingen. Daarentegen heeft de wetgever met de Omzettingwet gekozen om het stelsel voor grote ondernemingen op bepaalde aspecten te laten afwijken door de invoering van sommige opmerkelijke verschillen mogelijk opportuniteiten bieden voor distressed investors.
- 106.** Een eerste verschil met het kmo-stelsel bestaat uit het niet van bestaan van beschermingsregels met betrekking tot minimum uitbetaling van gewone schuldeisers en het vetorecht van de buitengewone schuldeisers.¹⁷⁶ Distressed investors hebben hierdoor meer creatieve vrijheid bij het opstellen van het reorganisatieplan. In het stelsel voor grote ondernemingen wordt in categorieën gestemd waardoor er andere beschermingsmechanismes voor de verschillende partijen zijn ingebouwd. Interessant voor de investeerder is het feit dat ook de bescherming van de openbare schuldeisers verdwijnt in het stelsel voor grote ondernemingen, aangezien de wetgever heeft gekozen voor de *absolute priority rule* (zie supra). Enkel de bescherming van de schuldvorderingen met betrekking tot arbeidsprestaties is ook onder dit stelsel van toepassing waardoor de distressed investor deze kost van het sociaal passief altijd in het achterhoofd zal moeten houden.¹⁷⁷
- 107.** Een tweede verschil bevindt zich bij de regels omtrent de stemming van het reorganisatieplan. In tegenstelling tot kmo-stelsel wordt in dit stelsel per categorie gestemd. De verschillende schuldeisers en kapitaalhouders *worden in verschillende categorieën ingedeeld, als de rechten die zij zouden hebben bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar of op basis van het akkoord zodanig verschillend zijn wat betreft hun aard, hun hoedanigheid of hun waarde, dat van een vergelijkbare positie geen sprake is.*¹⁷⁸ Dit betekent onder andere dat schuldeisers waarvan de schuldvordering door een zakelijk

¹⁷³ *Ibid.*

¹⁷⁴ Art. XX. 83/1 WER.

¹⁷⁵ X, "Tewerkstelling in kmo's", Tewerkstelling in kmo's | FOD Economie (fgov.be).

¹⁷⁶ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 420.

¹⁷⁷ *Ibid.*

¹⁷⁸ Art. XX. 83/9 WER.

zekerheidsrecht wordt gewaarborgd in een andere categorie zullen stemmen dan de schuldeisers zonder enige zekerheid.¹⁷⁹ De waarde van de schuldvordering zal worden gebaseerd op basis van de waarde die de schuldeiser zou verkrijgen in het geval van een faillissement.¹⁸⁰ Hierbij is het belangrijk om op te merken dat de wetgever niet heeft gepreciseerd op welke basis de verschillende categorieën moet worden opgedeeld. In de wet is enkel opgenomen dat zij soortgelijke belangen dienen te hebben.¹⁸¹

- 108.** De wetgever heeft er tevens voor gekozen dat schuldeisers tegelijkertijd onder verschillende categorieën kunnen vallen. Zo zal een schuldeiser enkel voor het bedrag dat hij effectief een zekerheidsrecht heeft in de categorie met andere schuldenaars die zekerheden hebben kunnen stemmen. Voor de waarde van zijn ongedekte schuldvordering zal de schuldenaar in de categorie van de chirografaire schuldeisers kunnen stemmen.¹⁸² Voor distressed investors is het daarom in theorie aangewezen om schuldvorderingen te verwerven die gedekt zijn door een bepaalde zekerheid. In praktijk zal dit moeilijk zijn voor de investeerder aangezien deze gedekte schuldvorderingen meestal een bepaalde zekerheid geven voor een uitbetaling bij een mogelijk faillissement. Hierdoor zullen deze gedekte schuldvorderingen enkel met een lagere korting kunnen worden verworven.
- 109.** Binnen het stelsel voor grote ondernemingen zal het plan worden geacht te zijn goedgekeurd wanneer een meerderheid, dit wil zeggen wanneer de aan de stemming deelnemende schuldeisers of kapitaalhouders die de helft van alle in hoofdsom verschuldigde bedragen en belangen vertegenwoordigen voor het plan stemmen, wordt behaald binnen elke categorie.¹⁸³ Met schuldeisers die niet deelnemen aan de stemming wordt ook hier geen rekening gehouden maar deze zijn wel gebonden aan de uitkomst.¹⁸⁴ Op basis van deze criteria is het voor distressed investor belangrijk om ervoor te zorgen dat hij voldoende schuldvorderingen bezit van een onderneming binnen zijn klasse. Hierdoor zal hij zijn ideeën makkelijker kunnen naar voor kunnen schuiven tijdens de onderhandelingen omtrent het reorganisatieplan. Ook zal een meerderheid van de schuldvorderingen ervoor zorgen dat hij de meerderheid van de stemmen bezit in zijn klasse.
- 110.** Wanneer een reorganisatieplan is goedgekeurd binnen elke categorie zal dit door de rechtbank worden gehomologeerd indien er geen weigeringsgronden van toepassing zijn en het plan met andere woorden niet ingaat tegen de regels van openbare orde.¹⁸⁵ Wanneer het plan door één of meerdere categorieën niet wordt goedgekeurd, kan het niettemin overeenkomstig artikel XX.83/15 ter homologatie aan de

¹⁷⁹ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 421.

¹⁸⁰ *Ibid.*

¹⁸¹ H. CULOT, A. HOUET, "La position de l'actionnaire dans le nouveau droit de la réorganisation judiciaire", in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 93.

¹⁸² F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 421.

¹⁸³ Art. XX. 83/14 WER.

¹⁸⁴ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 421.

¹⁸⁵ Art. XX. 83/17 WER.

rechtbank worden voorgelegd en worden goedgekeurd.¹⁸⁶ De distressed investor zal tijdens het opstellen van het reorganisatieplan de Herstructureringsdeskundige proberen te overtuigen dat het plan dat hij voorstelt een oplossing biedt voor de onderneming in kwestie, met de hoop dat het oordeel van de deskundige de rechter kan overtuigen. Via deze weg is het daardoor ook mogelijk voor de distressed investor om de activa van de aandeelhouders tegen hun zin en zonder hun akkoord in te korten, zoals dit in lijn is met de idee van de Omzettingwet.¹⁸⁷ Om de inkorting van de activa van de aandeelhouders kracht bij te zetten kan de distressed investor hiervoor aanhalen de economische waarde van de inbreng van de aandeelhouders verloren is gegaan. Enkel met een nieuwe inbreng door aandeelhouders hebben zij nog een economisch argument om deel te zijn van de onderneming.¹⁸⁸

- 111.** De Omzettingwet geeft aan de rechters een grote beoordelingsrol omtrent de in het voorgestelde reorganisatieplan opgenomen waarderingen.¹⁸⁹ Zo zal de rechtbank moeten beoordelen wanneer een niet instemmende schuldeisers betwist op basis van een *categorie overschrijdende cramdown* (waarbij de rechtbank een categorie neerdrukt en het plan alsnog goedkeurt zonder dat deze instemt) of *best interest test* (dit is een toets om te beoordelen als blijkt dat geen niet-instemmende schuldeiser kennelijk slechter af is onder het reorganisatieplan dan die schuldeiser zou zijn indien de normale rangorde van voorrang bij faillissement zou worden toegepast).¹⁹⁰ Voor de *categorie overschrijdende cramdown* zal de rechter ook moeten rekening houden met enkel bijkomende homologatiecriteria waaronder de *Absolute Priority Rule* (dit betekent dat het plan niet kan worden goedgekeurd wanneer een niet schuldeiser slechter af is en dus minder opbrengst krijgt dan een andere schuldeiser die op basis van de rangorde die gehanteerd wordt bij een faillissement, lager in rang zou staan en dus minder zou verkrijgen. De berekening van deze waarde is gebaseerd op de reorganisatiewaarde zoals opgenomen in het reorganisatieplan na aftrek van de meerwaarde die de kapitaalhouders creëren)¹⁹¹.

2.2.4.3 Besloten akkoord

- 112.** Met de Omzettingwet heeft de wetgever een volledig besloten procedure van gerechtelijke reorganisatie geïntroduceerd. Het besloten akkoord heeft voornamelijk als voordeel dat er zo goed als geen negatieve perceptie wordt gecreëerd met betrekking tot de onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt.¹⁹² De reorganisatieprocedure wordt namelijk niet gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad en het voornaamste werk omtrent de procedure wordt verricht voordat een openbare procedure van

¹⁸⁶ Art. XX. 83/18 WER.

¹⁸⁷ H. CULOT, A. HOUET, "La position de l'actionnaire dans le nouveau droit de la réorganisation judiciaire", in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 93-97.

¹⁸⁸ *Ibid*; Art. XX.83/18 §2 WER.

¹⁸⁹ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 426.

¹⁹⁰ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 423; F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 841-858.

¹⁹¹ *Ibid*.

¹⁹² Advies RvS, *Parl.St.* Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 205; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 399.

gerechtelijke reorganisatie wordt geopend. Daarnaast heeft de wetgever zich voor deze procedure voornamelijk gebaseerd op buitenlandse wetgeving zoals de Nederlandse WHOA.¹⁹³

113. Zowel de minnelijke als de openbare variant van een procedure van een gerechtelijke reorganisatie op basis van een besloten akkoord, kan worden geïnitieerd door de schuldenaar op basis van een eenzijdig verzoekschrift.¹⁹⁴ Daarnaast is het uniek voor deze procedure dat ook schuldeisers of kapitaalhouders op tegensprekelijk verzoekschrift deze procedure kunnen aanvragen.¹⁹⁵ Dit initiatiefrecht is niet beschikbaar bij de open variant van deze akkoorden. Ook zal de rechtbank het verzoek tot opening door schuldeisers of kapitaalhouders bij dergelijke besloten procedures inwilligen indien de schuldenaar instemt of de meerderheid van de kapitaalhouders hier achter staan.¹⁹⁶ De schuldenaar daarentegen kan indien de procedure werd geopend op verzoek van derden, steeds verzaken en zijn medewerking beëindigen.¹⁹⁷

114. Vervolgens heeft de wetgever gekozen om de figuur van de Herstructureringsdeskundige centraal te stellen bij deze besloten varianten. De automatische aanstelling van de Herstructureringsdeskundige vergemakkelijkt de procedure aangezien hij waakt over de belangen van de schuldeisers en kapitaalhouders en dus een cruciale rol vervult.¹⁹⁸ Zoals eerder vermeld zal Herstructureringsdeskundige hierdoor een belangrijk figuur vormen voor de distressed investor en zal hij deze figuur eerder dienen te overtuigen van zijn voorstellen dan de bevoegde rechter.

2.2.4.3.1 Besloten minnelijk akkoord

115. Nadat de verschillende partijen, meer bepaald één of meerdere schuldeisers en de onderneming in kwestie, die betrokken zijn een akkoord hebben bereikt, zal de Herstructureringsdeskundige de rechtbank verzoeken om de homologatie. De Herstructureringsdeskundige zal aan de rechtbank de nodige informatie en kadering geven omtrent het akkoord en de rechtbank beoordeelt hierna het verzoek.¹⁹⁹ Met uitzondering van de bekendmaking verloopt deze procedure identiek op dezelfde wijze als de procedure van het openbaar minnelijk akkoord.

2.2.4.3.2 Besloten collectief akkoord

116. Bij een besloten collectief akkoord zal de Herstructureringsdeskundige proberen om met alle schuldeisers en kapitaalhouders tot een akkoord te komen. Ook hier zijn het stemproces en de homologatieprocedure van het akkoord identiek aan deze van de openbare variant, met uitzondering van de

¹⁹³ *Parl. St.* Kamer 2022-23, nr. 55-3231/004, 8 en MvT, *Parl. St.* Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 67; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 432.

¹⁹⁴ Art. XX. 83/22, §1 WER.

¹⁹⁵ Art. XX. 83/22, §2 WER.

¹⁹⁶ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 432.

¹⁹⁷ Art. 83/26, §1 WER.

¹⁹⁸ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 432.

¹⁹⁹ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 433.

openbaarmaking.²⁰⁰ De Herstructureringsdeskundige heeft de goedkeuring van de schuldenaar nodig vooraleer hij de rechtbank kan verzoeken tot de homologatie. De schuldenaar mag tevens bij deze besloten variant van het collectief akkoord zijn toestemming niet op onredelijke wijze weigeren.²⁰¹ Voor de distressed investor wordt ook hier duidelijk hij met de inhoud van het plan enerzijds winst moet proberen te maken ten opzichte van zijn investering en anderzijds voldoende aantrekkelijk is om de Herstructureringsdeskundige mee te overtuigen.

117. Tot slot is het ook mogelijk om een partieel collectief akkoord te bekomen wanneer enkel met een deel van de schuldeisers of kapitaalhouders een akkoord wordt overeengekomen. Dit principe is uniek voor het besloten minnelijk collectief akkoorden biedt de mogelijkheid aan de distressed investor om in beperkte kring te onderhandelen met onderneming.²⁰² Opnieuw zal de Herstructureringsdeskundige in deze situatie een belangrijke rol spelen aangezien hij zal namelijk beslissen welke schuldeisers en kapitaalhouders in het plan worden betrokken.²⁰³ Daarnaast bestaat op dit ogenblik theoretisch de mogelijkheid voor de distressed investor om aan de APR te ontsnappen via een partieel besloten collectief akkoord bij een grote onderneming. De wetgever heeft namelijk niet verduidelijkt hoe het systeem van de APR dient te worden toegepast in dit scenario, waardoor de methode tot berekening van het aandeel van de distressed investor in de reorganisatie in theorie vertekend kan zijn. Indien de verhouding van de distressed investor die betrokken is bij de het partieel collectief akkoord wordt berekend op basis van enkel de partijen die aan de onderhandelingstafel plaatsnemen, zal hij makkelijker een meerderheid behalen van de stemmen en het partiele plan kan doen goedkeuren.²⁰⁴

2.2.4.3.2.1 Technieken om invloed uit te oefenen in reorganisatieplannen

118. Distressed investors hebben een breed gamma aan verschillende technieken die ze gebruiken om invloed te verkrijgen in vennootschappen. Doorheen heel dit onderzoek werden reeds verschillende mogelijkheden geanalyseerd, maar specifiek is het mijns inziens belangrijk om de volgende twee technieken meer in detail te analyseren. *Claims trading* en *Debt-for-equity-swaps* zijn namelijk twee techniek die in het buitenland door distressed investors worden gehanteerd.

2.2.4.3.2.1.1 Claims trading

119. *Claims trading* is één van de meest belangrijke technieken die distressed investors hanteren. Volgens bepaalde auteurs onderscheiden distressed investors zich van andere soorten investeerders net doordat ze *claims trading* hanteren.²⁰⁵ Net zoals het begrip distressed investing valt ook het begrip *claims trading* moeilijk te definiëren. De term omvat onder meer de cessie of overdracht van schuldvorderingen, zoals deze is opgenomen in artikel 5:174 e.v. van het NBW. Op basis van de overdracht van de schuldvordering

²⁰⁰ Art. XX. 83/34 WER.

²⁰¹ Art. XX. 83/33 WER.

²⁰² F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 433.

²⁰³ *Ibid.*

²⁰⁴ *Ibid.*

²⁰⁵ WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 172.

dient de schuldenaar het openstaande bedrag aan de nieuwe schuldeiser te betalen en dus niet meer aan de oorspronkelijke eigenaar van de schuldvordering.²⁰⁶ Voornamelijk zijn het de grote instellingen, namelijk de hedge funds en de private Equity fondsen, die deze techniek hanteren.²⁰⁷ De cessie van schuldvordering vormt een alternatieve manier van investeren in een onderneming zonder dat de distressed investor aandelen dient aan te kopen of geld dient in te brengen door middel van een kapitaalverhoging.²⁰⁸

120. *Claims trading* start met een distressed investor die een risicovolle investering ontdekt waarmee hij potentieel hoge winsten kan verkrijgen.²⁰⁹ Hiervoor gaat de distressed investor de *secondary debt market* analyseren en zoeken naar derden die schuldvorderingen te koop aanbieden. De *secondary debt market* bestaat uit de *plaats* waar investeerders aandelen en schuldvorderingen aan elkaar gaan kopen en verkopen in tegenstelling tot de *primary market* waarbij ze de aandelen direct van de vennootschap kopen die deze uitgeeft.²¹⁰ Op de *secondary debt market* worden verschillende soorten schulden verhandeld. Zo kunnen er obligaties, bankleningen, gesyndiceerde leningen of eender welke schuldvordering dan ook worden verhandeld. De eigenaars van de schuldvorderingen bieden hun schuldvorderingen te koop aan om diverse redenen, vaak onder hun nominale waarde.²¹¹ Zo zijn banken en andere kredietinstellingen risico-avers en proberen zij risicovolle leningen uit hun portfolio te verwijderen, mede door de strikte regels die op hen van toepassing zijn op in nasleep van de bankencrisis van 2008-2009.²¹² Andere incentives voor verkopers om hun schuldvorderingen aan te bieden op de *secondary debt market* is het snel verkrijgen van liquide middelen. Ook zullen bepaalde eigenaars hun schuldvordering proberen te verkopen wanneer de schuldenaar zich in financiële moeilijkheden bevindt en het hierdoor onzeker is of deze de schuldvordering volledig of deels zal kunnen terugbetalen.²¹³ Ook is het mogelijk dat de eigenaar verkiest niet in een lange intensieve en onzekere reorganisatieprocedure te worden betrokken waardoor hij liever 'eieren voor zijn geld kiest'.

121. Doorgaans prefereren distressed investors de aankoop van niet-gewaarborgde schuldvorderingen die met andere woorden een groter risico lopen om bij een faillissement van de schuldenaar volledig verloren te gaan.²¹⁴ Deze schulden worden doorgaans met een korting aangeboden op de *secondary debt market* en de prijs reflecteert het risico op terugbetaling van de schuldvorderingen. Schuldvorderingen die bijna

²⁰⁶ R. FELTKAMP, *De overdracht van schuldvordering*, Antwerpen, 2005, 136.

²⁰⁷ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 583.

²⁰⁸ A. KEUKELEIRE, V. WITHOFS, "Hoofdstuk II schuld- en contractoverdracht" in *Handboek verbintenissenrecht (tweede editie) (gebonden editie)*, 2^e editie, Bruxelles, Intersentia, 2023, p. 869-896.

²⁰⁹ WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 182.

²¹⁰ WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 182.

²¹¹ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 584.

²¹² Verord.Raad en Parlement nr. 575/2013, 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *PB. L.* 27 juni 2013, afl. 176, 1.

²¹³ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 584.

²¹⁴ WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 182.

met zekerheid niet zullen worden terugbetaald worden hierdoor aangeboden aan een fikse kortingen, en dus veel lager dan hun nominale waarde.²¹⁵ Met behulp van de grote expertise die distressed investors hebben opgebouwd kunnen deze instellingen met relatieve zekerheid beoordelen welke schuldvorderingen ondergewaardeerd zijn en welke niet.²¹⁶

2.2.4.3.2.1.2 Debt-for-equity-swap

- 122.** Wanneer een onderneming zich in financiële moeilijkheden bevindt kan hij een beroep doen op speciale technieken om de onderneming nieuw leven in te blazen. Voor de inwerkingtreding van de Herstructureringsrichtlijn en de omzettingwet werd in België vooral gekeken naar de kredietverstrekkers om toegevingen te doen in verband met de uitstaande schuldvorderingen. Het aangepaste wettelijk kader geeft meer mogelijkheden aan de onderneming en focust daarnaast om ook de aandeelhouders te betrekken bij het herstel en hen aan te sporen zich in te spannen om de onderneming terug financieel gezond te maken.²¹⁷
- 123.** Eén van deze uitgebreide mogelijkheden is het makkelijker maken van techniek van *debt-for-equity-swaps*. Een *debt-for-equity-swap* is een techniek waarmee schuldvorderingen worden omgezet in aandelen. Hierdoor worden de bestaande schuldvorderingen omgezet in kapitaalschulden en daardoor de meest achtergestelde schulden.²¹⁸ Voor de inwerkingtreding van de Omzettingwet waren *debt-for-equity-swaps* zeldzaam, ook al was deze techniek reeds mogelijk in het kader van een reorganisatie akkoord.²¹⁹ Dit kwam voornamelijk doordat vaak aandeelhouders niet wilden toestaan dat hun aandeel in de vennootschap verwaterde zonder hun goedkeuring. Ook hadden de aandeelhouders nog steeds de touwtjes in handen doordat voor een *debt-for-equity-swap* uiteindelijk een goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders vereist was. In navolging van de Herstructureringsrichtlijn heeft de wetgever geprobeerd deze techniek aantrekkelijker te maken.²²⁰
- 124.** Zo heeft de wetgever *debt-for-equity-swaps* nu expliciet opgenomen in artikel XX.75 WER:

Het reorganisatieplan kan voorzien in de vrijwillige overdracht van het geheel of een gedeelte van de activa of van de activiteiten.

*Het plan kan, behalve wat de entiteiten bedoeld in artikel I.1, 1°, tweede lid, c), betreft, in de omzetting van schuldvorderingen in aandelen voorzien.*²²¹

²¹⁵ F. DE LEO, *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 584.

²¹⁶ WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 182.

²¹⁷ B. DE MOOR, M. CALLEBAUT, S. ONDERBEKE & A. DAPONTE, "Debt-to-equity-swaps in the context of reorganisation proceedings", *DAOR* 2022/1 (nr. 141), 4.

²¹⁸ E. BLOMME, "The new Belgian restructuring plan for large enterprises: debt-to-equity swap", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2023/07/19/the-new-belgian-restructuring-plan-for-large-enterprises-debt-to-equity-swap/>.

²¹⁹ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 409.

²²⁰ *Ibid.*

²²¹ Art. XX. 75 WER.

- 125.** Daarnaast bepaalt de Omzettingwet, in lijn met de idee dat de aandeelhouders een bijdrage leveren in het *gezondmakingsproces* van de onderneming, dat de algemene vergadering van aandeelhouders de uitvoering van het herstructureringsplan niet mogen blokkeren op onredelijke wijze.²²² De rechtbank kan daardoor op verzoek van elke belanghebbende partij bevelen om te beslissen het herstructureringsplan uit te voeren.²²³
- 126.** Ten eerste is het belangrijk om een *debt-for-equity-swap* te analyseren vanuit het oogpunt van een onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt. Zo zorgt een *debt-for-equity-swap* er voor dat een onderneming die zich in een financieel moeilijke situatie bevindt op een relatief makkelijke manier zijn schuldenlast kan verminderen.²²⁴ Voor een *debt-for-equity-swap* heeft de onderneming in kwestie namelijk geen extra liquide middelen nodig om zijn schuldenlast mee te verminderen, met tot gevolg dat deze tool doorgaans een positief effect heeft op de liquiditeitspositie van de onderneming. Daarnaast kan een *debt-for-equity-swap* ertoe leiden dat de onderneming het potentieel faillissement afwendt en mogelijk zelfs haar waarde kan behouden.
- 127.** Voor een schuldeiser is een *debt-for-equity-swap* vaak ook een interessante tool omdat hij hiermee zijn positie kan veranderen. De schuldeiser zet zijn positie van schuldeiser om in een positie van aandeelhouder. Daarnaast is het in dit stadium reeds duidelijk dat de onderneming haar schuldenlast niet volledig zal kunnen afbetalen, waardoor een inkorting oftewel kwijtschelding van een deel of het geheel van de schuldenlast vaak de enige optie is om een faillissement af te wenden.²²⁵ Een *debt-for-equity-swap* geeft aan de schuldeiser de mogelijkheid om met andere woorden zijn *zeker verlies* in te ruilen voor een *mogelijke winst*.²²⁶
- 128.** Als zekerheidsinstrument voor zijn schuldvordering kan de schuldeiser een pand hebben op de aandelen van de onderneming in moeilijkheden. Wanneer de onderneming in kwestie zijn verbintenissen in het kader van de schuldvordering voldoet, kan de schuldeiser overgaan tot een pandexecutie op de aandelen. Hiervoor kan de schuldeiser de techniek van een *debt-for-equity-swap* gebruiken. De schuldeiser kan hiermee zijn schuld ruilen voor de aandelen van de onderneming in moeilijkheden waarbij de schuldeiser een deel of het geheel van zijn schulden kwijt te schelden. In de praktijk zal een schuldeiser voornamelijk opteren om voor deze *debt-for-equity-swap* een zogenaamde *Special Purpose Vehicle* oftewel SPV op te zetten. Een SPV is een door de schuldeiser opgerichte vennootschap met het oog op bepaalde transacties en geen overig doel heeft. De aandelen zullen na de ruil en in het kader van de *debt-for-equity-swap* in deze SPV worden geplaatst maar daarnaast ook niet door de schuldeiser zelf maar eerder door een door

²²² E. BLOMME, "The new Belgian restructuring plan for large enterprises: debt-to-equity swap", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2023/07/19/the-new-belgian-restructuring-plan-for-large-enterprises-debt-to-equity-swap/>.

²²³ *Ibid.*

²²⁴ M. REMMINK, "CONGRESVERSLAGEN RECHTSVERGELIJKEND COLLOQUIUM 'EXECUTIE VAN ZEKERHEIDSRECHTEN'", *TPR* 2022, 724-725.

²²⁵ E. BLOMME, "The new Belgian restructuring plan for large enterprises: debt-to-equity swap", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2023/07/19/the-new-belgian-restructuring-plan-for-large-enterprises-debt-to-equity-swap/>.

²²⁶ M. REMMINK, "CONGRESVERSLAGEN RECHTSVERGELIJKEND COLLOQUIUM 'EXECUTIE VAN ZEKERHEIDSRECHTEN'", *TPR* 2022, 724-725.

hem opgerichte en gecontroleerde stichting worden aangehouden. Door deze constructie wordt de onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt en waarvan de aandelen in het kader van een *debt-for-equity-swap* worden overgedragen, niet bestempeld als een dochteronderneming. Daarnaast heeft deze constructie tot voordeel dat de regels met betrekking tot de vennootschapsrechtelijke en fiscale gevolgen met inbegrip van de jaarrekeningen niet moet worden aangepast.

- 129.** Eenmaal de schuldeiser de aandelen in de vennootschap in bezit krijgt, staat het hem vrij om deze te verkopen aan derden. Op deze wijze is het dus mogelijk voor de schuldeiser om alsnog een geldbedrag te verkrijgen voor zijn originele schuldvordering.

Debt for equity swaps in het kader van een cross-class cram-down:

- 130.** Ook in het kader van een cross-class cram-down kunnen aan de aandeelhouders maatregelen worden opgelegd. Een *debt-for-equity-swap* is in theorie één van de maatregelen die aan de aandeelhouders kan worden opgelegd, maar de effectieve reikwijdte van de verschillende instrumenten op basis van de Omzettingwet en de Herstructureringsrichtlijn is tot op heden nog onduidelijk.²²⁷
- 131.** In dit kader heeft recent in Frankrijk een uitermate interessant voorbeeld plaatsgevonden, namelijk de herstructurering van de Orpea groep.²²⁸ Het aandeel van deze uitbater van rusthuizen nam na de publicatie van een boek over de wantoestanden die zich afspeelden binnen de groep een vrije val. De aandelen werden op enkele dagen tijd zo goed als waardeloos. Mede hierdoor raakte de groep in financiële problemen aangezien het reeds een schuldenberg had ter waarde van EUR 9 miljard.²²⁹ Hieruit werd nogmaals duidelijk dat wanneer de liquidatiewaarde of de waarde onder de APR niet hoger is dan de waarde van de totale passiva van de onderneming, de aandeelhouders in principe ook geen waarde meer in handen hebben. De schuldeisers van de onderneming verkrijgen met andere woorden hierdoor de controle om een oplossing te kiezen voor de schuldenaar.²³⁰ In de case van de Orpea-groep hebben de schuldeisers een alternatief plan voorgesteld waarbij een *debt-for-equity swap* zou plaatsvinden. De aandelen van de bestaande aandeelhouders werden onder dit plan volledig verwaterd waardoor de aandeelhouders dit niet wilden goedkeuren. Uiteindelijk behaalde de schuldeisers een meerderheid van de stemmen en werd het plan ook goedgekeurd door de rechter, wat resulteerde in een *cross-class cram-down*. De oorspronkelijke aandeelhouders bezaten voor het plaatsvinden van de *debt-for-equity swap* 100% van het kapitaal van de Orpea groep, maar na de omzetting van de schulden naar aandelen

²²⁷ E. BLOMME, "The new Belgian restructuring plan for large enterprises: debt-to-equity swap", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2023/07/19/the-new-belgian-restructuring-plan-for-large-enterprises-debt-to-equity-swap/>.

²²⁸ Y. BRULARD, "La procedure avec classes: une méthode pour faciliter la mise en œuvre pratique" in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 65.

²²⁹ L. ABBOUD, "Scandal-hit care home group Orpea reaches deal to restructure debt pile", The Financial Times, 1 februari 2023, <https://www.ft.com/content/73fad252-b6f4-40ea-b821-1debaf57eea>.

²³⁰ Y. BRULARD, "La procedure avec classes: une méthode pour faciliter la mise en œuvre pratique" in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 65.

verwaterde hun aandeel tot slechts 0.04% van het kapitaal.²³¹ Mijns inziens is een situatie als die van de Orpea groep ook mogelijk in België na de inwerkingtreding van de Omzettingwet.

- 132.** Voorts is het belangrijk om op te merken dat het volledig ontnemen van de financiële rechten met betrekking tot de aandelen mogelijk onhaalbaar en nietig is op basis van de beperkingen opgenomen in de artikelen 5.14 WVV en 7.16 WVV. Het meest voor de hand liggende alternatief hiervoor is een *debt-for-equity-swap* gecombineerd met een vernietiging van een aantal aandelen. De schuldeiser verkrijgt hierbij aandelen in de onderneming in ruil voor zijn schuldvordering en van de huidige aandeelhouders wordt een deel of alle aandelen vernietigd. Via deze techniek worden de schuldeisers uiteindelijk de volledige eigenaars van de onderneming.

2.2.4.3.2.1.3 Overige opportuniteiten voor distressed investors in het kader van de gerechtelijke reorganisatieprocedures

- 133.** Voor distressed investors biedt een procedure van gerechtelijke reorganisatie enkele voordelen. Eerste zal de distressed investor er moeten voor zorgen dat hij een voldoende groot percentage van de schuldvorderingen heeft ten opzichte van de onderneming waarin hij beoogt te investeren. Zoals reeds hierboven uiteengezet kan de distressed investor deze verkrijgen via *claims trading* op de *secondary debt market*. Het kopen van de schuldvorderingen van een onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt kan namelijk opportuniteiten creëren voor een distressed investor.²³² Het kan onder andere de deur openen naar een informatievoordeel ten opzichte van andere potentiële kopers (zie supra). Het bezit van de schuldvorderingen vóór de reorganisatieprocedure kan de houder ook een voorkennis positie bieden om deel te nemen aan besprekingen in een vroeg stadium en om de strategische richting te beïnvloeden. De aankoop van voldoende schuld geeft de distressed investor ook de mogelijkheid om de uitkomst van de stemming over de bevestiging van een reorganisatieplan te beïnvloeden.²³³
- 134.** Een distressed investor die een meerderheidsbelang in een onderneming beoogt te verwerven in een onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt, zal over het algemeen de *zogenaamde fulcrum security* willen verwerven. Hiermee wordt de meest achtergestelde klasse van schuldvorderingen bedoeld die niet volledig *out of the money is* en hierdoor recht geeft op de restwaarde van de schuldenaar. Wanneer de schuldenaar voldoende onderpand heeft om al zijn gedekte schulden te herfinancieren of terug te betalen, zal de *fulcrum security* meestal de niet gewaarborgde schuldvorderingen zijn. Als een schuldenaar daarentegen in staat is om zijn *first-lien debt*, namelijk de bevoorrechtte schuldeisers, terug te betalen maar de overige (achtergestelde) schuldeisers niet, zal in dit geval de *second-lien debt* of zelfs *third-lien debt* van de onderneming de *fulcrum security* zijn.

²³¹ Y. BRULARD, "La procedure avec classes: une méthode pour faciliter la mise en œuvre pratique" in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 65-66.

²³² WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 177.

²³³ *Ibid.*

- 135.** Om te bepalen welke hoeveelheid schulden hij dient te verwerven, zal de distressed investor beroep moeten doen op zijn expertise en de publiekelijk beschikbare informatie.²³⁴ Zo zal hij bijvoorbeeld de jaarrekeningen van de onderneming in kwestie dienen te doorspitten.
- 136.** Eenmaal de distressed investor voldoende schuldvorderingen heeft verworven kan hij beoordelen dat de onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt terug financieel gezond kan worden gemaakt wanneer een procedure van gerechtelijke reorganisatie wordt aangewend.
- 137.** Ten eerste kan de distressed investor steeds ten opzichte van de onderneming als de andere schuldeiser zich profileren als een toefelijke partij. Dit standpunt kan door de schuldeiser worden aangenomen in zowel de open als besloten varianten van gerechtelijke reorganisatieprocedures.
- 138.** De distressed investor kan zoals ook reeds eerder aangegeven namelijk een klaarblijkelijke gunst geven aan de onderneming door een deel van de schuldvordering kwijt te schelden, zonder dat dit voor hem een verlies betekent. Dit kan opnieuw verduidelijkt worden aan de hand van een simpel voorbeeld.

Een onderneming heeft moeite met zijn cashflow en dreigt de vaste kosten amper nog te kunnen terugbetalen. In totaal heeft hij 1 000 000 EUR aan schulden bij vier verschillende concurrente schuldeisers, namelijk schuldeisers A, B, C en D ten belope van elk 250 000 EUR. Omdat het klaarblijkelijk financieel niet in de goede richting gaat met de onderneming zijn A en B hun schuldvordering liever kwijt dan rijk. Bij een faillissement verliezen de schuldeisers waarschijnlijk het volledige bedrag van hun vordering. Hiervoor opteren A en B om hun schuldvordering te koop aan te bieden op de *secondary debt market* en distressed investor koopt de schuldvordering

Distressed investor X heeft deze aanbieding opgemerkt en analyseert de onderneming in kwestie. Na onderzoek blijkt dat de onderneming met een lagere schuldenlast zijn vaste kosten wel makkelijk zal kunnen betalen en de continuïteit van de onderneming zo goed als verzekerd is. Distressed investor onderhandelt met A en B en verworft uiteindelijk de schuldvorderingen van A en B voor een totaalbedrag van 60% van de nominale waarde. De distressed investor heeft hierdoor voor een bedrag van 300 000 EUR schuldvorderingen ter waarde van 500 000 EUR overgenomen.

Hierna zal de distressed investor tijdens de onderhandelingen in het kader van een reorganisatieprocedure een gewicht hebben van 500 000 EUR, namelijk de nominale waarde van de schuldvorderingen. Hierdoor zit de distressed investor in de positie dat hij aan de onderneming, schuldeiser en andere partijen zijn 'goede wil' kan tonen door een gedeelte van zijn schuldvordering in te korten maar steeds met gevolg dat het bedrag dat wordt terugbetaald hoger is dan de betaalde overnameprijs.

²³⁴ *Ibid.*

- 139.** Ten tweede kan de distressed investor de hierboven aangehaalde strategie hanteren bij de onderhandelingen van een minnelijk akkoord. In de open variant van het minnelijk akkoord kan de aanstelling van een Herstructureringsdeskundige helpen om aan de onderneming duidelijk te maken dat door de distressed investor voorgestelde plan wel degelijk een positieve impact kan hebben op de onderneming. Doordat de enkel de onderneming in kwestie het initiatief recht heeft om te verzoeken om deze procedure te openen, zal de opstart van deze procedure in de praktijk vaak te laat gebeuren waardoor het faillissement soms onafwendbaar is.²³⁵ De onderhandelingen tussen de onderneming en de distressed investor kunnen hierdoor resulteren in een negatief rendement van de investering voor de distressed investor.
- 140.** Dit initiatiefrecht is bij de besloten variant van het minnelijk akkoord verruimd waardoor ook de distressed investor dit kan initiëren. Hierdoor heeft hij de mogelijkheid om vroegtijdig de gesprekken aan te vatten en daarnaast zorgt de beslotenheid van de procedure dat dit ook onder de radar van de buitenwereld blijft. Ook de verplichte aanstelling van de Herstructureringsdeskundige in deze variant kan zoals bovenstaand reeds vermeld druk zetten op de onderneming tijdens de onderhandelingen. Het voornaamste nadeel van de besloten variant van het minnelijk akkoord, geïnitieerd door een schuldenaar, is het feit dat de schuldenaar steeds aan de procedure die hij zelf heeft opgestart kan verzaken. Hierdoor kan de schuldenaar nog steeds besluiten om de onderneming liever failliet te laten gaan dan tot een akkoord te komen met de distressed investor. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn als de schuldenaar van mening is dat de distressed investor enkel winst voor ogen heeft. Dit heeft tot gevolg dat de distressed investor volgens deze variant geen zekerheid op een succesvolle investering.
- 141.** Vervolgens geeft het collectief akkoord van toepassing op kmo's die niet voor de *opt-in* hebben gekozen enkele opportuniteiten voor de distressed investor. Zowel in de openbare als de besloten variant heeft de distressed investor de macht tijdens de onderhandelingen wanneer hij een meerderheid van de schuldvorderingen oftewel een *blocking stake* bezit. Aangezien in het kmo-stelsel niet in categorieën wordt gestemd zal een dubbele meerderheid vereist zijn voor de goedkeuring van het plan. Zoals eerder vermeld is F. De Leo in tegenstelling tot enkele Franstalige auteurs van mening dat ook de kapitaalhouders zullen niet kunnen meestemmen over het plan.²³⁶
- 142.** Er zal met andere woorden een meerderheid van de aanwezigen, die meer dan de helft van alle schuldvorderingen in hoofdsom en rent vertegenwoordigen, het plan moeten goedkeuren. De distressed investor zal de onderneming, de andere schuldeisers en de Herstructureringsdeskundige onder druk zetten om een voor voordelig plan overeen te komen waarbij hij meer zal verkrijgen dan de som die hij

²³⁵ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 430.

²³⁶ Art. 78/2 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 423; H. CULOT, A. HOUET, "La position de l'actionnaire dans le nouveau droit de la réorganisation judiciaire", in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 93-97.

heeft betaald voor de schuldvorderingen.²³⁷ Wanneer de distressed investor een meerderheid van de schuldvorderingen in zijn bezit heeft, bezit hij ook een veto zolang hij niet onredelijk andere voorstellen blijft dwarsbomen.

143. Bij de besloten variant van het collectief akkoord heeft distressed investor door de Omzettingwet ook de mogelijkheid om een partieel collectief akkoord overeen te komen. Het is aan de Herstructureringsdeskundige om te kiezen welke partijen lid kunnen zijn bij dit akkoord waardoor de distressed investor deze onder druk kan zetten. Wanneer de distressed investor een meerderheid van de schuldvorderingen bezit en hierdoor een grote invloed heeft op de financiële toestand en toekomst van de onderneming, zal de Herstructureringsdeskundige de distressed investor steeds bij dit akkoord betrekken.²³⁸

144. Het nieuwe stelsel voor grote ondernemingen, en voor kmo's die voor de *opt-in* hebben gekozen, biedt uitgebreide mogelijkheden voor de distressed investor. Vooreerst is het belangrijk om te benadrukken dat er hier in categorieën wordt gestemd en een goedkeuring op basis van een meerderheid in elke klasse dient te verkrijgen. Bij deze variant worden de kapitaalhouders namelijk ook in een categorie ingedeeld. Maar door middel van *categorie overschrijdende cramdown* kan de rechter alsnog het plan homologeren ook al wordt er geen akkoord bereikt. Net zoals bij een minnelijk akkoord kan de distressed investor een plan voorstellen dat uitermate voordelig is voor hem ten opzichte van de andere schuldeisers. Wanneer de distressed investor dan in zijn categorie een meerderheid verkrijgt en het plan niet ingaat tegen de *absolute priority rule* kan hij aan de rechter vragen het plan alsnog goed te keuren. Als strategische schuldeiser kan hij zelfs proberen om een groter deel van de reorganisatiewaarde te verkrijgen zolang daar een redelijk grond voor bestaat en het belang van de andere schuldeisers en kapitaalhouders niet worden geschaad.²³⁹ Ook is in het stelsel voor grote ondernemingen geen verbod om schuldeisers hun schuldvorderingen met meer dan 80% in te korten. De distressed investor die voldoende invloed uitoefent op de Herstructureringsdeskundige en de overige schuldeisers zou dit in principe steeds kunnen proberen door te voeren.

145. Vervolgens is de overdracht van een deel of het geheel van de onderneming steeds een mogelijkheid in het reorganisatieplan. De distressed investor kan hiervoor zijn sterke positie als schuldeiser gebruiken om de controle over de onderneming te verwerven. Hij kan namelijk voorstellen om de onderneming over te nemen in ruil voor een volledige kwijtschelding van zijn schulden, maar met de belofte dat hij de overige schuldvordering volledig (of deels) mee overneemt alsook de bestaande werknemers.²⁴⁰

²³⁷ WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 111.

²³⁸ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", TRV-RPS 2023, 423.

²³⁹ Art. XX. 83/18, §1, 3° WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", TRV-RPS 2023, 424.

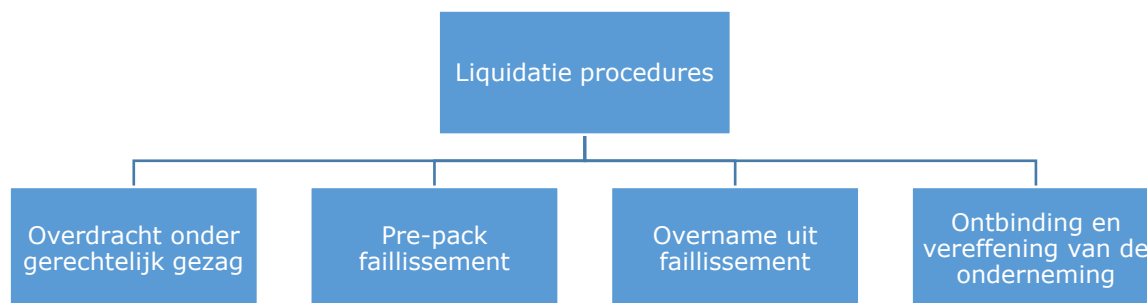
²⁴⁰ E. BLOMME, "The new Belgian restructuring plan for large enterprises: debt-to-equity swap", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2023/07/19/the-new-belgian-restructuring-plan-for-large-enterprises-debt-to-equity-swap/>.

Hierdoor valt een zware schuldenlast van de onderneming weg en wordt de kans op een toekomstig financiële gezonde situatie meer waarschijnlijk. Ook staat steeds de mogelijkheid open voor een procedure van een overdracht onder gerechtelijk gezag. Op basis van artikel XX. 84, §2 WER kan bij de het uitblijven van een reorganisatie akkoord steeds dergelijke procedure worden geopend. Wanneer de distressed investor de controle over de onderneming wenst te verwerven, zoals hierboven reeds uiteengezet, maar dit niet lukt via deze procedure kan hij steeds zijn veto stellen en opteren voor een procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag.²⁴¹ Deze mogelijkheid zal verder in dit onderzoek worden uiteengezet. Reorganisatieplannen dwarsbomen: kmo daar kunnen ze tegen stemmen als hun vordering te laag is ten opzichte van de anderen. Ze moeten dan wel een voldoende schulden hebben.

146. Tot slot heeft de distressed investor een alternatief plan. Wanneer hij of andere schuldeisers het reorganisatieplan blijven weigeren, kan distressed investor de rechtbank verzoeken bij dagvaarding om een procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag te openen.

2.2.5 Liquidatieprocedures

147. Tot slot zijn er de procedures die beogen de onderneming die zich financiële moeilijkheden bevinden te liquideren. In tegenstelling tot de periode voor de Omzettingwet Hoewel kadert de procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag zich nu binnen de gerechtelijke reorganisatieprocedures. Dit standpunt werd door de wetgever ingenomen op basis van de recente uitspraken van het Europees Hof van Justitie inzake de arresten Smallsteps, Plessers en Heiploeg. Naast de overdracht onder gerechtelijk gezag zullen ook het pre-pack faillissement en de overname in navolging van een gewoon faillissement aan bod komen. Steeds wordt de focus gelegd op de opportuniteiten voor distressed investing na de wijzigingen die de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingwet hebben ingevoerd. De ontbinding en vereffening als alternatief voor het faillissement, zoals hieronder opgenomen in de grafische voorstelling, zullen verder niet aan bod komen tijdens deze analyse.



²⁴¹ Art. XX. 84, §2 WER.

2.2.5.1 Overdracht onder gerechtelijk gezag

148. Zoals reeds vermeld zijn enkele bepalingen die van toepassing zijn op de gerechtelijke reorganisatieprocedures gemeenschappelijk aan de regels toepasselijk op een procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag.²⁴² Dit betekent onder andere dat de schuldenaar geniet vanaf het neerleggen van het verzoekschrift tot de opening van de gerechtelijke reorganisatieprocedure van de mini-opschorting en vanaf het openingsvonnis van de opschorting.²⁴³ Hierdoor wordt voor de algemene regels omtrent de overdracht onder gerechtelijk gezag verwezen naar voorgaand hoofdstuk.

149. Tot voor de inwerkingtreding van de Omzettingwet tot doel het behoud van een deel of het geheel van de onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt, via een overdracht van een deel of het geheel van de activiteiten. Door middel van de Omzettingwet heeft de wetgever het doel van de procedure van een overdracht onder gerechtelijk gezag gewijzigd zodat dit in nu in lijn ligt met de visie van het Europees Hof van Justitie inzake het arrest Plessers.²⁴⁴ Een overdracht onder gerechtelijk gezag heeft hierdoor als doel het geheel of een gedeelte van de activiteiten van een onderneming over te dragen onder toezicht van de rechtbank teneinde een efficiënte vereffening van de rechtspersoon of van het patrimonium van de onderneming bedoeld te verzekeren.²⁴⁵

150. In tegenstelling tot het exclusieve recht van de schuldenaar om te verzoeken om een procedure van gerechtelijke reorganisatie is dit verschillend bij een procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag. De procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag kan namelijk op basis van artikel XX.84, §2 WER in bepaalde gevallen ook worden bevolen op dagvaarding van andere personen dan de schuldenaar zelf. Hierdoor is een verzoek voor een overdracht onder gerechtelijk gezag mogelijk op basis van een dagvaarding van de procureur des Konings, van een schuldeiser of van eenieder die een belang heeft om het geheel of een gedeelte van de onderneming te verwerven. Vervolgens werden in dit artikel XX.84, §2 WER specifiek opgenomen dat dit enkel mogelijk is in de volgende gevallen:

"§ 2. Dezelfde overdracht kan op dagvaarding van de procureur des Konings, van een schuldeiser of van eenieder die een belang heeft om het geheel of een gedeelte van de onderneming te verwerven, bevolen worden:

1° wanneer de schuldenaar zich in staat van faillissement bevindt zonder een procedure van gerechtelijke reorganisatie te hebben aangevraagd;

2° wanneer de rechtbank de vordering tot het openen van de procedure met toepassing van artikel XX.46 verwerpt, er de vroegtijdige beëindiging van beveelt met toepassing van artikel

²⁴² F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 434.

²⁴³ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 434.

²⁴⁴ D. MERTENS, E. BOGAERTS, "Nakende reorganisatie van de (gerechtelijke) reorganisatie", *R.W.*, 2023-2024, afl. 1, 2.

²⁴⁵ Art. XX. 84, §1 WER.

XX.62 of het reorganisatieplan intrekt met toepassing van [3 artikelen XX.83, XX.83/21 of XX.83/41];

3° wanneer de schuldeisers het reorganisatieplan niet goedkeuren met toepassing van [3 artikelen XX.78, XX.83/12 of XX.83/34];

*4° wanneer de rechtbank de homologatie van het reorganisatieplan weigert met toepassing van [3 artikelen XX.79, XX.83/15 of XX.83/35]."*²⁴⁶

- 151.** Op basis van dit artikel heeft ook de distressed investor die reeds schuldeiser is van de vennootschap de mogelijkheid om een procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag te initiëren. Zoals in het vorige hoofdstuk uiteengezet kunnen de partijen, waaronder de distressed investor, die betrokken waren bij een procedure van gerechtelijke reorganisatie gedurende deze procedure de rechtbank verzoeken om overdracht onder gerechtelijk op te starten indien geen akkoord wordt bereikt over het voorgestelde reorganisatieplan binnen deze gerechtelijke reorganisatieprocedure.²⁴⁷
- 152.** Op basis van artikel XX. 85 WER zal de rechtbank bij opening van de procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag een vereffeningsdeskundige aanstellen die belast wordt met het organiseren en realiseren van de overdracht in naam en voor rekening van de schuldenaar.²⁴⁸ De vereffeningsdeskundige zal op zoek gaan naar potentiële overnemers voor de levensvatbare activa van de onderneming, steeds op basis van een *asset deal* (zie supra) en waakt bij voorrang over het behoud van het geheel of een gedeelte van de activiteit van de onderneming, rekening houdend met de rechten van de schuldeisers.²⁴⁹ De vereffeningsdeskundige voert hiervoor de nodige publiciteit en zamelt verschillende offertes in van geïnteresseerden. In het geval de vereffeningsdeskundige opteert voor een onderhandse overdracht, zal hij een biedprocedure opstellen die de geïnteresseerden moeten volgen.
- 153.** De distressed investor die reeds betrokken was in de gerechtelijke reorganisatieprocedure in het kader van de gevoerde onderhandelingen een enorme hoeveelheid niet publiekelijk beschikbare informatie hebben verkregen zoals het aantal werknemers, wie de andere schuldeisers zijn etc. Op basis van deze informatie zal de distressed investor de mogelijkheid hebben om een goed uitgewerkt bod uit te brengen op een gedeelte of de volledige onderneming. Hij weet namelijk welke werknemers essentieel zijn voor het operationeel houden van de onderneming en hij wenst of over te nemen. Ook heeft hij kennis van de belangrijke leveranciers die hij reeds kan gaan proberen te overtuigen om te blijven leveren aan de onderneming indien de distressed investor het overnamebod wint. Ook zal de distressed investor op basis van zijn expertise een betere analyse kunnen maken over de mogelijke doorverkoopwaarde van

²⁴⁶ Art. XX. 84, §2 WER; F. GILLET, S. NACHSEM, "Transfert d'entreprise dans le cas spécifique des entreprises en difficulté", *Aspects sociaux de la réorganisation des entreprises en difficulté* 2022, Anthemis, 325.

²⁴⁷ Art. XX. 84, §2 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 435; C. Alter, "Le nouveau "transfert sous autorité judiciaire", *J.T.*, 2023, pp. 541-543.

²⁴⁸ Art. XX. 85 WER.

²⁴⁹ Art. XX. 87 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 435; J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 68.

delen van de onderneming en hun levensvatbaarheid. Dit geeft aan de Distressed Investor dan ook de mogelijkheid om een bod uit te brengen dat zowel potentieel winstgevend is alsook voordeliger is dan het bod van andere geïnteresseerde partijen.

- 154.** Wanneer er geen gerechtelijke reorganisatieprocedure heeft plaatsgevonden voor de procedure van een overdracht onder gerechtelijk gezag, zal het voor de distressed investor moeilijker zijn om alle nodige informatie te verkrijgen waarmee hij een aantrekkelijk bod kan uitbrengen. Hij zal zich moeten baseren op de informatie die hij van de vereffeningsdeskundige verkrijgt waardoor opnieuw het belang van deze figuur wordt aangetoond. Daarnaast wijst Ouchinsky op de wettelijke verplichting die bij de schuldenaar ligt om de nodige relevante informatie beschikbaar te maken voor de mogelijke overnemers.²⁵⁰ De schuldenaar moet er namelijk voor zorgen zodat de kandidaat-investeerders voldoende geïnformeerd zijn over activa en passiva van de onderneming waardoor partijen die wel reeds beschikken interne door hun hoedanigheid geen oneerlijk voordeel hebben.²⁵¹
- 155.** Opdat een offerte in aanmerking kan worden genomen, moet de door de overnemer geboden prijs voor alle verkochte of overgedragen activa gelijk zijn aan of hoger zijn dan de vermoedelijke waarde van gedwongen tegeldemaking in geval van faillissement of vereffening.²⁵² Verder zal de overnemer in de offerte moeten aangeven welke van de lopende overeenkomsten die niet *intuiti personae* zijn afgesloten tussen de onderneming en een derde hij wenst over te nemen.²⁵³ De overnemer wordt verplicht om bij de overname van één of meerdere lopende overeenkomsten, ook de bijhorende schulden mee over te nemen. Dit is verschillend dan bij een overname van een deel of een geheel van de overgebleven activa van een onderneming na faillissement. Bij deze overname dient namelijk de bijhorende schuld niet worden overgenomen, maar anderzijds kunnen de contractanten ook niet worden verplicht dat de overeenkomsten worden overgenomen.²⁵⁴ Deze lopende overeenkomsten, en dus het behoud van cliënteel, zijn meestal van vitaal belang voor de onderneming om in de toekomst terug financieel gezond te worden.²⁵⁵ De distressed investor zal steeds moeten afwegen of de schulden die verbonden zijn aan de overeenkomsten opwegen ten opzichte van de opbrengsten uit deze overeenkomsten aangezien de schulden mee over gaan op de overnemer.²⁵⁶

²⁵⁰ N. OUCHINSKY, "La nouvelle procédure de réorganisation judiciaire publique", in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 24-26.

²⁵¹ N. OUCHINSKY, "La nouvelle procédure de réorganisation judiciaire publique", in *Aspects pratiques et réforme du droit de l'insolvabilité*, Anthemis, 2024, 25-26..

²⁵² Art. XX. 87, §1 WER.

²⁵³ Art. XX. 87, §3 WER; J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 72.

²⁵⁴ *Ibid*;

²⁵⁵ J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 72.

²⁵⁶ J. DERAMMELAERE, "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 72-73.

156. De invloed van het arrest Plessers op de keuze van de werknemers bij de overdracht onder gerechtelijk gezag.

Wanneer de distressed investor een offerte opstelt zal hij ook rekening moeten houden met de werknemers van de onderneming en het bijhorende sociaal passief.²⁵⁷ Werknemers zijn essentieel voor de onderneming en de regels die van toepassing zijn op deze situatie zullen door de distressed investor strikt moeten worden nageleefd. Daarnaast is het mogelijk dat de rechter tijdens de beoordeling van de verschillende offertes het aantal werknemers dat wordt behouden als doorslaggevend criterium kunnen gebruiken. Zoals hierboven reeds aangegeven zal in het bod nauwkeurig moeten worden opgenomen welke werknemers de overnemer wenst mee over te nemen en welke werknemers geen plek hebben zijn toekomstplannen.

In de nasleep van het arrest Plessers moet de van de overnemer gebaseerd zijn op basis van technische, economische en organisatorische redenen en dewelke moet gebeuren zonder verboden differentiatie.²⁵⁸ Mevrouw Plessers was één van de werknemers die niet werd overgenomen in het kader van een procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag. Mevrouw Plessers startte tegen deze beslissing een procedure bij de arbeidsrechtbank en voerde onder meer aan dat het oude artikel 61, lid 3 van de Wet Continuïteit Ondernemingen in strijd was met de Europese richtlijn 2001/23/EG en daarnaast niet voldaan was aan de uitzondering van artikel 4, lid 1 van richtlijn 2001/23/EG.²⁵⁹

Het Europees Hof van Justitie oordeelde onder andere de procedure van een overdracht onder gerechtelijk gezag niet kon worden gelijkgesteld aan een procedure van een faillissement of een soortgelijke procedure. Ook oordeelde het Hof dat de procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag voornamelijk het behoud van de onderneming tot doel had en niet de liquidatie. De wetgever heeft hier onder meer door de Omzettingwet ervoor gezorgd dat nu aan de door het Hof opgelegde voorwaarden is voldaan.²⁶⁰

Tot slot vervolgde het Hof zijn redenering met een uitleg van de uitzondering van artikel 4, lid 1 van richtlijn 2001/23/EG. Hoewel dit artikel bepaalt dat de overgang van een deel of het geheel van de onderneming op zich geen reden is voor ontslag van de werknemers, vormt deze bepaling "*geen beletsel voor ontslagen om economische, technische of organisatorische redenen die wijzigingen voor de werkgelegenheid met zich brengen*". Maar hier is het wel belangrijk dat de overnemer bewijst dat de ontslagen zijn ingegeven door bijkomende ETO-redenen.²⁶¹ De rechtbank dient hierdoor steeds de motivatieplicht van de overnemer in concreto te gaan beoordelen met betrekking tot elke categorie van niet overgenomen werknemers, op basis van het nieuwe artikel XX. 86, §3 WER: "*Bij het verlenen*

²⁵⁷ L. PELTZER, "PRJ et transmission d'une entreprise en continuité", *Revue des entreprises en difficulté* 2024, 4.

²⁵⁸ Art. XX. 86, §3 WER; CAO nr. 102; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 434.

²⁵⁹ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 435.

²⁶⁰ *MvT*, Parl.St. Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 76.

²⁶¹ *MvT*, Parl.St. Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 80; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 436.

*van de machtiging bedoeld in artikel XX.89 controleert de rechtbank de motivering van de keuze van de verkrijger met betrekking tot de verschillende categorieën werknemers. Indien de motivering niet behoorlijk is, kan de rechtbank de overdracht weigeren". De rechter zal deze beoordeling dus niet individueel voor elke werknemer dienen te doen.*²⁶²

157. De keuzevrijheid van distressed investor wordt op basis van deze uitspraak van het Europees Hof van Justitie strikter gereguleerd. Wanneer de distressed investor deze keuze dient te maken zal hij voornamelijk als doel voor ogen hebben dat zijn investering in waarde zal toenemen. Hierdoor zal zijn keuze voornamelijk gebaseerd zijn op economische redenen zoals de voorkeur voor werknemers die onmisbaar zijn voor de essentiële operationele activiteiten van de onderneming die vaak ook de winstgevende delen van de onderneming zijn.²⁶³ De investeerder zal op basis van bovenstaande steeds voor elke klasse van werknemers, zowel dewelke hij wenst over te nemen als dewelke niet, motiveren en dit enkel bepaalde werknemers op te nemen, steeds met inachtneming van de economische, technische en organisatorische redenen uit art. XX. 86, §3 WER, het toepasselijke CAO nr. 102 en de Europese richtlijn nr. 2001/23/EG.²⁶⁴

158. Wanneer de vereffeningsdeskundige tenslotte gunstige offertes heeft verkregen stelt hij een verslag op over de offerte waarover hij van oordeel is dat het meest gunstig is voor de onderneming en de schuldeisers. Hierna zal de vereffeningsdeskundige, de onderneming of de overnemer de rechtbank verzoeken voor de homologatie van het akkoord.²⁶⁵

159. De distressed investor zal hierdoor enerzijds de rechtbank kunnen verzoeken voor de homologatie en anderzijds de vereffeningsdeskundige van zijn offerte proberen te overtuigen. Vervolgens zal de rechtbank de verschillende biedingen beoordelen waarna hij de vereffeningsdeskundige machtigen om de activa over te dragen overeenkomstig de offerte gekozen offerte.²⁶⁶ Na de overdracht zal de vereffeningsdeskundige in de meeste gevallen vragen om zijn procedure af te sluiten en daaropvolgend zal de rechtbank de faillietverklaring of vereffening uitspreken met betrekking tot de overgebleven onderneming.²⁶⁷

2.2.5.2 Het pre-pack faillissement

160. Een volgende innovatieve en nieuwe tool die werd ingevoerd door de Omzettingwet is het pre-pack faillissement oftewel ook het stil faillissement genoemd. Een pre-pack faillissement is een besloten

²⁶² Art. XX.86, §3 WER

²⁶³ S. MANNAERTS, "WCO onder vuur - Belgische staat veroordeeld in zaak Plessers, WCO onder vuur - Belgische staat veroordeeld in zaak Plessers", https://schoups.be/nl/news_items/wco-onder-vuur-belgische-staat-veroordeeld-in-zaak-plessers.

²⁶⁴ DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 435.

²⁶⁵ Art. XX. 87, §4 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 435.

²⁶⁶ Art. XX. 90 WER.

²⁶⁷ Art. XX. 90 WER; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 437.

voorbereiding van het faillissement en een techniek die voornamelijk in de praktijk werd ontwikkeld.²⁶⁸ Het concept van een pre-pack faillissement is thans niet gloednieuw en werd reeds enkele jaren geleden voorgesteld door Koen Geens bij het opstellen van Boek XX WER. Ook Advocaat-Generaal Mengozzi heeft zich enkele jaren geleden reeds over de voordelen van pre-pack faillissementen uitgelaten.²⁶⁹

161. De inhoud en de uitwerking van het concept werden grotendeels gebaseerd op de *Nederlandse pre-pack-praktijk*, en in nasleep van enkele baanbrekende arresten van het Europees Hof van Justitie.²⁷⁰ Met de Omzettingwet werd het pre-pack faillissement uiteindelijk in het WER opgenomen onder de nieuwe titel V/III Besloten voorbereiding van het faillissement en meer bepaald in de nieuwe artikelen X.97/1 tot en met XX.97/6 WER.²⁷¹

162. Wanneer een onderneming zich in staat van faillissement bevindt, dit wil zeggen dat hij op duurzame wijze heeft opgehouden te betalen en daarnaast ook een geschokt krediet heeft, kan hij opteren voor een pre-pack faillissement.²⁷² Hoewel distressed investors voornamelijk investeren in onderneming die zich nog niet in dergelijk gevorderd stadium bevinden, heeft de wetgever met de introductie van deze mogelijk de hand uitgestoken naar investeerders die risico's durven nemen. Er was namelijk een behoefte langs de kant van de ondernemingen voor een wettelijk kader waarin de ondernemingen op vertrouwelijke wijze met hun schuldeisers kunnen onderhandelen wanneer het faillissement niet meer kan worden afgewend.²⁷³

163. Wanneer de onderneming aan de ondernemingsrechtbank verzoekt om de opening van deze procedure, wordt een beoogd curator en beoogd rechter-commissaris benoemd om in stilte een faillissement voor te bereiden.²⁷⁴ Net zoals de Herstructureringsdeskundige de centrale figuur is bij de verschillende reorganisatie procedures, zal in deze procedure de hoofdrol zijn weggelegd voor de beoogd curator en beoogd rechter-commissaris. De distressed investor die in het kader van deze procedure wenst te investeren zal hierdoor moeten proberen deze personen te overtuigen.

164. De idee van het pre-pack faillissement is om zoveel mogelijk van de *going concern-waarde* van de onderneming te behouden die bij een gewoon faillissement verloren gaat. Een onderneming als *going concern* verkopen heeft volgens de wetgever namelijk een hogere opbrengst tot gevolg dan wanneer

²⁶⁸ E. DIRIX, R. STEENNOT, H. VANHEES, "Hoofdstuk IX - Einde van de handelsactiviteit" in *Ondernemingsrecht in hoofdlijnen (twaalfde editie)*, 12^e editie, Bruxelles, Intersentia, 2023, p. 538.

²⁶⁹ HvJ 29 maart 2017, nr. C- 126/16, ECLI:EU:C:2017:241, concl. P. Mengozzi

²⁷⁰ MvT, *Parl.St.* Kamer 2016-2017, nr. 54-2407/001, 339-342; F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 439.

²⁷¹ R. AYDOGDU, "L'Amendement : Pour une prepack cession efficace : la préparation privée d'un transfert sous autorité judiciaire", *TRV-RPS* 2024, 106.

²⁷² MvT, *Parl.St.* Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 82.

²⁷³ C. ALTER, "Procédure de réorganisation judiciaire privée (pre-pack plan): fonctionnement et applications", in *Aspects pratique et réforme du droit de l'insolvabilité*, *Anthemis* 2024, 153.

²⁷⁴ Art. XX. 97/2 WER; DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 439; C. ALTER, "Procédure de réorganisation judiciaire privée (pre-pack plan): fonctionnement et applications", in *Aspects pratique et réforme du droit de l'insolvabilité*, *Anthemis* 2024, 153.

een onderneming stuksgewijs wordt verkocht.²⁷⁵ Dit komt mede doordat een gewoon faillissement namelijk een veel langzamer en moeizamer proces is waarbij vaak reputatieschade aan de onderneming wordt berokkend, met daarnaast een globale toestand van onzekerheid die erbij te pas komt.²⁷⁶ Ook zullen de operationele activiteiten van de onderneming bij een gewone faillissementsprocedure stilvallen met een waardeverlies tot gevolg. Het pre-pack faillissement onderscheidt zich dan ook van het gewoon faillissement doordat het een veel snellere procedure is. De rechtbank doet namelijk binnen de drie werkdagen na neerlegging van het verzoekschrift reeds een uitspraak over de opening van de procedure.²⁷⁷

- 165.** Door middel van de introductie van een pre-pack faillissement beoogt de wetgever dan ook om hogere opbrengst te verkrijgen om de bestaande schuldeisers zo goed als mogelijk, en meer dan bij een gewoon faillissement, terug te betalen met daarnaast de focus op het behoud van werkgelegenheid.²⁷⁸ Dit idee van het pre-pack faillissement werd opgenomen in het nieuwe artikel XX. 97/1, §3 WER:

§ 3. De schuldenaar toont bij zijn verzoekschrift aan dat met deze wijze van voorbereiding van het faillissement:

- de vereffening van de onderneming wordt vergemakkelijkt waarbij een zo hoog mogelijke uitbetaling aan de gezamenlijke schuldeisers wordt bereikt; en*
- de werkgelegenheid zo veel mogelijk kan worden behouden.²⁷⁹*

- 166.** De onderneming in kwestie zal hiervoor een verzoekschrift moeten neerleggen bij de ondernemingsrechtbank. In dit verzoekschrift dat hij neerlegt zal de onderneming effectief moeten bewijzen dat de voorbereiding van een pre-pack faillissement, waarbij in discretie en op zeer korte termijn een overnemer kan worden gevonden voor de activiteiten van de onderneming, zowel gunstig is voor de schuldeisers alsook voor de huidige werknemers.²⁸⁰

- 167.** Ook hebben deze korte termijnen een weerslag op de mogelijkheden van de distressed investors. Zo zal zullen de investeerders maar beperkte tijd hebben om hun bod op te stellen en uit te brengen. Door de tijdsdruk is het moeilijker om alle relevante informatie over de onderneming te verwerven, te analyseren en correct te waarderen. De investeerder heeft namelijk nog steeds een meerwaarde voor ogen wanneer hij een bod uitbrengt dat anderzijds ook competitief zal moeten zijn met de andere bidders.

- 168.** De functie van een beoogd curator en beoogd rechter-commissaris houdt voornamelijk in dat zij de voorbereiding van het pre-pack faillissement ondersteunen en de belangen van de gezamenlijke

²⁷⁵ MvT, Parl.St. Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 80.

²⁷⁶ DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", TRV-RPS 2023, 439.

²⁷⁷ Art. XX. 97/1, §2 WER.

²⁷⁸ MvT, Parl.St. Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 80; E. BOGAERTS, "Dé gids voor vennootschappen", Wolter Kluwers, 2023, 594.

²⁷⁹ Art. XX. 97/1, §3 WER.

²⁸⁰ MvT, Parl.St. Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 81.

schuldeisers vertegenwoordigen.²⁸¹ Daarnaast houden zij ook toezicht bij de onderneming in kwestie. De opening van een besloten voorbereiding van het faillissement heeft namelijk niet tot gevolg dat de schuldenaar de controle verliest over de onderneming. De schuldenaar blijft met andere woorden een *debtor-in-possession*. Dit heeft tot gevolg dat de schuldenaar en de schuldeisers tijdens de voorbereiding het recht behouden om het effectieve faillissement aan te vragen.²⁸²

169. Vervolgens betekent dit ook dat een pre-pack faillissement volledig onder de radar van de buitenwereld blijft. De voorbereiding van het faillissement gebeurt namelijk discreet en achter gesloten deuren zodat mogelijke negatieve effecten die bij een faillissement komen kijken, worden vermeden.²⁸³ De besloten voorbereiding van het faillissement geeft onderneming met andere woorden de kans om in relatieve rust te onderhandelen over de uitwerking van het faillissement. Anders dan de gerechtelijke reorganisatieprocedures wordt de besloten voorbereiding van het faillissement dus niet gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad.²⁸⁴ In sommige gevallen zal de buitenwereld ook op de hoogte zijn van de intentie van de onderneming om te kiezen voor een besloten voorbereiding van een faillissement. Dit kwam bijvoorbeeld voor bij de hele saga rond bus-bouwer Van Hool. Doordat de vakbonden kennis kregen van de mogelijke plannen van de directie, domineerde de Van Hool saga enkele weken in de Vlaamse Media.²⁸⁵ Door deze media-aandacht werden bepaalde potentiële investeerders als '*redders van alle problemen*' gezien waardoor ze enorme steun verkregen van de werknemers. Voor een distressed investor kan deze media-aandacht mogelijk voordelig in een zo goed als nooit voorkomende situatie waarin de beoogd curator, de beoogd rechter-commissaris en uiteindelijk ook de rechter zich deels laten leiden door de publieke opinie en niet enkel op basis van de inhoud van het plan.

170. In de memorie van toelichting en de rechtsleer wordt toegelicht dat de bepalingen van de besloten voorbereiding van het faillissement voornamelijk een anti-misbruik bepalingen uitmaken.²⁸⁶ De wetgever beoogt namelijk de rechten van de schuldeisers en de werknemers te beschermen tegen de *auto-cessie* waarbij een insider op voorhand als enige volledig werd ingelicht over de toestand van de onderneming. Later bij het effectieve faillissement van de onderneming kan de insider dan makkelijk als enige een relevant bod doen tot overname van de activa, nog steeds met een stevige korting uiteraard. Door middel van het toezicht en de ondersteuning door de beoogd curator en de beoogd rechter-commissaris wordt deze informatie-asymmetrie tussen insiders en outsiders binnen de perken gehouden.²⁸⁷ Op basis van deze regels heeft de distressed investor zekerheid dat er geen informatie-asymmetrie bestaat tussen hem en de andere geïnteresseerde overnemers.

²⁸¹ Art. XX. 97/3, eerste lid WER; *Ibid*.

²⁸² *Ibid*.

²⁸³ *MvT, Parl.St. Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 80*.

²⁸⁴ B. DE MOOR, M. CALLEBAUT, S. ONDERBEKE & A. DAPONTE, "Debt-to-equity-swaps in the context of reorganisation proceedings", *DAOR* 2022/1 (nr. 141), 6.

²⁸⁵ D. BAERT, S. GROMMEN, *VDL en Schmitz Cargobull mogen Van Hool dan toch overnemen, curator: "Konden niet langer wachten"*, <https://www.vrt.be/vrtnws/nl/2024/04/10/overname-busbouwer-van-hool>.

²⁸⁶ *MvT, Parl.St. Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 82*; DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 441.

²⁸⁷ *MvT, Parl.St. Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 81*.

171. Door de beoogd curator en de beoogd rechter-commissaris wordt een uitgebreide analyse gemaakt waarbij alle activa en passiva van de onderneming duidelijk worden alsook de waarde van alle verschillende takken van de onderneming apart. Het is namelijk mogelijk dat er een hogere opbrengst wordt verkregen wanneer de verschillende delen van de onderneming apart worden verkocht aan verschillende overnemers, dan wanneer het geheel wordt verkocht aan één investeerder. De geïnteresseerde investeerder zal deze informatie ook proberen te verwerven zodat hij een meer op maat gemaakt bod zal kunnen uitbrengen.

172. Nadat de geïnteresseerde investeerders zijn geïdentificeerd zal met hen onderhandeld worden met betrekking tot prijs die zij wensen te betalen voor het geheel of een deel van de onderneming en welke werknemers zij daarnaast wensen over te nemen. Het vooropgestelde doel betreft nog steeds een zo hoog mogelijke waarde te bekomen voor de bestaande schuldeisers alsook het behoud van zoveel mogelijk werknemers.

173. De invloed van het arrest Heiploeg op de keuze van de werknemers bij de besloten voorbereiding van het faillissement.

Zoals reeds eerder werd aangehaald hebben ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden vaak een aanzienlijk sociaal passief met een significante impact op de economische positie van de onderneming tot gevolg. Voor investeerders is het daarom niet aantrekkelijk om dit omvangrijke sociaal passief mee over te nemen omdat dit de kans verkleint dat hun investering rendeert. In de praktijk willen zulke investeerders, vaak distressed investors, dan ook dat het sociaal passief van de *Target-vennootschap* zo miniem als mogelijk is met een voorkeur dat het sociaal passief in zijn geheel niet moet worden overgenomen. Aangezien de rechten van werknemers onder Europese en Belgische wetgeving op heel wat vlakken is beschermd, is de wens van de investeerders niet altijd mogelijk. De afgelopen jaren heeft het Europees Hof van Justitie met enkele baanbrekende arresten haar visie over de bescherming van de rechten van de werknemers uiteengezet. Omtrent de besloten voorbereiding van het faillissement is voornamelijk de visie van het Hof in het recente arrest Heiploeg uitermate van belang in het kader van dit onderzoek.

Het Europees Hof van Justitie heeft met het arrest Heiploeg eindelijk het licht op groen gezet voor een wettelijk vastgelegd pre-pack faillissement. In het verleden vormden de arresten Smallsteps en Plessers van het Europees Hof van Justitie met betrekking tot werknemersbescherming, opgenomen in de Europese richtlijn nr. 2001/23/EG die de arbeidsovereenkomsten en arbeidsbetrekkingen van de werknemers regelt in het geval van de overgang van een deel of het geheel van een onderneming, een bron voor rechtsonzekerheid. Het Hof was namelijk niet consistent in zijn uitspraken met betrekking tot het toepassingsbereik van de in artikel 5, lid 1 van de richtlijn bedoelde uitzondering

valt.²⁸⁸ Op basis van deze uitzondering heeft de overnemer wel of niet de mogelijkheid om een keuze te maken tussen de verschillende werknemers die hij wenst over te nemen.²⁸⁹ Hierdoor werd door veel Europese insolvent praktici voor lange tijd met veel spanning uitgekeken naar het arrest Heiploeg en het standpunt dat het Europees Hof van Justitie hier in nam.

Het Europees Hof van Justitie heeft in het arrest Heiploeg de twee prejudiciële vragen van de Hoge Raad beantwoord. Ten eerste oordeelt het Hof dat de procedure die werd gebruikt met betrekking tot de regeling van de overname van het Heiploeg-concern, wel degelijk als faillissementsprocedure of soortgelijke procedure wordt omvat.²⁹⁰ Ook aan de vereiste van het liquidatieoogmerk wordt volgens het Hof voldaan, met als argumentatie dat de overdracht die voor het verzoek en uitspraak van het faillissement hier niets aan verandert.²⁹¹ Op deze basis oordeelt het Hof dan ook dat aan de eerste en tweede voorwaarden van de uitzondering die vervat zit in artikel 5, lid 1 van de richtlijn is voldaan.

In de rechtsleer wordt de uitspraak van het Hof aanzien als een problematische gevalsbenadering. Het Hof oordeelt enerzijds namelijk dat elke nationale rechter afzonderlijk in elke zaak moet nagaan of de pre-pack procedure gericht is op de liquidatie van de onderneming en meer bepaald een liquidatie van de activa van de verkoper.²⁹²

174. Ook met betrekking tot Distressed Investing heeft het standpunt van het Hof in het arrest Heiploeg een invloed. Doordat het Hof oordeelt dat een besloten voorbereiding van het faillissement onder de uitzondering van artikel 5, lid 1 van de Europese richtlijn nr. 2001/23/EG kan vallen, maar dit nog steeds door de rechter zal moeten worden beoordeeld.

175. Met de Omzettingwet heeft de Belgische wetgever zo goed als mogelijk geprobeerd om voor rechtszekerheid te zorgen met de nieuwe artikels XX. 97/1 tot en met XX. 97/6 WER. Volgens bepaalde auteurs is het hierdoor zeker, ondanks dat de rechter dit nog steeds zal moeten beoordelen, dat de procedure van de besloten voorbereiding van het faillissement onder de bovenvermelde uitzondering valt.²⁹³ De auteurs komen tot deze conclusie op basis van de wetgeving die in lijn is met de visie van het Hof in het arrest Heiploeg en de bewoording die is opgenomen te waarborging hiervan in artikel XX. 97/1, §3 WER en verder.²⁹⁴

²⁸⁸ F. DE LEO, "Heiploeg: Europees Hof van Justitie geeft groen licht voor een wettelijk vastgelegde pre-pack of stil faillissement", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2022/04/28/heiploeg-europees-hof-van-justitie-geeft-groen-licht-voor-een-wettelijk-vastgelegde-pre-pack-of-stil-faillissement/>.

²⁸⁹ *Ibid.*

²⁹⁰ *Ibid.*

²⁹¹ F. DE LEO, "De overdracht van een onderneming in reorganisatie en faillissement: de stand van zaken na Smallsteps, Plessers en Heiploeg", *R.D.C.-T.B.H.*, 2022/6, p. 773.

²⁹² F. DE LEO, "De overdracht van een onderneming in reorganisatie en faillissement: de stand van zaken na Smallsteps, Plessers en Heiploeg", *R.D.C.-T.B.H.*, 2022/6, 775.

²⁹³ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 443.

²⁹⁴ *Ibid.*

- 176.** Voor Distressed Investors zorgen de nieuwe artikels met betrekking tot de besloten voorbereiding van het faillissement voor extra graad van zekerheid bij potentiële investeringen. Hoewel Distressed Investors gewend zijn aan risicovolle situaties, is een al dan niet juridisch getouwtrek over het feit dat alle werknemers van een *Target-vennootschap* moeten worden opgenomen een situatie die met voorkeur te vermijden valt. Deze *deal certainty* heeft namelijk een potentieel significante impact op de overnameprijs die zal worden geboden door de Distressed Investors op de onderneming die zich in financiële moeilijkheden bevindt.²⁹⁵ Wanneer het sociaal passief van een onderneming zal moeten worden mee overgenomen zal de geboden prijs vele malen lager liggen dan wanneer dit niet het geval is. Ook het ogenblik wanneer men met zekerheid te weten komt of de potentiële overname via een pre-pack faillissement onder de uitzondering van artikel 5, lid 1 van de richtlijn heeft invloed op het al dan niet afspringen van een mogelijke deal.
- 177.** De wetgever biedt mijns inziens een zo hoog mogelijke graad van rechtszekerheid met de nieuwe artikels in het WER. Dit heeft de wetgever voornamelijk gedaan op basis van een uitbundige analyse van de Nederlandse pre-pack procedure alsook door voldoende rekening te houden met de standpunten van het Hof in de bovenstaande arresten. Mijns inziens vormt de besloten voorbereiding van het faillissement voor Distressed Investing dan ook een nieuwe opportuniteit. Ten eerste bevindt de onderneming die opteert voor een pre-pack procedure zich reeds in een situatie waarbij het faillissement onafwendbaar is, waardoor een potentiële investeerder de touwtjes in handen heeft tijdens de onderhandelingen. De Distressed Investors waarmee onderhandeld wordt zijn met andere woorden de ultieme redders in nood.
- 178.** Samen met het feit dat het mogelijk is om het sociaal passief niet mee over te nemen, kan de overnameprijs worden gedrukt, steeds met de idee dat zoveel mogelijk werkgelegenheid moet worden behouden en daarnaast uiteraard ook de idee dat schuldeisers zo goed als mogelijk moeten worden uitbetaald. Ook het feit dat de procedure zich onder de radar van de buitenwereld afspeelt geeft enkel voordelen. Zo zal het negatieve stigma dat er bestaat bij onder een normale faillissementsprocedure hier niet van toepassing zijn. Derden, voornamelijk klanten en leveranciers, zijn namelijk niet op de hoogte van de onderhandelingen, waardoor ze hun overeenkomsten met de onderneming dan ook minder snel om deze reden zullen opzeggen. Dit is dan ook weer voordelig voor Distressed Investors aangezien het behoudt van bestaande relaties met derden de kans op een positief rendement uit hun investering enkel reëler maakt.
- 179.** Voorts bevat het plan zeer gedetailleerd alle aspecten van de overname en wordt dit plan op een relatief korte termijn opgesteld. Deze korte termijn, en meer bepaald de korte termijn waarbinnen de beoogd curator en de beoogd rechter-commissaris zijn aangesteld brengt extra druk op de onderhandelingen ten voordele van de distressed investors. Indien de onderhandelingen afspringen en geen deal wordt

²⁹⁵ F. DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 443.

bereikt, hebben de distressed investors steeds mogelijkheid om hun slag te slaan door een overname na de uitspraak van een normaal faillissement van de onderneming in kwestie.

180. Eenmaal de onderneming, steeds als *debtor-in-possession* en samen met de beoogd curator en beoogd rechter-commissaris, de verschillende biedingen heeft geanalyseerd, zullen de beste biedingen in een plan worden opgenomen waarna dit zal worden overgelegd aan de ondernemingsrechtbank. De eigenlijke overdracht van de onderneming op basis van de voorbereiding gebeurt pas na de effectieve faillietverklaring door de ondernemingsrechtbank en volgens de klassieke regels van het faillissementsrecht. Dit gebeurt enkel nadat de rechtbank het plan heeft getoetst en oordeelt dat het doel, namelijk een hogere opbrengst voor de schuldeisers alsook het behoud van de werkgelegenheid, kan worden bereikt.²⁹⁶

2.2.5.3 Overname na faillissement

181. De laatste mogelijkheid die wordt onderzocht in deze masterscriptie is de mogelijkheid van distressed investors om een onderneming over te nemen na uitspraak van het faillissement. Hoewel de Herstructureringsrichtlijn of de Omzettingwet deze mogelijkheid en de relevante regelgeving niet significant hebben gewijzigd, is een overname uit faillissement gerelateerd aan pre-pack faillissementen zoals hierboven beschreven.

182. Wanneer een schuldenaar op duurzame wijze heeft opgehouden te betalen en een krediet geschokt heeft, bevindt hij zich in staat van faillissement.²⁹⁷ Een verzoek aan de ondernemingsrechtbank tot opening van een faillissementsprocedure kan worden verricht door de schuldenaar zelf maar ook door middel van een dagvaarding door een of meerdere schuldeisers, het openbaar ministerie of de voorlopig bewindvoerder.²⁹⁸ De schuldenaar daarnaast verplicht om de rechtbank bepaalde documenten aan te leveren zoals bepaald in de artikel XX. 102 WER en verder. Wanneer de insolventierechtbank van oordeel is dat aan de voorwaarden van het faillissement is voldaan, zal deze een curator aanstellen die wordt belast met de vereffening en verdeling en zal de beslissing van het faillissement worden gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad.²⁹⁹ De vereffening en verdeling van de overgebleven activa van de onderneming vormt namelijk het centrale idee van een faillissementsprocedure. Doordat een curator wordt aangesteld om deze handelingen te stellen, betekent dit ook dat de schuldenaar niet meer de controle heeft over de onderneming. Hij is met andere woorden dus geen *debtor-in-possession*.³⁰⁰

183. De curator beoogt om de overgebleven activa van de failliet verklaarde onderneming namelijk zo veel mogelijk te laten opbrengen om aan de schuldeisers uit te betalen op basis van de volgorde, rekening houdende met de samenloop, zekerheden, rangorde zoals opgenomen in boek XX van het WER. De

²⁹⁶ MvT, Parl.St. Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 81.

²⁹⁷ Art. XX. 99 WER.

²⁹⁸ Art. XX. 100 WER.

²⁹⁹ Art. XX. 104 WER.

³⁰⁰ Ibid.

curator zal, rekening houdend met de aard van de goederen, samenwerken met de bevoorrechte schuldeisers om te beoordelen op welke wijze de overgebleven activa het best worden verkocht. Zo zullen ze samen bepalen wat de meest gunstige manier is om de goederen te verkopen en de hoogste opbrengst zal kunnen worden verkregen. Het belang van de schuldeisers staat hierbij steeds voorop.³⁰¹ De mogelijke verkoopmethoden kunnen variëren, zoals een uitverkoop ter plaatse uit de hand bij bijvoorbeeld bij een kleine winkel, een openbare veiling onder toezicht van een gerechtsdeurwaarder bij een onderneming met diverse machines of zelfs de overdracht van de gehele bedrijfstak.³⁰²

184. De ervaring van de curator speelt hierbij een cruciale rol. Hij zal zorgvuldig moeten afwegen welke aanpak het meest geschikt is voor het faillissement dat hij behandelt.³⁰³ Voor distressed investors vormt de overname van de overgebleven activa ook een opportuniteit. Op basis van zijn expertise en ervaring kan de investeerder oordelen dat bepaalde activa of bijvoorbeeld een volledige bedrijfstak van een onderneming potentieel winstgevend kan zijn nadat de huidige schuldenlast is verdwenen. De schulden, zowel de bestaande openstaande leningen alsook het sociaal passief, van de onderneming gaan namelijk niet over op de nieuwe eigenaar op basis van de overname.

185. De investeerder die interesse heeft in een deel of het geheel van de activa van de onderneming, kan met de curator gaan onderhandelen over de overnameprijs en de werknemers die hij wenst over te nemen. Aangezien de onderneming zich in staat van faillissement bevindt, zal de overnameprijs veel lager zijn dan de waarde die de activa zou hebben als deel van een financieel gezonde onderneming. De investeerder zal een bod moeten uitbrengen met betrekking tot de activa die hij wenst over te nemen en kan bijvoorbeeld proberen druk uit te oefenen op de curator. Wanneer een curator niet veel ervaring heeft kan de investeerder met al zijn ervaring proberen de curator te verleiden tot een gunstigere overnameprijs. Ook kan de investeerder de curator proberen te overtuigen dat zijn bod het beste is omdat hij bijvoorbeeld zich engageert om een hoger aantal werknemers over te nemen dan de andere concurrerende bidders.

186. De lopende overeenkomsten met inbegrip van de overeenkomsten met de werknemers zullen niet automatisch worden beëindigd door het faillissement.³⁰⁴ Dit geldt ook voor de lopende arbeidsovereenkomsten op basis van artikel 26 van de Arbeidsovereenkomstenwet aangezien het faillissement of het kennelijk onvermogen van de werkgever op zichzelf geen gevallen zijn van overmacht die een einde stellen aan de verplichtingen van de partijen.³⁰⁵ De curator zal hierdoor moeten beslissen om de lopende overeenkomsten te beëindigen of deze verder te zetten.³⁰⁶

³⁰¹ B. VANDER MEULEN, "Praktische gids voor Faillissementscuratoren", 213.

³⁰² *Ibid.*

³⁰³ *Ibid.*

³⁰⁴ J. DE VREESE, M. DE GREVE, "De gevolgen van een faillissement voor het personeel", *Oriëntatie* 2020/5, Wolter Kluwers, 174.

³⁰⁵ *Ibid.*

³⁰⁶ M. STORME, "Zekerheden- en Insolventierecht", versie 2024, insolventierechtclean2024 (kuleuven.be).

187. Belangrijk hierbij is hoofdstuk III van CAO nr. 32bis dat ook van toepassing kan zijn wanneer bepaalde werknemers na een faillissement worden overgenomen.³⁰⁷ De regeling vervat in hoofdstuk III van CAO nr. 32bis met betrekking tot de overname van werknemers na faillissement heeft als idee dat de werknemers zich in een gelijksoortige situatie bevinden als wanneer de werknemers betrokken waren bij een normale overgang van onderneming.³⁰⁸ Deze regeling is enkel van toepassing wanneer de activa worden overgenomen binnen de twee maanden na het faillissement en deze termijn kan worden verlengd tot maximaal zes maanden.

188. Daarnaast stellen J. De Vreese en M. De Greve dat deze regeling ook enkel van toepassing is op werknemers die uiterlijk binnen een termijn van 4 maanden na de overname van activa worden overgenomen. De overgenomen werknemers moeten op het moment van de overname niet noodzakelijk nog gebonden zijn door een arbeidsovereenkomst met de failliete onderneming. De werknemers moeten wel nog een arbeidsovereenkomst hebben gehad op datum van het faillissement of ontslagen zijn geweest tijdens de periode van één maand voor de datum van het faillissement, op voorwaarde dat die werknemers recht hadden op een verbrekingsvergoeding en zij deze verbrekingsvergoeding nog niet uitbetaald hebben gekregen.³⁰⁹ De overnemer dient wel de individuele arbeidsvoorwaarden van de werknemers niet te behouden. Hij heeft de vrijheid om deze aan te passen maar dient wel rekening te houden met de anciënniteit van de werknemers. Tot slot kunnen de werknemers steeds weigeren om de te worden overgenomen door de overnemer waardoor zij een beëindigingsvergoeding van de failliete onderneming kunnen vorderen.³¹⁰

189. Deze uitzondering van hoofdstuk III van cao nr. 32bis geeft aan de investeerders de vrijheid om zelf te kiezen welke werknemers zij wensen over te nemen en aan welke voorwaarden. De werknemers bevatten namelijk in bepaalde gevallen essentiële knowhow om de overgenomen activa in de toekomst terug winstgevend te maken.

2.2.6 Wet van 28 December 2023 - Wijziging van de fiscale behandeling van schuldherschikking via reorganisatieakkoorden.

190. Met de Wet van 28 December 2023 heeft de wetgever eindelijk een gelijkstelling van de fiscale behandeling ingevoerd met betrekking tot schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden.³¹¹ Deze wet, met hoofdzakelijk de wijziging van artikel 48 en 49 van het Wetboek van de Inkomstenbelastingen 1992, komt er in navolging van de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingwet. Hoewel deze fiscale verandering niet gezien kan worden als een *tool* voor distressed investors, zullen de wijzigingen een

³⁰⁷ X, "Verandering van werkgever in geval van overname van activa na faillissement", Verandering van werkgever in geval van overname van activa na faillissement | Federale Overheidsdienst Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg (belgie.be).

³⁰⁸ J. DE VREESE, M. DE GREVE, "De gevolgen van een faillissement voor het personeel", *Oriëntatie* 2020/5, Wolter Kluwers, 182.

³⁰⁹ J. DE VREESE, M. DE GREVE, "De gevolgen van een faillissement voor het personeel", *Oriëntatie* 2020/5, Wolter Kluwers, 183.

³¹⁰ *Ibid.*

³¹¹ Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen, *BS* 29 december 2023, 125021.

belangrijke invloed hebben in de praktijk. Investeerders zullen namelijk steeds proberen fiscaal optimaal te handelen. Hierdoor is het onzes inziens ook belangrijk om deze analyse op te nemen in dit onderzoek.

- 191.** Zoals reeds eerder uitgebreid uiteengezet in dit onderzoek, zijn er in het boek XX WER verschillende mogelijkheden omtrent het afsluiten van reorganisatieakkoorden. Zowel buitengerechtelijke, gerechtelijke, minnelijke of collectieve reorganisatieakkoorden kunnen worden afgesloten, waarbij de kwijtschelding van bepaalde schulden bijna steeds een essentieel onderdeel vormt.³¹² Tot dusver bestond er in de algemene fiscale regels een fiscale ongelijke behandeling tussen de schuldeisers en de schuldenaars afhankelijk van de manier waarop de reorganisatie tot stand was gekomen.³¹³
- 192.** Voor schuldeisers resulteert een kwijtschelding van bepaalde schulden in een waardevermindering of voorziening op zijn schuldvordering ten opzichte van de schuldenaar. Op basis van de fiscale regels opgenomen in het Wetboek van de Inkomstenbelastingen 1992 zijn deze waardeverminderingen en voorzieningen slechts aftrekbaar in een bepaald belastbaar tijdperk indien zij in dat belastbaar tijdperk *"werkelijk zijn betaald of gedragen of het karakter van zekere en vaststaande schulden of verliezen hebben verkregen en als zodanig zijn geboekt"*.³¹⁴ Waardeverminderingen en voorzieningen worden hierdoor behandeld net zoals de overige beroepskosten, maar aangezien deze vaak niet zeker en vaststaand zijn werd in artikel 48 van het Wetboek van de Inkomstenbelasting 1992 een alternatief voorzien. De waarderingen en voorzieningen die nog niet zeker en vaststaand waren konden hierdoor toch uitgesloten worden uit de belastbare winst van een onderneming wanneer zij "geboekt werden om het hoofd te bieden aan scherp omschreven verliezen of kosten die volgens de aan de gang zijnde gebeurtenissen waarschijnlijk zijn".³¹⁵ Daarnaast worden in het KB ter uitvoering van het Wetboek van de Inkomstenbelasting 1992 nog tal van andere voorwaarden opgenomen waardoor een schuldeiser enkel in strikte gevallen de waardevermindering of voorziening op de schuldvordering zou kunnen vrijstellen van belastingen.³¹⁶
- 193.** Voor de schuldenaar daarentegen resulteert een kwijtschelding van een deel van de schulden in een uitzonderlijke opbrengst die de winst van de schuldenaar met andere woorden doet toenemen. Op basis van regels opgenomen in het Wetboek van de Inkomstenbelasting 1992 zou deze schuldenaar hierdoor een verhoging van zijn inkomstenbelasting verkrijgen, aangezien hij een hogere uiteindelijke winst

³¹² W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldverschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldverschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>.

³¹³ DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", TRV-RPS 2023, 400.

³¹⁴ Art. 49 WIB92; W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldverschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldverschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>.

³¹⁵ Art. 48 WIB92; W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldverschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldverschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>.

³¹⁶ Ibid.

verkrijgt.³¹⁷ Dit fiscaal kluwen was uiteraard niet aantrekkelijk voor schuldenaars en schuldeisers waardoor hier in het verleden reeds een alternatief fiscaal regime werd voor ingevoegd. Dit alternatief fiscaal regime werd uiteindelijk met de Wet van 28 december 2023 gewijzigd.³¹⁸

- 194.** Onder de oude regels bestond voor de schuldeiser een tijdelijke vrijstelling van de waardeverminderingen en voorzieningen bij zowel de gerechtelijke als buitengerechtelijke reorganisatie akkoorden. Deze tijdelijke vrijstelling was er gedurende de belastbare tijdperken tot en met de volledige tenuitvoerlegging van het reorganisatie akkoord.³¹⁹ Hierdoor konden de waardeverminderingen en voorzieningen definitief op basis van artikel 49 van het Wetboek van de Inkomstenbelasting 1992 worden afgetrokken op het ogenblik dat het reorganisatie akkoord effectief was uitgevoerd.³²⁰ Tijdens de uitvoering van het akkoord had de schuldeiser hierdoor de mogelijkheid om niet gebonden te zijn aan de normale regels zoals opgenomen in het Wetboek van de Inkomstenbelasting 1992.³²¹
- 195.** Voor de schuldenaar betrof deze oude regelgeving in een ongelijke behandeling wanneer hij voor een gerechtelijk reorganisatie akkoord koos dan wel voor een buitengerechtelijk reorganisatie akkoord. Wanneer de schuldenaar via een gerechtelijk akkoord de kwijtschelding van een deel of geheel van zijn schulden bewoog, werd deze uitzonderlijke winst vrijgesteld.³²² Wanneer de schuldenaar deze kwijtschelding bewoog via een buitengerechtelijk akkoord, werd er namelijk niet voorzien in deze mogelijkheid van een vrijstelling en viel de schuldenaar onder de algemene regeling. Dit had tot gevolg dat het niet fiscaal aantrekkelijk was voor een schuldenaar om samen met zijn schuldeisers een buitengerechtelijk reorganisatie akkoord af te sluiten.³²³ De nieuwe fiscale regels die werden ingevoerd met de Wet van 28 december 2023 heeft de wetgever deze fiscale discriminatie proberen op te lossen.
- 196.** De nieuwe fiscale regels blijven voorzien in de vrijstelling van de waardeverminderingen en voorzieningen voor de schuldeiser. Deze vrijstelling wordt met andere woorden zowel behouden voor gerechtelijke als ook de buitengerechtelijke reorganisatie akkoorden. Enkel de bewoording werd in deze

³¹⁷ W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldherschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>.

³¹⁸ G. GALEA, C. GUERY, "Debt waivers in the context of reorganisations: The end of the tax asymmetry!", <https://www.fieldfisher.com/en/locations/belgium/insights/debt-waivers-in-the-context-of-reorganisations-the-end-of-the-tax-asymmetry>.

³¹⁹ W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldherschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>.

³²⁰ P. SMET en T. MERTENS, *Fiscoloog* 2021, nr. 1695.

³²¹ W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldherschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>.

³²² *Ibid.*

³²³ *Ibid.*

regels aangepast met nieuwe bewoordingen en de nieuwe concepten die werden ingevoegd door de Omzettingwet.³²⁴

197. Voor de schuldeisers heeft de Wet van 28 december 2023 wel grondige wijzigingen doorgevoerd. Zo werd ten eerste de vrijstelling voor de schulden die worden kwijtgescholden onder gerechtelijke reorganisatie akkoorden ook ingevoerd voor buitengerechtelijke reorganisatie akkoorden. De ongelijke behandeling die onder de oude regels bestond werd hiermee weggewerkt. Verschillende auteurs hadden zich in het verleden namelijk reeds kritisch uitgelaten over de in fiscale gevolgen wanneer partijen voor een buitengerechtelijk reorganisatie akkoord opteerden en dat dit diende te veranderen.³²⁵ In de motie van toelichting bij de Wet van 28 december 2023 erkent de wetgever dat dit onderscheid niet irrelevant was en moest worden weggewerkt.³²⁶

198. Daarnaast heeft de wetgever ervoor gekozen om deze vrijstelling in hoofde van de schuldenaar niet meer definitief te maken.³²⁷ Met het oog op het wegwerken van de asymmetrie die er bestond tussen de definitieve vrijstelling voor de schuldenaar en de tijdelijke vrijstelling door de schuldeiser, heeft de wetgever gekozen voor een systeem waarbij ook voor de schuldenaar de vrijstelling niet meer definitief is. Onder de nieuwe regels wordt namelijk het vrijgestelde bedrag geleidelijk opgenomen in de belastbare basis van de schuldenaar *"van het derde tot en met het zesde belastbare tijdperk volgend op dat waarin de volledige tenuitvoerlegging van het minnelijk akkoord of van het plan werd bewerkstelligd, of de intrekking ervan plaatsvond, ten belope van een vierde voor elk van deze tijdperken, en uiterlijk van het belastbare tijdperk waarin de stopzetting van de werkzaamheid plaatsvindt voor het eventuele saldo"*.³²⁸ Ook wordt voor kwijtgescholden schulden die geheel of gedeeltelijk herleven een bepaling in artikel 48 van het Wetboek van de Inkomstenbelastingen 1992 opgenomen. Dit bedrag wordt namelijk opgenomen in de belastbare basis in het tijdperk waarin de herleving heeft plaatsgevonden.³²⁹

199. Tot slot wordt onder de nieuwe regels één uitzondering voorzien voor wanneer deze regels niet van toepassing zijn. Dit is wanneer op verzoek van de schuldenaar de rechtbank een gematigde termijn verleent aan één of meer van de schuldeisers waarmee geen minnelijk akkoord werd bereikt. Aangezien

³²⁴ W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldherschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>.

³²⁵ Zie onder meer: DE LEO, "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 400.

³²⁶ MvT *Parl. St.* Kamer 2022-2023, nr.55-3607/001, 125021.

³²⁷ *Ibid.*

³²⁸ Art. 48 WIB92; W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldherschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>.

³²⁹ Art. 48 WIB92; W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldherschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>; P. SMET, A. BRAY en B. DE BOCK, *Fiscoloog* 2023, nr. 1814.

volgens bepaalde auteurs het onduidelijk is wanneer deze situatie effectief van toepassing is, wordt hier niet verder op ingegaan.³³⁰

200. Invloed van de Wet van 28 December 2023 voor distressed investors.

De wijzigingen die werden ingevoerd met de Wet van 28 December 2023 en een gelijkstelling beogen omtrent de fiscale behandeling met betrekking tot schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden, zullen onzes inziens een invloed hebben op distressed investing.³³¹ Met de wet heeft de wetgever mijn inziens voornamelijk een verbeterde financiële toestand van de schatkist voor ogen gehad en niet het gunstiger maken voor ondernemingen om via reorganisatie akkoorden hun financiële moeilijkheden proberen op te lossen.

Hoewel de belastingvrijstelling voor kwijtgescholden schulden onder het nieuwe regime wordt uitgebreid naar alle soorten reorganisatie akkoorden, kan men verwachten dat dit een positieve invloed zal hebben op het aantal buitengerechtelijke reorganisatie akkoorden. De ondernemingen in moeilijkheden en de potentiële distressed investors zouden namelijk sneller via een buitengerechtelijk minnelijk akkoord kunnen benaderen om hun financiële moeilijkheden op te lossen. Onzes inziens zal de focus in de praktijk voornamelijk liggen op de afschaffing van de definitieve vrijstelling voor de schuldenaar van de kwijtgescholden schulden en de nieuwe tijdelijke vrijstelling die werd ingevoerd.

Hoewel de Herstructureringsrichtlijn en de Omzettingwet maximaal inzetten op preventieve tools voor ondernemingen die zich in financiële moeilijkheden bevinden, heeft de Wet van 28 december 2023 onzes inziens hier een negatieve impact op. Bij de opmaak van reorganisatie akkoorden zal de onderneming, en dus ook de distressed investor, rekening moeten houden met de bijkomende fiscale kosten voor de onderneming in kwestie. De bijkomende kosten hebben uiteraard een invloed op de mogelijkheden van de ondernemingen om terug financieel gezond te worden. Indien namelijk een faillissement volgt zal de fiscus, die zoals eerder vermeld vaak de belangrijkste schuldeisers zijn bij kmo's in moeilijkheden, namelijk een bevoorrechte positie innemen. Wanneer distressed investors beoordelen dat het zeer risicovol is dat hun investering in de onderneming in kwestie zal renderen, kan deze wetswijziging waardoor er in de volgende jaren extra kosten bijkomen, onzes inziens een doorslaggevend element vormen om de investering niet door te laten gaan.

³³⁰ W. GIELIS, A. LENAERTS, "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldherschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>; P. SMET, A. BRAY en B. DE BOCK, *Fiscoloog* 2023, nr. 1814.

³³¹ Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen, *BS* 29 december 2023, 125021.

3. Slotbeschouwing

- 201.** In deze masterscriptie stonden de *tools* die beschikbaar zijn voor distressed investors centraal in de huidige Belgische wetgeving centraal. Als gevolg van de opeenvolgende economische uitdagingen, zit sinds enkele jaren het concept van distressed investing namelijk in de lift. Aangezien het aantal ondernemingen in financiële moeilijkheden en faillissementen de afgelopen jaren in stijgende lijn zit, vinden ook in België steeds meer risicovolle investeringen plaats. De masterscriptie bevat een analyse van de verschillende *tools* die de Belgische wetgever ter beschikking stelt aan distressed investor na de inwerkingtreding van de Omzettingwet en de Herstructureringsrichtlijn.
- 202.** Betreffende de klassieke vormen van overnames van ondernemingen werd geanalyseerd welke voor- en nadelen een *share deal* en een *asset deal* met zich meebrengen. De Omzettingwet en de Herstructureringsrichtlijn hebben hier geen directe wijzigingen met zich mee gebracht. Uit deze analyse kan worden geconcludeerd dat de meeste voordelen voor distressed investors zich bevinden bij een *asset deal*. In bijzonder biedt een *asset deal* aan de distressed investor het voordeel dat enkel de gekozen activa worden overgenomen. De investeerder kan aan *cherry picking* doen enkel de activa overnemen waarvan hij van denkt dat ze een meerwaarde zullen opleveren. Van de grote hoeveelheid schulden die de onderneming in financiële moeilijkheden bezit zal de distressed investor zich niets moeten aantrekken aangezien deze niet automatisch naar hem overgaan.
- 203.** Omtrent de verschillende preventieve *tools* die de wetgever ter beschikking stelt, werd eerst de mogelijkheden van de distressed investors bij een procedure voor de Kamers voor Ondernemingen in Moeilijkheden onderzocht. Hieruit blijkt dat de door de Omzettingwet de mogelijkheden van de Kamers voor Ondernemingen in Moeilijkheden werden uitgebreid, maar dit slechts minieme opportuniteiten voor de distressed investor met zich meegebracht. Ten tweede werd het buitengerechtelijk minnelijk akkoord onderzocht. Hierbij werd duidelijk dat de dit een interessante *tool* kan zijn voor de distressed investors om zonder invloed van de rechtbank een akkoord te sluiten met de onderneming in financiële moeilijkheden, mede doordat de Omzettingwet door de wijzigingen heeft ingevoerd in verband met homologatie van het akkoord.
- 204.** Betreffende de gerechtelijke reorganisatieprocedures heeft de wetgever de *tools* voor distressed investors enorm uitgebreid. De Omzettingwet heeft de mogelijkheden van de distressed investors uitgebreid in zowel de openbare als de besloten procedures met onder andere de invoering van de figuur van de Herstructureringsdeskundige. Ook de verschillende systemen voor kmo's en grote ondernemingen bieden elk op zijn manier opportuniteiten voor de distressed investors. Het systeem voor de kmo's heeft als voordeel dat de distressed investors onder andere steeds de mogelijkheid hebben om de opstelling van de reorganisatieplannen te domineren door onder andere het verwerven van *blocking stakes* etc. Ook heeft de wetgever met de Omzettingwet eindelijk de techniek van *debt-for-equity swaps* aantrekkelijker gemaakt voor schuldeisers. Aangezien deze techniek reeds veel gebruikt wordt in andere rechtsstelsels zal deze mogelijkheid door de distressed investors en andere partijen met open armen

worden ontvangen. Daarnaast kan worden geconcludeerd dat onder het stelsel voor de grote ondernemingen de *cross-class cram-down* en de invoering van de APR aan distressed investors meer macht geeft om de reorganisatieprocedure te domineren.

205. Voor de distressed investor zal de procedure van overdracht onder gerechtelijk gezag in de praktijk de mooiste resultaten opleveren. De overnemer kan namelijk met een fikse korting een gedeelte of de volledige onderneming verwerven onder het toezicht van de Herstructureringsdeskundige en de rechtbank. Ook zal hij door de informatie die hem ter beschikking wordt gesteld een beter gefundeerd bod kunnen uitbrengen.

206. Daarnaast kan worden geconcludeerd dat de invoering van de besloten voorbereiding van het faillissement enorm veel mogelijkheden biedt aan de distressed investor. Hoewel op dit ogenblik nog niet veel praktijkgevallen bekend zijn, valt op basis van de wetsartikels te concluderen dat dit een aantrekkelijke piste kan vormen voor distressed investors. Vooral de keuzevrijheid van de distressed investor in verband met welke werknemers hij wenst over te nemen en de beslotenheid van de procedure bieden enorme opportuniteiten.

207. De regels omtrent de overname uit faillissement werden door de Omzettingwet niet direct beïnvloed. Toch blijft deze procedure mogelijkheden bieden aan distressed investors om een deel of het geheel van de onderneming over te nemen zonder dat men de schulden ook dient over te nemen. In het bijzonder zijn de faillissementen aantrekkelijk als zij volgen op mislukte reorganisatieprocedure waarbij de distressed investor reeds betrokken was.

208. Betreffende de wijzigingen van de fiscale regels door de Wet van 28 December 2023 kan worden geconcludeerd dat de wetgever niet altijd wetswijzigingen doorvoert in het voordeel van de distressed investor. Hoewel de fiscale gelijkstelling tussen de verschillende procedures een goede zaak vormt voor de symmetrie van de kosten en baten, zal dit niet opwegen tegen de extra kosten die ook door deze wet werden ingevoerd. De wijziging in verband met de kosten zal mogelijk een doorslaggevende rol spelen voor investeerders om de risicovolle investering niet aan te gaan.

209. Tot slot kunnen we concluderen dat de Belgische wetgever met de invoering van de Herstructureringsdeskundige een belangrijk figuur heeft gecreëerd voor de distressed investor. De Herstructureringsdeskundige zal in bijna elke reorganisatieprocedure een centrale rol en doorslaggevende rol spelen in het opstellen en de beoordeling van de reorganisatieplannen van de onderneming. De Herstructureringsdeskundige zal hierdoor onrechtstreeks de macht hebben om te oordelen of de investering van de distressed investor zal plaatsvinden of niet. We kunnen hierdoor concluderen dat de distressed investor er te alle tijden voor moet zorgen dat de Herstructureringsdeskundige zijn investeringsplannen steunt.

4. Bibliografie

4.1 Internationale wetgeving

Title 11 of the United States Code.

4.2 Europese wetgeving

Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures in zake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van de Richtlijn (EU) 2017/1132 en houdende diverse bepalingen inzake insolventie.

Art. 1, GTM-Verordening; Verord.Raad en Parlement nr. 1093/2010, 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit), tot wijziging, van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/78/EG van de Commissie, *Pb.L.* 15 december 2010, afl. 331, 12.

Verord.Raad en Parlement nr. 575/2013, 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *PB. L.* 27 juni 2013, afl. 176, 1.

Richtlijn (EU) 2001/23 van de Raad inzake de onderlinge aanpassing van de wetgevingen der lidstaten betreffende het behoud van de rechten van de werknemers bij overgang van ondernemingen, vestigingen of onderdelen van ondernemingen of vestigingen, 22 maart 2001, 0016- 0020.

4.3 Nationale wetgeving

Wet van 7 juni 2023 tot omzetting van Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures in zake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van de Richtlijn (EU) 2017/1132 en houdende diverse bepalingen inzake insolventie, *BS* 7 juli 2023, 2023031298.

Wet 25 april 2014 betreffende het statuut en het toezicht op kredietinstellingen, *BS* 7 mei 2014, 2014003194.

Wet van 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders, *BS* 17 juni 2014, 2014003229.

Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen, *BS* 29 december 2023, 125021.

CAO nr. 32bis, 7 juni 1985, betreffende het behoud van de rechten van de werknemers bij wijziging van werkgever ingevolge de overgang van onderneming krachtens overeenkomst en tot regeling van de rechten van de werknemers die overgenomen worden bij overname van activa na faillissement of

gerechtelijk akkoord door boedelafstand, algemeen verbindend verklaard bij KB, 25 juli 1985, *BS* 9 augustus 1985.

MvT, *Parl.St.* Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 725.

MvT, *Parl.St.* Kamer 2016-2017, nr. 54-2407/001, 339-342.

MvT *Parl. St.* Kamer 2022-2023, nr.55-3607/001, 125021.

Advies RvS, *Parl.St.* Kamer 2022-23, nr. 55-3231/001, 205.

NATIONALE ARBEIDSRAAD (NAR), *Advies insolventiewetgeving - voorontwerp van de wet*, 19 juli 2022, nr. 2.308, <https://cnt-nar.be/sites/default/files/documents/nl/advies-2308.pdf>.

Voorstel van wet tot omzetting van Richtlijn (EU) 2019/1023 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 en houdende diverse bepalingen inzake insolventie, *Parl.ST.* Kamer, 2022-23, nr. 3231/001.

4.4 Rechtsleer

ABBOUD, L., "Scandal-hit care home group Orpea reaches deal to restructure debt pile", *The Financial Times*, 5 februari 2023, <https://www.ft.com/content/73fad252-b6f4-40ea-b821-1debaf57eeaa>.

ALLEN, P., "Private Equity Firms and Hedge Funds' Distressed Investing Strategies in Chapter 11 and Out-of-Court Corporate Restructuring and Distressed M&A", *The Investment Lawyer* 2018, vol. 25, 6, 8.

Alter, C., "Le nouveau "transfert sous autorité judiciaire", *J.T.*, 2023, pp. 541-543.

ALTMAN, E., "The role of distressed debt market, hedge funds and recent trends in bankruptcy on the outcome of chapter 11 reorganizations", *ABI LAW REVIEW* 2013, vol. 22, 79.

AYDOGDU, R., "L'Amendement : Pour une prepack cession efficace : la préparation privée d'un transfert sous autorité judiciaire", *TRV-RPS* 2024, 106.

BAERT, D., GROMMEN, S., *VDL en Schmitz Cargobull mogen Van Hool dan toch overnemen, curator: "Konden niet langer wachten"*, <https://www.vrt.be/vrtnws/nl/2024/04/10/overname-busbouwer-van-hool>.

BALLON, G.- L., DE DECKER, H., SAGAERT, V., TERRYN, E., TILLEMANN, B., VERBEKE, A.- L. *Koop – Aandelen*, Intersentia, 2016, 436.

BELLEN, B., *Share Purchase Agreements – Belgian Law and Practice*, Antwerpen, Intersentia, 2016, 380.

BENOOT, F., VANHESSSCHE, F., "Onderzoek naar de karakteristieken van falende ondernemingen", UGent, 2012, 7, RUG01-001893240_2012_0001_AC.pdf (ugent.be).

BLOMME, E., "The new Belgian restructuring plan for large enterprises: debt-to-equity swap", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2023/07/19/the-new-belgian-restructuring-plan-for-large-enterprises-debt-to-equity-swap/>.

BLOMME, E., "The new Belgian restructuring plan for large enterprises: secured creditors no longer entitled to the reorganisation value", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2023/07/11/the-new-belgian-restructuring-plan-for-large-enterprises-secured-creditors-no-longer-entitled-to-the-reorganisation-value/>.

BOGAERTS, E., BUYDENS, B., D'HERDE, M., GARDIN, W., HEENE, M., LEDENT, S., MERTENS, D., ROELENS, M., SABLON, S., VAN BIERVLIET, C., VANDAMME, L., VERMEERSCH, T., "Dé gids voor vennootschappen", *Wolter Kluwers* 2023, 555-598.

BRULARD, Y., "Pré-Insolvency, *op. cit.*, p.12, n°17.

BRULARD, Y., COSTANTINI, A., HOUET, A., ALSTEENS, Y. WYNSDAU, S., DEBEHAULT, C., MALSCHALCK, C., ALTER, C., SAVATIC, D., BASTENIERE, J.-N., OUCHINSKY, N., DAVID, W., DE SAUVAGE, G., VAN DEN ABEELE, L., CULOT, H., LEBEAU, J.-P., "Aspects pratique et réforme du droit de l'insolvabilité", *Anthemis*, 2024, 275.

BRUTTI, D "Sovereign Debt Crises and Vulture Hedge Funds: Issues and Policy Solutions", *Boston College Law Review* 2020, vol. 61, 5, 1833.

COLAERT, V., COOLS, S., HELLEMANS, F., TERRYN, E., & VANANROYE, J., *Handboek Ondernemingsrecht*, Leuven, Acco, 2024, 573.

COOREMAN, A.-X., GELDHOF, G., "Private Equity: A Proven Model to Unfold Value", *R.B.F.-B.F.W.*, 2007/8, 498-508.

DE GROOF, B., "Nieuwe kans voor stil faillissement", *Juristenkrant* 2023, 473, 3.

DE LEO, F., "AG Hoge Raad in Heiploeg over het belang van een wettelijk kader voor pre-packs", Corporate Finance Lab, AG Hoge Raad in Heiploeg over het belang van een wettelijk kader voor pre-packs – Corporate Finance Lab.

DE LEO, F., "De overdracht van een onderneming in reorganisatie en faillissement: de stand van zaken na Smallsteps, Plessers en Heiploeg", *R.D.C.-T.B.H.*, 2022/6, p. 765-779.

DE LEO, F., "De sterken en de zwakken in reorganisatieprocedures" in Q. CORDIER, X. MINY, A. QUINTART en F. VANRYKEL (eds.), *The Strong, the Weak and the Law*, Brussel, Larcier, 2018, (263) 267-270.

DE LEO, F., "Heiploeg: Europees Hof van Justitie geeft groen licht voor een wettelijk vastgelegde pre-pack of stil faillissement", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2022/04/28/heiploeg-europees-hof-van-justitie-geeft-groen-licht-voor-een-wettelijk-vastgelegde-pre-pack-of-stil-faillissement/>.

DE LEO, F., "Het Belgische insolventierecht na de omzetting van de Europese Herstructureringsrichtlijn: een eerste overzicht", *TRV-RPS* 2023, 391-448.

DE LEO, F., BARTSTRA, W., JONKERS, A., "Recht op cash-exit onder de WHOA: doorgedreven bescherming van de sterkste schuldeisers", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2020/03/31/recht-op-cash-exit-onder-de-whoa-doorgedreven-bescherming-van-de-sterkste-schuldeisers/>.

DE LEO, F., *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Antwerpen, Intersentia, 2021, 1139.

DE MOOR, B., CALLEBAUT, M., ONDERBEKE, S. & DAPONTE, A., "Debt-to-equity-swaps in the context of reorganisation proceedings", *DAOR* 2022/1 (nr. 141), 4 v.

DE VREESE, J., DE GREVE, M., "De gevolgen van een faillissement voor het personeel", *Oriëntatie* 2020/5, Wolter Kluwers, 172-184.

DELL'ARICCIA, G., IGAN, D., MAURO, P., MOUSSAWI, H., TIEMAN, A., ZDZIENCKA, A., *The Long Shadow of the Global Financial Crisis: Public Interventions in the Financial Sector*, IMF Working Papers, 2019, 90.

DELVAUX, G., PROCUREUR, N., "Le Diagnostic Dans Le Cadre Des Difficultés Rencontrées Par L'entreprise: L'expert-Comptable Certifié, Un Acteur Incontournable", *Revue des entreprises en difficulté* 2023, afl.3, 195.

DERAMMELAERE, J., "De gevolgen van een reorganisatie- en faillissementsprocedure op de verhaalsmogelijkheden van de betrokken schuldeisers" in *Ondernemingen in moeilijkheden*, 1e editie, Brussel, Intersentia, 2019, 173.

DIRIX, E., STEENNOT, R. VANHEES, H., "Hoofdstuk IX - Einde van de handelsactiviteit" in *Ondernemingsrecht in hoofdlijnen (twaalfde editie)*, 12^e editie, Bruxelles, Intersentia, 2023, p. 505-573

ELLIAS, J., "Are Litigious Hedge Funds a Problem? A study of Activism", *ABI Journal* 2016, 28.

FELTKAMP, R., *De overdracht van schuldvordering*, Antwerpen, 2005, 136.

FRANCOIS, P., "De wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen. Over euforie en relativisme. De ervaringen van de bank als schuldeiser", *BFR* 2011, (170) 176.

FREMAT, V., DE SAUVAGE, G., GOFFIN, J. -F., BERG, S., *Continuïteit van ondernemingen*, Brussel, Intersentia, 2018, 540.

GALEA, G., GUERY, C., "Debt waivers in the context of reorganisations: The end of the tax asymmetry!", <https://www.fieldfisher.com/en/locations/belgium/insights/debt-waivers-in-the-context-of-reorganisations-the-end-of-the-tax-asymmetry>.

GIELIS, W., LENAERTS, A., "Wet van 28 december 2023 houdende diverse fiscale bepalingen (1): Wijziging fiscale behandeling van schuldherschikkingen via reorganisatieakkoorden", Corporate Finance Lab, <https://corporatefinancelab.org/2024/01/17/wet-van-28-december-2023-houdende-diverse-fiscale-bepalingen-1-wijziging-fiscale-behandeling-van-schuldherschikkingen-via-reorganisatieakkoorden/>.

GILLET, F., NACHSEM, S., "Transfert d'entreprise dans le cas spécifique des entreprises en difficulté", *Aspects sociaux de la réorganisation des entreprises en difficulté* 2022, Anthemis, 325.

GRAYDON BELGIUM, "Graydon studie Faillissementen, Eerste Trimester 2022", 2022, 51.

HARNER, M., "The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing", *Fordham Law Review* 2008, 176-171.

HARNER, M., "The corporate governance and public policy implications of activist distressed debt investing", *Fordham Law Review*, 77, 703-772.

HOLTERMAN, W., VAN DEN BERG, S., "Waardebepaling bij financiële herstructurering en de nieuwe WHOA", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 2019, 159-170.

KEATING, D., "RadLax Revisited: A Routine Case of Statutory Interpretation or a Sub Rosa Preservation of Bankruptcy Law's Great Compromise?", *AM. BANKR. INST. L. REV.* 2012, 465, 504.

KEUKELEIRE, A., WITHOFS, V., "Hoofdstuk II schuld- en contractoverdracht" in *Handboek verbintenissenrecht (tweede editie) (gebonden editie)*, 2^e editie, Bruxelles, Intersentia, 2023, p. 869-896.

Li, K., Jiang W. en WANG, W., "Hedge Funds in Chapter 11", *Oregon University paper*, 2010, 60.

LUYPAERT, M., "2016 M&A monitor, Shedding Light on M&A in Belgium", *Vlerick Business School* 2016, 28.

MANNAERTS, M., "WCO onder vuur - Belgische staat veroordeeld in zaak Plessers, WCO onder vuur - Belgische staat veroordeeld in zaak Plessers", https://schoups.be/nl/news_items/wco-onder-vuur-belgische-staat-veroordeeld-in-zaak-plessers.

MERTENS, D., BOGAERTS, E., "Nakende reorganisatie van de (gerechtelijke) reorganisatie, *R.W.*, 2023-2024, afl. 1, 2.

MISHKIN, F., "Over the Cliff: From the subprime to the Global Financial Crisis", *The Journal of Economic Perspectives*, 2011, vol. 25, 49-70.

MORRIS, H., VAN DE GRAAF, S., "Advising an Ad Hoc Committee", *Global Restructuring review*, Advising an Ad Hoc Committee - Global Restructuring Review.

MOYER, S., MARTIN, D., MARTIN, J., "A primer on Distressed Investing: Buying Companies by Acquiring Their Debt", *Journal of applied corporate finance* 2012, 59.

NICHELS, F., *TBH* 1991, 621-623.

OUCHINSKY, N., "Analyse Des Hypothèses D'intervention Des Praticiens De La Réorganisation Et Des Praticiens De La Liquidation Dans L'intérêt D'une Entreprise En Difficulté Et De Ses Stakeholders", *Revue des entreprises en difficulté* 2023, afl.3, 149.

OUCHINSKY, N., DAVID, W., "Premier commentaire des dispositions de la loi du 7 juin 2023 relatives à la procédure de réorganisation judiciaire publique", *op. cit.* p. 528, nr. 8.

PELTZER, L., "PRJ et transmission d'une entreprise en continuité", *Revue des entreprises en difficulté* 2024, 4.

QADRI, U., "Role of Corporate Identity, Image and Reputation in Investors' Behavioral Decision Making: Does Emotional Attachment Matter?", *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences* 2020, vol. 14, 120-140.

REMMINK, R., "Congresverslagen Rechtsvergelijkend Colloquium 'Executie Van Zekerheidsrechten'", *TPR* 2022, 724-725.

ROE, M., TUNG, F., "Bankruptcy and corporate reorganization: legal and financial material", *Foundation Press* 2016, 92.

SMET, P. en MERTENS, T., *Fiscoloog* 2021, nr. 1695.

SMET, P., BRAY, A. en DE BOCK, B., *Fiscoloog* 2023, nr. 1814.

STORME, M., "Zekerheden- en Insolventierecht", versie 2024, insolventierechtclean2024 (kuleuven.be).

TSCHENTSCHER, F., "Distressed M&A - The Fine Art of the Bespoke Deal", <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dl/Documents/legal/Deloitte%20Legal%20Webcast%2014.02.2024%20EN.pdf>.

VAN GOMPEL, J., *Faillissementsgolf die er niet kwam nu toch op komst?*, 2022, multimediafiles.kbcgroup.eu/uploadpdf/EO20220421N.pdf.

VANDER MEULEN, B., "Praktische gids voor Faillissementscuratoren", 203-241.

VANDEWEYER, T., "Overdracht van aandelen van een operationele vennootschap door een natuurlijke persoon: haalbare structureringsvormen en fiscale analyse", *Vermogensrecht in de Praktijk* 2021, 14.

VERVENNE, W., "De Belgische economie groeit sneller dan verwacht", *De Tijd* 2017, <https://www.tijd.be/politiek-economie/belgie/algemeen/belgische-economie-groeit-sneller-dan-verwacht/9867732.html>.

VERVERKEN, S., "Verklaringen en waarborgen bij de verkoop van aandelen" in G.-L. Ballon e.a. (eds.), *Gemeenrechtelijke clausules*, Antwerpen, Intersentia, 2013, 249-307.

WACHTELL, LIPTON, ROSEN, KATZ, "Distressed Investing, Mergers & Acquisitions: An Overview of the Legal Landscape for Acquirors and Investors", 2018, 9.

WAELEKENS, J., "Vervroegde datum van staking van betaling bij faillissement", *NRJ* 2020,414, 43.

X, "Tewerkstelling in kmo's", Tewerkstelling in kmo's | FOD Economie (fgov.be).

X, "Verandering van werkgever in geval van overname van activa na faillissement", Verandering van werkgever in geval van overname van activa na faillissement | Federale Overheidsdienst Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg (belgie.be).

X, "Vlaamse steun voor ondernemers (crisis)", <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidi databank/vlaamse-steun-voor-ondernemers-crisis>.

X, "Vrijstelling sociaal passief", VLAIO, <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidi databank/vrijstelling-voor-sociaal-passief>.

X, "Faillissementen en banenverlies in België per maand, gemeente, economische activiteit (NACE 2008), type onderneming, rechtsvorm en grootteklasse van het aantal werknemers (RSZ)", *STATBEL*, <https://bestat.statbel.fgov.be/bestat/crosstable.xhtml?view=48f709ec-7852-4da9-a1ec-065464e190b6>.

X, "Recordinflatie in België", FOD Economie, <https://news.economie.fgov.be/222764-recordinflatie-in-belgie-in-2022#:~:text=De%20totale%20inflatie%2C%20gemeten%20op,Prijzenobservatorium%20van%20de%20FOD%20Economie>.

X, "Selected Interest Rates (daily)", FED, www.federalreserve.gov/releases/h15/.

X, voorafgaande beslissing nr.2015.263 dd. 30.06.2015, FOD Financiën, 2015, expert.taxwin.be/nl/tw_src_off_fisc/document/ruling20150630-2015263-nl.

4.5 Rechtspraak

HvJ 29 maart 2017, nr. C- 126/16, ECLI:EU:C:2017:241, concl. P. MENGOZZI.

HvJ 22 juni 2017, C-126/16, ECLI:EU:C:2017:489, "Smallsteps".

HvJ 16 mei 2019, C-509/17, ECLI:EU:C:2019:424, "Plessers".

HvJ, 28 april 2022, C-237/20, ECLI:EU:C:2022:321, "Heiploeg".