

## VII Summary and Conclusion

### A. ENGLISH VERSION

In this study I've examined both the very large chapter 11 cases that are the subject of much academic and popular attention, and the more typical chapter 11 cases that are numerically more common. In Chapters 3 and 4, the differences between these two types of chapter 11 cases were illuminated.

In particular, while very large chapter 11 cases operate on a very functional basis, often receiving court permission to deviate from the strict terms of the Bankruptcy Code with things like OCP motions, the average chapter 11 case deviates from conventional wisdom in the opposition direction. For example, many of these smaller chapter 11 cases do not even have creditors committees, and when they do have committees, the committee might not retain professionals. Additionally, the professionals in many of these case run the risk of non-payment, as conversion to chapter 7 or outright dismissal is a real possibility.

The models presented on Table 10 in Chapter 4 are the heart of the study. Through a combination of complexity and size, I show how more than 85% of a big chapter 11 case's direct costs can be explained. But this section also highlights the difficult questions that lurk in any examination of chapter 11 debtors. For example, what exactly do we consider when we examine a debtor's "size," and what aspect of size is really complexity that is independent of, although heavily associated with, size?

In Chapters 5 and 6, I expand the study beyond the traditional focus on cost in the aggregate, to consider two of the biggest individual elements of chapter 11 costs. Chapter 5 looks at the cost of bankruptcy counsel, both comprehensively and as incurred by debtors and committees separately. Chapter 5 shows that bankruptcy attorneys, at least from the biggest cities in the United States, operate in a nationwide market, often handling cases across the country from their home jurisdiction. This chapter also shows that committee counsel has a positive effect on how much a debtor spends on its own bankruptcy counsel.

In Chapter 6 I turn to financial advisors and turnaround consultants. I also provide some basic information on the myriad "other" professionals retained in a chapter 11 case. Here I show that parallel retention of financial advisors by both the committee and the debtor increase overall cost. The size of the debtor positively increases the debtor's own financial advisor costs, suggesting that larger debtors use financial advisors in a different way than other debtors.

In the United States, chapter 11 continues to attract a good deal of attention, as large debtors like Lehman Brothers, General Motors, and Washington Mutual pay millions of dollars – in Lehman, perhaps as much as \$1 billion – to work their way through bankruptcy. The sheer numbers involved, stacked against the losses suffered, often lead to heated claims that professionals do little in chapter 11 but loot the estate.<sup>191</sup>

But these impressionist endeavors provide little actual understanding of how much chapter 11 costs. And how much chapter 11 costs is important both internationally and domestically as policymakers increasingly struggle to develop tools that will mitigate the effects of financial distress.

In this study I have presented three broad categories of models: models of the total cost of chapter 11, models of attorney costs, and models of financial advisor costs. With these new tools it becomes possible to examine past and future chapter 11 costs, and compare those costs with other possible solutions.

Along the way I find that

- Time spent in chapter 11 has no relationship with cost once a fully specified model is considered.
- References to a professional's "burn rate" are thus misleading, inasmuch as it implies a fixed or constant cost to chapter 11. Costs ebb and flow through the course of the case.
- Prepackaged chapter 11 cases are not significantly cheaper than regular chapter 11 cases.
- Cases filed in New York or Delaware do not cost more – in fact, these jurisdictions seem to actually reduce chapter 11 costs, likely because of their greater experience with complex chapter 11 cases.
- Fee examiners do not reduce the costs of big chapter 11 cases.
- Complexity and the compensation structure of the professionals retained, which may itself reflect further aspects of complexity, are the key determinants of cost. Debtor size is but a loose proxy for these factors, but is itself of reduced relevance once a fuller model is developed.
- Complexity is associated with economies of scale, resulting in lower chapter 11 costs for the very largest, most complex cases.

I thus conclude with the hope that this study will be but the beginning of a more subtle, less combative examination of chapter 11. Given the current economic reality, the debate is of special import.

## **B. DUTCH VERSION/NEDERLANDSE VERSIE**

In dit onderzoek heb ik zowel de zeer grote ondernemingen die een reorganisatie onder regie van chapter 11 van de Amerikaanse Faillissementswet (Bankruptcy Code) uitvoeren – en welke onderwerp zijn van veel wetenschappelijke en popu-

<sup>191</sup> Lynn M. LoPucki & Joseph W. Doherty, *Professional Overcharging in Large Bankruptcy Reorganization Cases*, 5 J. EMPIRICAL L. STUD. 983 (2008).

laire aandacht – en de meer typische kleinere ondernemingen in chapter 11, die getalsmatig vaker voorkomen, onderzocht. In de hoofdstukken 3 en 4 worden de belangrijkste verschillen tussen deze twee soorten van ondernemingen in chapter 11 belicht.

In het bijzonder valt op dat de zeer grote ondernemingen in chapter 11 opereren op een zeer functionele basis en vaak van de rechter toestemming ontvangen om af te wijken van de strikte voorwaarden van de Bankruptcy Code onder andere met zogenaamde “OCP motions”. De gemiddelde onderneming in chapter 11 wijkt af van de conventionele wijsheid in juist de andere richting. Veel van de kleinere ondernemingen hebben niet eens een commissie van schuldeisers. Wanneer ze een dergelijke commissie hebben dan heeft deze veelal niet de beschikking over professionele adviseurs. Daarnaast lopen adviseurs in deze zaken het risico van non-betaling, omdat een overheveling naar chapter 7 of zelfs ontslag een reële mogelijkheid is.

De modellen gepresenteerd in tabel 10 in hoofdstuk 4 vormen het hart van de studie. Door een combinatie van complexiteit en omvang, laat ik zien dat meer dan 85% van de directe kosten van grote ondernemingen in chapter 11 kan worden verklaard. Maar er wordt ook gewezen op de moeilijke vragen die schuilen in elk onderzoek naar grote ondernemingen in chapter 11. Bijvoorbeeld wat wordt precies beschouwd wanneer omvang wordt onderzocht, en welk aspect van omvang is eigenlijk te bezien als complexiteit dat onafhankelijk is, maar toch in grote mate gerelateerd aan, omvang?

In de hoofdstukken 5 en 6 heb ik de studie uitgebreid buiten de traditionele focus op de totale kosten van chapter 11, en wel naar twee van de grootste afzonderlijke kostenposten van chapter 11. Hoofdstuk 5 beziet de kosten van een “bankruptcy counsel” (faillissementsadvocaten), zowel in haar geheel als ook afzonderlijk voor debiteuren en commissies. Hoofdstuk 5 laat zien dat de kantoren van faillissement-advocaten, althans in de grootste steden in de Verenigde Staten, opereren op een nationale markt, en vaak ook zaken behandelen in het hele land vanuit de eigen thuis jurisdictie. Dit hoofdstuk laat ook zien dat de advocaten van een schuldeiserscommissie een positief effect hebben op hoeveel een schuldenaar zelf uitgeeft aan haar eigen advocaten.

In hoofdstuk 6 staan de financiële adviseurs en “turnaround consultants” centraal. Ook is er enige informatie over de talloze “andere” professionals die worden ingeschakeld bij een onderneming in chapter 11. Hier laat ik zien dat de parallelle inschakeling van financiële adviseurs door zowel een schuldeiserscommissie als de schuldenaar tot een verhoging van de totale kosten leidt. De omvang van de schuldenaar heeft een positief effect op de kosten van de eigen financieel adviseurs. Dit suggereert dat grote ondernemingen financiële adviseurs op een andere manier gebruiken dan andere schuldenaren.

\* \* \*

In de Verenigde Staten blijft de regeling van chapter 11 veel aandacht trekken, vooral ook omdat grote ondernemingen als Lehman Brothers, General Motors, en

Washington Mutual vele miljoenen dollars betalen – in Lehman, misschien wel 1 miljard dollar – om hun weg te vinden door de procedure. Deze enorme bedragen, met daarbij de geleden verliezen voor betrokkenen, leiden vaak tot verhitte discussies waarin gesteld wordt dat de professionals weinig doen in chapter 11, behalve de boedel leegroven.

Maar deze impressionistische verhalen bieden weinig inzicht in de werkelijke omvang van de kosten van chapter 11. En deze kosten zijn van belang omdat zowel internationaal als in eigen land beleidsmakers in toenemende mate worden uitgedaagd om hulpmiddelen te ontwikkelen die de gevolgen van financiële nood verminderen.

In deze studie heb ik drie brede categorieën van modellen gepresenteerd: modellen van de totale kosten van chapter 11, modellen van de kosten van advocaten, en modellen van de kosten van financieel adviseurs. Met deze modellen is het mogelijk om zowel historische als toekomstige chapter 11 kosten te onderzoeken, en te vergelijken met de kosten van andere mogelijke oplossingen.

De belangrijkste bevindingen zijn:

- Zodra een volledig gespecificeerd model wordt gehanteerd, heeft de tijd die een onderneming doorbrengt in chapter 11 geen relatie meer met de kosten.
- Verwijzingen naar een zogenaamde “burn rate” van professionals is dus misleidend, daar het vaste of constante kosten voor chapter 11 veronderstelt. Kosten nemen echter toe en af in relatie tot het beloop van de zaak.
- “Prepackaged” chapter 11 gevallen zijn niet significant goedkoper dan de reguliere chapter 11 gevallen.
- Zaken aanhangig gemaakt in de staten New York of Delaware kosten niet meer dan elders – in feite lijken deze rechtsgebieden de kosten te verminderen, waarschijnlijk vanwege hun grotere ervaring met complexe chapter 11 gevallen.
- “Fee examiners” verminderen niet de kosten van grote chapter 11 gevallen.
- Complexiteit en beloningsstructuur van de advocaten, welke mogelijk ook aspecten van complexiteit van de onderneming zijn, zijn de belangrijkste determinanten van de kosten. Omvang van de debiteur is een soort van substituuut voor deze factoren, en neemt dan ook in belang af indien deze factoren in een meer omvangrijk model worden gespecificeerd.
- Complexiteit kent ook schaalvoordelen; lagere kosten resulteren voor de aller-grootste, meest complexe gevallen.

Ik sluit met de hoop uit te spreken dat deze studie het begin zal zijn van een meer subtiele, minder strijdlustige analyse van chapter 11. Gezien de huidige economische realiteit is een dergelijk debat meer dan ooit noodzakelijk.