

DE *PARI PASSU* (EN ANDERE) PUZZEL(S):
NAAR EEN MEER ALGEMENE THEORIE VAN
(ONDERNEMINGS)RISICOVERDELING

WP 2024-08

Simon Landuyt

Financial Law Institute

Working Paper Series





WP 2024-08

Simon Landuyt

De *Pari Passu* (en andere) puzzel(s): Naar een meer algemene theorie van (ondernemings)risicoverdeling

In een “perfecte” wereld zouden allerlei juridische mechanismen, zoals voorrechten en zekerheden, maar ook pakweg schuldvergelijking of eigendomsvoorbehoud, die de gelijkheid van schuldeisers bij samenloop doorbreken, zinloos zijn. Immers, partijen die niet kunnen genieten van een (de jure of de facto) prioriteit zullen ex ante hun “prijs” om te contracteren verhogen als compensatie voor het hogere risico dat ze lopen (en vice versa). Daarom is het een “puzzel” waarom deze mechanismen, waarmee wordt afgeweken van het “pari passu” beginsel, bestaan. In werkelijkheid zijn er natuurlijk vaak goede economische redenen om bepaalde partijen, in bepaalde situaties, een prioriteit te geven (of ze achter te stellen).

In deze bijdrage wordt een conceptueel kader gesuggereerd waarmee kan geanalyseerd worden of een bepaalde juridische “afwijking” (zoals bijvoorbeeld de fiscale voorrechten) op het pari passu beginsel economisch gelegitimeerd is.

Doorheen de bijdrage zal geargumenteed worden dat dit “kader” niet alleen gebruikt kan worden bij rangafwijkingen in de eerder strikte zin, maar ook voor andere juridische regels die het risico en de kosten van ondernemingsfalen verdelen, zoals beperkte aansprakelijkheid, (een cap op) aandeelhouders- bestuurders- of zelfs bankiersaansprakelijkheid, etc. Meer nog, ik zal in deze bijdrage argumenteren dat het zekerhedenrecht en andere risicoverdelende regels elkaar noodzakelijk aanvullen om tot genuanceerde en economisch zinvolle juridische oplossingen te komen in een complexe wereld. Waarbij dan het ultieme beleidsdoel is om mensen te prikkelen maatschappelijk waardeverhogende beslissingen te doen nemen (i.e. het uitvoeren van een zinvolle economische activiteit, dan wel het stoppen met een zinloze economische activiteit).

The author welcomes your comments at
simon.landuyt@ugent.be / simon.landuyt@kuleuven.be.

The entire working paper series can be consulted at www.fli.ugent.be.



De Pari Passu (en andere) puzzel(s): Naar een meer algemene theorie van (ondernemings)risicoverdeling^{1 en 2}

Simon Landuyt³

1. De mythe van de gelijkheid der schuldeisers

Bij samenloop op een vermogen (bv. in het geval van een faillissement) geldt quasi universeel als basisregel dat alle schuldeisers *pari passu*,⁴ in gelijke rang, recht hebben op de activa in dat vermogen⁵ op het moment van de samenloop (het *paritas creditorum* beginsel).⁶ Als er niet genoeg in de pot zit om iedereen te voldoen moet er dus pondspondsgewijs verdeeld worden.

Het is algemeen gekend dat deze basisregel in realiteit niet veel betekent. Door de vele voorrechten en andere (zakelijke) (zekerheids)mechanismen⁷ (hypotheken, panden,

¹ Deze bijdrage werd geschreven in navolging van een seminarie over insolventie, vennootschappen en rangverdeling georganiseerd door prof. Loes Lennarts en prof. Rolof de Weijs op 13 oktober 2022 te Amsterdam. Ik wens de deelnemers te danken voor de boeiende uiteenzettingen en de prikkelende discussies.

² Tijdens het schrijven van deze bijdrage kwam prof. Eric Dirix te overlijden. Zijn belang voor de ontwikkeling van (onder meer) het (Belgische) insolventierecht en het zekerhedenrecht behoeft geen betoog. Om het toekomstige onderzoekers gemakkelijk te maken had prof. Dirix tijdens zijn oratie ter aanleiding van zijn toelating tot het emeritaat de belangrijkste nog openstaande vraagstukken in het insolventierecht opgelijst (E. DIRIX, *Het insolventierecht permanent in de steigers*, Intersentia, 2019, 47-51). Voor zover deze bijdrage iets toevoegt aan de bestaande kennis, en een (gedeeltelijk) antwoord biedt op de vragen geformuleerd door prof. Dirix, is dit incrementeel, de fundamenten waren door hem gelegd. *If I have seen further than others, it is by standing on the shoulders of giants*.

³ Gastdocent, ManaMa Vennootschapsrecht KULeuven, vrijwillig post-doctoraal onderzoeker Instituut voor Financieel Recht UGent.

⁴ Over de notie *pari passu ex multis*: V. FINCH, *Corporate Insolvency Law*, Cambridge, Cambridge University Law, 2009, 599 e.v.

⁵ De vraag welke activa een te vereffenen vermogen zou moeten omvatten wordt niet (rechtseconomisch) geanalyseerd in deze bijdrage. Dit is nochtans relevant voor de opgebouwde theorie nu rangconflicten en prioriteiten enkel kunnen ontstaan op goederen die tot het onderpand behoren. Met hoe het vermogen moet samengesteld worden wordt in praktijk en theorie soms wel eens geworsteld. Denk maar aan de juridische concepten zoals de *pauliana*, eigendom tot zekerheid, of het voorrecht van de verhuurder (waar de verhuurder soms zijn voorrecht kan laten gelden op eigendommen van derden die bij zijn huurder staan). In deze bijdrage wordt gemakshalve uitgegaan van een breed economisch-functioneel vermogen dat de meeste activa omvat die redelijkerwijze aan dit vermogen kunnen gelieerd worden (zo beschouw ik bv. separatisten gewoon als een schuldeiser met voorrang). Een economische analyse zou waarschijnlijk aangeven dat vermogensbestanddelen waarvan buitenstaanders redelijkerwijze mogen aannemen dat ze tot het vermogen van hun schuldenaar behoren (bv. omdat ze in de jaarrekening bij de activa zijn opgenomen, in het pandregister geregistreerd staan, etc.) tot zijn onderpand behoren. Vanuit die redenering is bv. een afscheidingsrecht voor financiële instrumenten onder KB Nr. 62 van 10 november 1967 logisch, iedereen (zou moeten) we(e)t(en) dat bv. kredietinstellingen veelal financiële instrumenten bewaren voor derden. Anderzijds zal het veel moeilijker zijn om het afzonderingsrecht, op basis van een (niet publiek) eigendomsvoorbehoud op een roerend goed dat in de toonbank van de schuldenaar staat, economisch te verdedigen. V. FINCH, *Corporate Insolvency Law*, Cambridge, Cambridge University Law, 2009, 125-133 en 628 e.v. Zie voor verdere theorievorming hierover ook: T. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986, 89 e.v.

⁶ Voor België kan je dit principe tegenwoordig in artikel 3.36, tweede lid BW vinden. *Ex multis*: Voorontwerp tot wijziging van het Burgerlijk Wetboek wat de zakelijke zekerheden op roerende goederen betreft. Verslag 14 oktober 2011 van de Expertengroep op de zekerheden opgericht door de minister van Justitie, S. DECLERCK, en voorgezeten door prof. E. DIRIX, https://justitie.belgium.be/sites/default/files/downloads/loi_suretes.pdf ("Voorontwerp Dirix 2011"), 1 e.v.

⁷ De verscheidenheid aan regels, die er *de facto* voor zorgen dat de ene schuldeiser ultiem meer of minder van zijn vordering op een te vereffenen vermogen recupereert, is oneindig. Zo zal de strengere bestuursaansprakelijkheid voor fiscale schulden (*all else equal*) ervoor zorgen dat gemiddelde recuperatiegraad van fiscale vorderingen hoger ligt dan andere vorderingen. De theorie in deze bijdrage ontwikkeld zou in principe, hoewel juridisch minder



retentierecht, schuldvergelijking, eigendomsvoorbehoud, *carve-outs*,⁸ etc.) moet er bij samenloop veelal een ingewikkelde oefening, inclusief “rangregeling”, worden uitgevoerd om de activa van een insolvente persoon correct te verdelen. Vaak gaan de “grote” financiers (bv. deze met een hypotheek of een pand op de handelszaak) en de overheid (dankzij o.a. haar fiscale voorrechten) met het grootste deel van de koek lopen. Meestal blijft er voor de “gewone” (chirografaire) schuldeisers zonder bijzondere (hogere) rang amper iets over.⁹

De scheefftrekking van het *paritas creditorum*-beginsel, en het complexe systeem van zekerheden in het algemeen, wordt in de rechtsleer regelmatig bekritiseerd.¹⁰ Een gelijke behandeling van schuldeisers is toch “rechtvaardig”?¹¹ Of zoals het bekende adagium, waar ook oud-presidentskandidate Elizatbeth Warren in haar standaardwerk over insolventie naar verwijst, stelt: “*equity is equality*”.¹²

Voor afwijkingen op de gelijkheid dienen er dan ook goede argumenten te zijn. De meeste regelgevers, ook de Belgische, althans tot prof. Dirix zijn stempel begon te drukken op het beleid, hebben zich hiervan bij het inrichten van zekerheidsmechanismen nooit veel aangetrokken. Als er al argumenten gegeven werden, waren deze meestal gebaseerd op vanuit de heup geschoten vage economische, morele of herverdelende principes. Er wordt zelfs geopperd dat minstens sommige zekerheidsrechten zijn ingevoerd om bepaalde belangengroepen te bevoordelen.¹³

Het gevolg hiervan is dat er waarschijnlijk allerlei zekerheidsmechanismen bestaan die er (vanuit een efficiëntie-oogpunt) misschien beter niet zouden zijn, minstens niet op de manier en met de modaliteiten zoals ze vandaag bestaan.

De bedoeling van deze bijdrage is dan ook om beleidsmakers een paar algemene vuistregels te geven die kunnen gebruikt worden om te bepalen of een specifieke afwijking op het “gelijkheidsbeginsel” bij samenloop (economisch) gelegitimeerd kan worden.

Hoewel een zekere complexiteit uiteraard onvermijdbaar is, is toch getracht om in deze bijdrage een intuïtief en simpel model te creëren waarbij ieder zekerheidsmechanisme kan

intuïtief, ook moeten kunnen toegepast worden op dit type regels. Hier wordt verder in de bijdrage nog uitgebreid op teruggekomen.

⁸ Zie over dergelijke *carve-outs* bv.: F. DE LEO en S. LANDUYT, “De laatsten zullen de eersten zijn: over prioriteiten bij herstructurering” *TPR* 2021, 16198 e.v.

⁹ Zeer instructief: J. BAECK, “*Faillissement: wat blijft er nog over voor de schuldeisers?*” in J. Baeck (ed.), *Privaatrecht in actie*, Brugge, Die Keure, 2018, 215-255.

¹⁰ *Ex multis*: E. DIRIX en R. DE CORTE, *Zekerheidsrechten*, Mechelen, 2006, 148-152.

¹¹ Voor een verdere analyse van deze aan “rechtvaardigheid” verbonden argumentatielijn (niet *per se* bevestigend) zie bv. C. PAULUS, “The Wonderful World of Privileges – The Par Condicio Creditorum vs. Close-Out Netting”, *ECFR* 2014, 531-553; D. SKEEL, “The Empty Idea of ‘Equality of Creditors’”, *Penn. Law Review*, 699-744; R. MOCKAL, “Priority as a Pathology: The Pari Passu Myth”, *The Cambridge Law Journal*, 2001, 581-621.

¹² E. WARREN, J. WESTBROOK, K. PORTER en J. POTTOW, *The Law of Debtors and Creditors*, Wolters Kluwer, 2014, 133.

¹³ P. COUSSEMENT, “De beschermde positie van de fiscus en RSZ in geval van insolventie” in *Liber amicorum E. Wymeersch*, Antwerpen, 2008, 271.



getoetst worden aan vier “basisvariabelen” (zijnde: (i) overinvestering, (ii) onderinvestering, (iii) informatiekosten, en (iv) risicopreferentie). Het nadeel van de relatieve simpliciteit van het model is uiteraard dat er misschien wel enige nuance verloren gaat.¹⁴ Wanneer een redelijke lezer een bepaalde stelling in deze bijdrage als “extreem” ervaart dan zal dat dan ook meestal verklaard kunnen worden door de beperkingen in het opzet van deze bijdrage, eerder dan dat de auteur typisch veel extreme stellingen inneemt.

Ik zal ook proberen aan te tonen dat sommige andere juridische risicoverdelende mechanismen (bij het falen van een “onderneming”) zoals, (een *cap* op) bestuurders- en bankiersaansprakelijkheid, minimumkapitaal en beperkte aansprakelijkheid (voor aandeelhouders én bestuurders), functioneel zeer dicht bij aanleunen bij de meer klassieke juridische prioriteiten en zekerheden. Meer nog, ik zal argumenteren dat het zekerhedenrecht en de voornoemde mechanismen elkaar noodzakelijk aanvullen om tot genuanceerde juridische (risicoverdelende) oplossingen te komen in een complexe wereld. Het feit dat deze mechanismen functioneel ook risicoverdeling tot doel hebben, laat toe om ze met dezelfde – in deze bijdrage verduidelijkte – methode toetsen als voor zekerheidsmechanismen.

Als er iets is wat ik de lezer wil meegeven is het dan ook dat zekerheidsmechanismen en prioriteiten deel uitmaken, en een radartje zijn, in een veel grotere familie van (economisch, maar misschien niet of minder, juridisch) verwante risicoverdelende mechanismen. En zoals we zullen zien speelt elk risicoverdelende rechtsregel zijn rol in een bijzonder complex en genuanceerd radarwerk van regels met als ultiem beleidsdoel mensen te prikkelen om maatschappelijk waardeverhogende beslissingen te doen nemen (bv. het opstarten van een maatschappelijk waardevolle onderneming, of het stopzetten van een onderneming die de maatschappij schade berokkent).

De gebruikte methode is de economische. Niet omdat deze methode onfeilbaar of vrij van kritiek is, maar omdat de *law & economics* beweging er naar mijn bescheiden mening als enige in geslaagd is om een (weliswaar onvolledige) overkoepelende theorie rond de leer der prioriteiten (en risico) bij samenloop te formuleren.¹⁵ Waar er verwezen wordt naar bestaande

¹⁴ Voor meer nuance, minstens voor de rang van aandeelhouders, verwijst ik naar mijn proefschrift. Zie S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Intersentia, 2020, 67-215. Maar zie ook, specifiek voor *secured credit*, een ander recent doctoraat geschreven aan een Belgische rechtsfaculteit: F. HELSEN, *The Law and Economics of Secured Lending*, Intersentia, 2021, 522 p. Of voor OTC derivaten en de insolventierechtelijke *safe harbors*, zie de verwijzingen in de bijlage.

¹⁵ Hoewel in de *law & economics* literatuur “waarde” – in navolging van Posner (althans in zijn beginjaren) in “geld” wordt afgemeten, is dat geen dogmatische noodzaak. Waarde kan bij toepassing van de *law & economics* methodiek ook gemeten worden aan andere zaken, bv. een gevoel van “*fairness*” kan waarde creëren. Zie in het kader van voorrechten bv. C. PAULUS, “The Wonderful World of Privileges – The Par Condicio Creditorum vs. Close-Out Netting”, *ECFR* 2014, 535-537. Maar “geld” gebruiken als waardemeter is natuurlijk gemakkelijker dan het geluk meten die iemand voelt door “rechtvaardigheid” te ervaren (om het helemaal complex te maken, een rechtvaardige maatschappij zal er typisch ook in slagen meer “geld” te creëren, maar dat is een ander *law & economics* verhaal). Hoe dan ook, de meeste *law & economics* academici die voorrechten onderzoeken gebruiken “geld” als waardemeter. Dat zal, ondanks alle beperkingen van dit criterium, ook zo zijn in deze bijdrage. Maar theoretisch is het bijvoorbeeld mogelijk dat het geluksgevoel van rechtvaardigheid (*equity is equality*) (bv. door strenge toepassing



juridische concepten zal dat eerder ter illustratie of toetsing van de theorie zijn, dan om de theorie te bewijzen. Het positief recht staat niet centraal in deze bijdrage, en de auteur durft hier en daar zelfs losser om te gaan met het positief recht (bv. door zonder veel poeha te *switchen* tussen jurisdicties), en de daarin gebruikte terminologie, dan in de klassieke systematiserende rechtsleer.

Voor de sceptici is het goede nieuws dat bestaande zekerheidsmechanismen vaak min of meer de toets van een *law & economics* analyse doorstaan.¹⁶ Het verbaast dan ook niet dat in veel gevallen de argumenten uit de niet-economische literatuur, tegen, of voor, deze of gene rangafwijking of ander soort voorrecht, functioneel herleid kunnen worden tot één van de vier in deze bijdrage behandelde basisvariabelen.¹⁷

2. De theorie der prioriteiten

In een hypothetische wereld, waar er geen sprake is van beïnvloeding door belastingen, *agency*-kosten, transactiekosten, faillissementskosten of asymmetrische informatie, en waar iedereen risico-neutraal is, heeft een wettelijke rangregeling vanuit de economische theorie geen belang. Partijen die lager in rang komen (en dus meer risico dragen) zullen een hogere prijs vragen aan hun debiteur, en *vice versa*, waardoor niemand ooit beter of slechter af kan zijn *qua* financieel rendement.¹⁸

Als het allemaal toch maar een *zero-sum game* is, dan is het ook een “puzzel” waarom er zoveel afwijkingen bestaan op het *pari passu* beginsel. Het antwoord ligt nochtans voor de hand. De voornoemde assumpties houden geen stand in de werkelijke wereld. Bijvoorbeeld, wanneer

pari passu) zo groot is dat dit opweegt tegen het economisch voordeel (in de zin van meer geld) van een efficiënte rangdifferentiatie.

¹⁶ Denk maar aan de sociale voorrechten, die in veel gevallen ook volgens de economische theorie volstrekt logisch zijn (zie verder). Sommigen zouden hierin een “onzichtbare (economische) hand” zien. Regelgeving wordt dan ook vaak geschapen doorheen de tijd en onder de invloed van vele *stakeholders* die input geven, en, wanneer er voldoende maatschappelijke vrijheid is en niet teveel *path dependency*, leidt dit vaak tot een economische efficiënte uitkomst. Zie over de *wisdom of the crowd*: J. SUROWIECKI, *The Wisdom of Crowds: Why the Many are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Businesses, Economies, Societies and Nations*, New York, Bantam Doubleday, 2004, 336 p. Zie ook over deze “onzichtbare hand”, weliswaar in het vennootschapsrecht: H. HANSMANN en R. KRAAKMAN, “The End of History for Corporate Law”, *The Georgetown Law Journal* 2001, 445. Zo ook EASTERBROOK en FISCHER: “The normative thesis of the book is that corporate law should contain the terms people would have negotiated, were the costs of negotiating at arm’s length for every contingency sufficiently low. The positive thesis is that corporate law almost always conforms to this model.” in F. EASTERBROOK en D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 15

¹⁷ Bijvoorbeeld, over de *ratio* voor de achterstelling van aandeelhoudersvorderingen zijn er boeken volgeschreven, terwijl bijna alle argumenten die typisch voor deze figuur worden gegeven kunnen teruggebracht worden naar een toetsing van de vier basisvariabelen. Zie S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Intersentia, 2020, 262-267.

¹⁸ Voor deze theorie kregen Modigliani en Miller ooit de Nobelprijs. F. MODIGLIANI en M. MILLER, “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, *American Economic Review* 1958, 261-297. Voor een toepassing op het onderscheid tussen door zekerheden gedekte- en niet door zekerheden gedekte schuldvorderingen *ex multis* A. SCHWARTZ, “Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories”, *The Journal of Legal Studies*, 1981, 7-9. Voor een toepassing van deze redenering op het concept beperkte aansprakelijkheid, zie *ex multis* D. LEEBRON, “Limited Liability, Tort Victims and Creditors”, 1991, 1593-1594. Voor een toepassing m.b.t. insolventierechtelijke bescherming van derivatencontracten (inclusief de zekerheid door schuldvergelijking na samenloop) zie S. LUBBEN, “Subsidizing Liquidity or Subsidizing Markets: Safe Harbors, Derivatives, and Finance”, *American Bankruptcy Law Journal* 20017, 468.



je contracteert heb je meestal geen “perfecte” informatie over hoe goed of slecht je debiteur is, sommige (potentiële) schuldenaars beschikken over betere informatie over de (financiële toestand van de) schuldeiser dan andere schuldenaren. Ook voor (redelijke) economisten is het al lang duidelijk dat een blinde en rigide toepassing van het *paritas creditorum* beginsel niet zinvol is, maar dat in veel gevallen rangdiversificatie efficiënt is.¹⁹

Tot op heden – en deze bijdrage pretendeert dit ook niet te voorzien – bestaat er geen algemene economische theorie der prioriteiten (of, zelfs meer algemeen, risicoverdeling). Wel zijn bepaalde “afwijkingen” in het verleden onderwerp geweest van (uitgebreid) economisch onderzoek.

In de Amerikaanse economische rechtsliteratuur is er bijvoorbeeld bijzonder veel geschreven over de efficiëntie van “*secured credit*” (wat in België o.a. een bankhypotheek, pand of (functioneel) zelfs een eigendomsvoorbehoud zou omvatten),²⁰ maar ook over de hogere rang die slachtoffers van een onrechtmatige daad vordering zouden moeten krijgen.²¹ Enkele jaren geleden werd aan een Belgische rechtsfaculteit ook een bescheiden economisch onderzoek uitgevoerd naar een omgekeerde afwijking op het gelijkheidsbeginsel, de lagere rang van de aandeelhouder.²²

Veel andere afwijkingen op het *paritas creditorum*-beginsel zijn, zoals hoger aangegeven, minstens vanuit een economische invalshoek, minder scherp verklaard. Men denkt bijvoorbeeld aan de voorrechten van de fiscus, de voorrechten voor bepaalde kosten, sociale voorrechten, schuldvergelijking, etc.

Op basis van de bestaande, disparate, economische literatuur kunnen nochtans een aantal vrij algemene en vaak terugkomende “factoren”/“determinanten”/“variabelen” (die samenhangen met de onrealistische assumpties uit een “perfecte” wereld) worden gedistilleerd. Door deze te toetsen aan een specifieke afwijking van het gelijkheidsbeginsel kan vaak al enig inzicht verkregen worden in de economische efficiëntie/rationale van deze afwijking, en of ze in dezelfde vorm en onder dezelfde voorwaarden dient te blijven bestaan. Het betreft de voornoemde variabelen: (i) overinvestering, (ii) onderinvestering, (iii) informatiekosten, en (iv) risicopreferentie.

¹⁹ *Ex multis*: F. HELSEN, *The Law and Economics of Secured Lending*, Intersentia, 2021, 522 p.

²⁰ *Ex multis*: L. BEBCHUK, en J. FRIED, “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy: Further thoughts and a Reply to Critics”, *Cornell Law Review* 1997, 1279-1348.

²¹ *Ex multis*: A. PRICE, “Tort Creditor Superpriority and Other Proposed Solutions to Corporate Limited Liability and the Problem of Externalities”, *George Mason Law Review* 1995, 439-476.

²² Voor klassieke juristen is het moeilijk voor te stellen dat de inbreng van de aandeelhouder niet achtergesteld zou zijn. In de *law & economics* wereld is dat minder vanzelfsprekend (F. EASTERBROOK en D. FISCHER, “Limited Liability and the Corporation”, *The University of Chicago Law Review*, 1985, 89-117). Door middel van de toetsing aan de vier in deze bijdrage besproken basisvariabelen toon ik in mijn onderzoek (zie voetnoot 14) aan dat dat de achterstelling van de inbreng niet *altijd* efficiënt is (maar meestal wel en dus de dwingende achterstelling best gelegitimeerd is). Voor een toepassing waar de achterstelling van de aandeelhouder waarschijnlijk niet efficiënt is, zie verder het Arco voorbeeld in de sectie over risico-aversie.



Zoals hoger reeds aangeven zal ik mij in deze bijdrage niet teveel laten beperken door juridische categorisatie (bv. prioriteiten in een juridisch betekenissen), maar zal getracht te worden om ook andere, functioneel eveneens risicoverdelende mechanismen, zoals (een *cap* op) bestuurdersaansprakelijkheid, de beperkte aansprakelijkheid, etc. te verklaren vanuit dezelfde methode en met dezelfde vier algemene variabelen.

3. Overinvestering

Waar in een “perfecte” wereld er wordt vanuit gegaan dat de belangen van een schuldenaar en een schuldeiser helemaal gealigneerd zijn, is dat in werkelijkheid niet altijd (en zelfs vaak niet) het geval. De schuldenaar zal misschien beloven om erg zijn best te doen om zijn schuldeiser te betalen, maar sommige schuldenaren zullen dat misschien toch niet doen als dat hen goed uitkomt.²³

De prikkel om de belofte ten aanzien van de schuldeiser niet na te komen zal des te sterker zijn wanneer een specifieke limiet wordt gesteld aan wat de schuldenaar kan verliezen. In de meeste jurisdicties voorziet de wet dergelijke limieten, bijvoorbeeld door de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders te erkennen, of de verschoonbaarheid van natuurlijke personen toe te staan.²⁴

Deze limieten op aansprakelijkheid (wat net als rangdifferentiatie een risico-verdelend mechanisme is) geven schuldenaren prikkels om te “overinvesteren” in projecten die hen zelf misschien ten goede komen, maar uitiem ten koste van de schuldeisers en de maatschappij gaan.²⁵ Of zoals economen het omschrijven, een project met maatschappelijke *negative net present value* of, vertaald naar het Nederlands, negatieve netto contante waarde.

Het is bijvoorbeeld in het belang van de maatschappij en schuldeisers dat een schuldenaar, die enkel 5.000 EUR in cash heeft, maar ook een onmiddellijk betaalbare schuld van 8.000 EUR, zich rekenschap geeft van zijn insolventie (bv. door een faillissement aan te vragen). Nochtans zal het voor de schuldenaar net interessanter zijn om met die 5.000 EUR dubbel of niets²⁶ te spelen op de roulette in een casino.²⁷

²³ Zie over dit type conflict *ex multis*: J. ARMOUR, H. HANSMANN en R. KRAAKMAN, “Agency Problems and Legal Strategy” in R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES *et al.* (eds.), *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, New York, Oxford University Press, 2017, 30 e.v.

²⁴ Dit zijn voor de doeleinden van dit artikel ook relevante risicoverdelende mechanismen. Verschoonbaarheid en beperkte aansprakelijkheid leggen immers risico van falen bij de schuldeisers van de onderneming/natuurlijk persoon. De schuldenaar internaliseert dus niet alle risico van zijn handelen.

²⁵ Grondlegend: M. JENSEN en W. MECKLING, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 1976, 334-337.

²⁶ Dubbel of niets klopt niet helemaal, je hebt als je al je geld op kleur zet geen 50% kans om te verdubbelen, zie voor de *odds* <https://en.wikipedia.org/wiki/Roulette>.

²⁷ Voor een *real life* toepassing: <https://www.foxbusiness.com/money/fred-smith-fedex-blackjack-winning-formula>. Uiteraard is het allemaal niet zo simpel, anders zou iedereen na het krijgen van bv. een lening naar het casino lopen. In dit type voorbeelden moeten we dus tot op bepaalde hoogte de mogelijke strafrechtelijke aansprakelijkheid wegdenken, evenals de impact van dit soort gedrag op de reputatie van de schuldenaar, en misschien zelfs op zijn geweten.



Schuldenaars weten uiteraard dat ze niet al hun schuldeisers op hun (niet-afdwingbaar) woord moeten geloven. Ze zullen dit dan ook verdisconteren in de prijs (bv. hogere interest op een lening). Deze extra prijs wordt een *agency cost* genoemd door economen.²⁸ Het is iets negatiefs, omdat het contracteren duurder maakt zonder zelf waarde te creëren (behalve misschien voor dienstverleners zoals juristen die ingeschakeld worden om *agency costs* te beperken).

Er zijn veel technieken om deze *agency cost* te verlagen. Een schuldenaar kan bijvoorbeeld trachten zijn kredietgever te overtuigen met een mooie powerpoint voorstelling van zijn project ("*bonding*"). Of de kredietgever kan *covenants* opnemen in een leningsovereenkomst (bv. veto-rechten, verbod om bijkomende kredieten aan te gaan, activa bezwaren met een volgrecht, etc.) om de bewegingsvrijheid van de kredietnemer te beperken ("*monitoring*").²⁹

Maar vertrouwen is nooit volledig, en contracten schrijven en afdwingen is duur en tijdrovend. Zelfs de beste advocaten slagen er niet om alle eventualiteiten te capteren en beheersen.³⁰ Er blijft altijd wel een residueel restje onzekerheid over die in prijs zal verdisconteerd worden.

Bovendien zijn er schuldeisers die zich op geen enkele manier *ex ante* (niet door een prijsverhoging noch door een onderhandeld contract) kunnen beschermen tegen *overinvestment* waarvan zij het slachtoffer zijn. Dit zijn de zogenaamde "*non-adjusting creditors*".³¹ Men denkt dan bijvoorbeeld aan slachtoffers van onrechtmatige daad of personen die financieel en juridisch weinig onderlegd zijn.

Waar een *agency cost* theoretisch (*ex ante*) door de schuldenaar wordt gedragen (de schuldeiser zal immers zijn prijs verhogen) worden de kosten van *overinvestment* ten nadele van partijen die zich niet kunnen beschermen gedragen door de schuldeisers zelf. Deze laatste passen hun prijs immers niet aan in functie van het risico. In dergelijk geval spreekt men van "*externalisatie*" van kosten.³² Bij *overinvestment* zal externalisatie ongenueanceerd negatief zijn

²⁸ *Agency costs* manifesteren zich niet enkel via overinvestering, dat is bijvoorbeeld ook mogelijk bij "*onderinvestering*" (zie volgende sectie). De derde traditionele *agency cost* in de relatie schuldeiser-schuldenaar is "*asset dilution*". *Asset dilution* komt voor wanneer aandeelhouders vennootschapsactiva zonder *arms's length* tegenprestatie transfereren naar (meestal) zichzelf, waardoor het vermogen van de vennootschap verkleint en de schuldeisers aldus minder onderpand hebben. *Asset dilution* en *overinvestment* zijn conceptueel relatief dicht verwant en worden op dezelfde manier beteugeld, namelijk door *monitoring* en *bonding*. Omwille van de simpliciteit mag, voor de doeleinden van deze bijdrage, *asset dilution* daarom beschouwd worden als een *subcategorie* van *overinvestment*. Zie over *asset dilution ex multis*: V. ATANASOV, B. BLACK en C. CICCOTELLO, "Law and Tunneling", *Journal of Corporation Law* 2011, 1-50.

²⁹ M. JENSEN en W. MECKLING, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 1976, 305-360.

³⁰ Bovendien kunnen strenge contracten goede ondernemers inefficiënt beperken in hun handelen.

³¹ *Ex multis* L. BEBCHUK en J. FRIED, "The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy", *The Yale Law Journal* 1996, 881 e.v.

³² In veel gevallen zal externalisatie maatschappelijk gezien onwenselijk zijn. Sommige projecten met een hoge milieu-impact zijn bijvoorbeeld enkel financieel interessant voor een ondernemer omdat de slachtoffers van de veroorzaakte milieuschade er niet afdoende in slagen om de kost te verhalen op de ondernemer. In andere gevallen



maar, zoals verder in de secties m.b.t. *underinvestment* en risico-aversie zal aangetoond worden, kan externalisatie van kosten naar zwakke partijen op cynische wijze soms ook positieve economische effecten creëren.

In ieder geval, de vraag is, hoe kunnen afwijkingen op het *pari passu*-beginsel *overinvestment* (en dus *agency costs* en externalisatie) beperken? De kern van het antwoord hierop zit in de idee is dat sommige schuldeisers beter zijn in het voorkomen van *overinvestment* dan andere schuldeisers.³³

Zo beschikken banken veelal over in kredietverstrekking gespecialiseerde teams.³⁴ Men mag er dan ook vanuit dat banken beter zijn in het inschatten en onder controle houden van schuldeisers dan de gemiddelde leverancier of particulier, die meestal maar in de periferie van hun activiteiten krediet verstrekken.³⁵ In het andere uiterste heb je ook nog de schuldeisers van een onrechtmatige daad vordering. Het is nogal onpraktisch om vooraleer je omver wordt gereden met je fiets even de solvabiliteit van de dader te onderzoeken en met hem te contracteren om de modaliteiten van je vordering te bepalen.³⁶

Als enkel *overinvestment*, en meer algemeen wangedrag door schuldenaren, een rol zou spelen – wat niet het geval is – dan zou de rangorde bij samenloop bepaald worden in volgorde van wie het best het gedrag van een schuldenaar kan inschatten en controleren. Waarbij degene die dit efficiëntst kan (bv. een bank) laag komt in de rangorde, en wie hierin slecht is (bv. de willekeurig aangereiden fietser) de hoogste prioriteit zal krijgen.

De bedoeling hiervan is door de rang van goede “controleurs” te verlagen, deze extra risico te doen dragen.³⁷ Dit extra risico zal hen prikkelen om effectief de schuldenaar te controleren,

kan externalisatie naar zwakke schuldeisers, cynisch genoeg, economisch interessant zijn, zie verder in de sectie m.b.t. risico-aversie.

³³ Dit wordt soms de *relative skills theory* genoemd. Zie *ex multis*: F. BUCKLEY, “Bankruptcy Priority Puzzle”, *Virginia Law Review* 1986, 1441-1442; T. JACKSON en A. KRONMAN, “Secured Financing and Priorities Among Creditors”, *The Yale Law Review* 1979, 1159-1160; W. ZHANG, “The Paradoxes of Secured Lending: Is There a Less Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy?”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2013-2014, 789-841

³⁴ J. ARMOUR, D. AWREY, P. DAVIES, L. ENRIQUES, J. GORDON, C. MAYER en J. PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford OUP, 2016, 369 e.v.

³⁵ Vergeet niet dat economisch gezien krediet vele vormen kan aannemen. Iedere uitstel van betaling is krediet. Een contante aankoop bij een online retailer waarbij je pakje maar de volgende dag geleverd wordt is evengoed krediet, en brengt risico met zich mee indien de retailer in tussentijd insolvent wordt.

³⁶ Zelfs wanneer het bedrag van een door de rechtbank toegekende schadevergoeding op zich de volledige schade dekt (wat bv. bij blijvende lichamelijke letsels vaak moeilijk zal zijn), dan nog loopt het slachtoffer van een onrechtmatige daad het gevaar er bekaaid vanaf te komen. Bij een onvermogen dader zal de werkelijke waarde van de vordering immers meestal lager liggen dan de nominale waarde. Het verschil nominaal-werkelijk is dan geëxternaliseerd en wordt economisch soms gezien als een “subsidie” van het slachtoffer aan de dader (D. STONE, “The Place of Enterprise Liability in the Control of Corporate Conduct”, *Yale Law Journal* 1980, 68). Als de *ex post* “subsidie” groot genoeg kan een dader *ex ante* waardevernietigende projecten ondernemen (i.e. *overinvestment*) die hij economisch rationeel niet zou kunnen ondernemen indien hij de kosten van het waardevernietigend project volledig zelf zou moeten internaliseren. Typisch zal het verschil nominaal-werkelijk groter zijn naarmate de rang van de vordering van he slachtoffer bij samenloop lager is.

³⁷ Dit is evenwel geen simpel *zero-sum* spelletje waarbij sterkere controle van een schuldenaar door de ene schuldeiser de andere schuldeisers toelaat om in exact dezelfde mate hun controle van deze schuldenaar te verminderen. Zo zal zelfs een schuldeiser met de allersterkste zekerheden meestal nog belang hebben om tot op



iets wat ze als de beste, en dus het goedkoopst en efficiëntst, kunnen. Hier kunnen andere schuldeisers, die per hypothese slechter zijn in controleren, van meegenieten. Door hun hogere rang ligt de druk immers veel meer bij de lager gerangschikte schuldeisers. De tijd en middelen die hoger gerangschikte schuldeisers hiermee uitsparen kunnen ze gebruiken om zich bezig te houden met zaken waarin ze meer gespecialiseerd, en dus productiever, zijn.

Een heel concreet (louter illustratief en karikuraal simpel) voorbeeld: Een bouwheer-schuldenaar heeft 2.000.000 EUR krediet bij een bank en 2.000.000 EUR leverancierskrediet bij een industriële tegenpartij gespecialiseerd in het produceren van bakstenen. Het gaat financieel niet goed (netto-actief rond de nul) met de schuldenaar, en de enige hoop op overleving is een project dat bij slagen 500.000 EUR oplevert maar bij het relatief waarschijnlijke falen grote milieuschade (t.w.v. 1.000.000 EUR) in de tuin van de zieke buurman van de schuldenaar veroorzaakt.

Redelijke mensen en juristen die het dossier kennen zouden het erover eens zijn dat voor de schuldeisers en de maatschappij de beste actie is om de onderneming van de schuldenaar onmiddellijk te vereffenen (bv. via vrijwillige ontbinding of via een faillissement). De schuldenaar heeft evenwel niet de juiste prikkels om de vereffening te initiëren. Door de verschoonbaarheid, dan wel beperkte aansprakelijkheid, heeft hij niet veel te verliezen maar enkel te winnen (*i.e.* 500.000 EUR).

De kosten bij falen van het project (*i.e.* 1.000.000 EUR) zijn in een *pari passu* situatie *ponds-ponds* gewijs te verdelen tussen de bank, de leverancier en de buurman. Ze hebben er dan ook alle drie belang bij om de schuldenaar tijdig te stoppen. Om dit te kunnen doen zouden ze dan ook alle drie onafhankelijk van elkaar kosten moeten maken (bv. door zijn jaarrekeningen op te volgen, advocaat consulteren, etc.).

Stel nu hypothetisch dat de wetgever de buurman de laagste rang van de drie zou geven bij samenloop. In dat geval kunnen de bank en de leverancier rustig in hun zetel zitten en afwachten. Gaat het fout, dan draagt de buurman de kost. Het is de buurman die dus maar de schuldenaar moet stoppen. De zieke buurman kan dit niet efficiënt organiseren en dus is de kans groot dat het waardevernietigend project zal ondernomen worden.

Geef je de buurman prioriteit boven de bank en de leverancier, dan is het aan deze laatste partijen om de schuldenaar op te volgen. Als professionele partijen in het economisch verkeer zou je verwachten dat ze daar beter in zijn dan de buurman. En waarschijnlijk is het zinvol om in dat geval de leverancier ook nog eens prioriteit te geven boven de bank, zodat de leverancier zich kan concentreren op goede stenen bakken i.p.v. schuldeisers opvolgen.³⁸

Maar is dat dan eigenlijk wel “eerlijk” dat de bank als laatste komt, *equity* is toch *equality*? Zoals hoger aangegeven is dit vanuit de economische theorievorming geen probleem. De bank zal

bepaalde hoogte zelf zijn schuldenaar te controleren. Er is evenwel weinig twijfel dat meer controle door de ene minder controle door de andere schuldeiser mogelijk maakt, maar de exacte (en optimale) verschuiving is theoretisch bijna niet te bepalen.

³⁸ Dit is trouwens ook een belangrijke reden waarom de inbreng van een aandeelhouder is achtergesteld. De aandeelhouder heeft (in principe) de ultieme beslissingsmacht in een vennootschap. Minstens zolang het netto-actief van de vennootschap positief is draagt de aandeelhouder het verlies van waardevernietigende projecten. Door de achterstelling heeft de aandeelhouder aldus de prikkel om zijn macht te gebruiken om waardevernietigende projecten te voorkomen.



ex ante zijn prijs verhogen (bv. hogere interest op krediet) om zijn toegenomen risico door de lagere rang te compenseren. De schuldenaar zou dit theoretisch met plezier moeten betalen omdat zijn andere schuldeisers een prijsverlaging zullen toestaan omdat ze minder risico lopen (en minder tijd en energie aan debiteurenopvolging moeten spenderen).³⁹ Het verschil, dat gelijk is aan de uitgespaarde kosten doordat de partij die het efficiëntst de schuldenaar kan controleren dit ook effectief doet, mag de schuldenaar behouden (en kan eventueel ultiem via taxatie herverdeeld worden).

Zoals we verder deze bijdrage zullen zien zijn *agency costs* niet de enige factor bij het bepalen van een efficiënte rangregeling. Zo zijn banken, omwille van hun fragiel model en strenge kapitaalsvereisten, bijzonder risicoavers, wat hun vanuit dat oogpunt minder geschikt maakt om risico te dragen.⁴⁰ Maar in een wereld waar enkel dit type *agency costs* relevant zijn zou het waarschijnlijk zinvol zijn om banken laag op de ladder te plaatsen.

De moeilijke spreidstand om banken enerzijds toe te laten om hun risico maximaal te beperken, maar anderzijds toch nog prikkels te geven om te controleren,⁴¹ proberen beleidsmakers in praktijk soms op te lossen via de figuur van de bankiersaansprakelijkheid voor onrechtmatig krediet. De idee van de regelgever is dat je als bank je risico heel erg mag indekken, dat is immers vaak noodzakelijk voor je *business model*. Maar pas op, als je door je hoge rang er de kantjes gaat vanaf lopen bij de kredietverstrekking, dan slaan we de bodem onder je weg en kan je voor het passief van je schuldeiser aansprakelijk worden gesteld.

De voorgaande redenering gaat trouwens ook op voor de bestuurdersaansprakelijkheid voor *wrongful trading*. Of voor voor aandeelhoudersaansprakelijkheid (zoals in de vorm van *veil piercing*).⁴² In veel gevallen, nog meer dan de bankier, is de bestuurder of aandeelhouder goed

³⁹ Het is uiteraard vrij onwaarschijnlijk dat in een typische economische relatie met een schuldenaar bv. een leverancier zijn prijzen aanpast in functie van de rang van andere schuldeisers van de schuldenaar, dat zou te complex (en dus te kostelijk) zijn voor de gemiddelde leverancier. Op macro-niveau valt het evenwel niet uit te sluiten dat, in lijn met de theorie, wettelijke rangwijzigingen op termijn wel tot prijswijzigingen leiden, al zal dat misschien niet onmiddellijk met het blote oog zichtbaar zijn.

⁴⁰ Zie bv. H. Degryse, A. Karapetyan en S. Karmakar, "To ask or not to ask? Bank capital requirements and loan collateralization", *Journal of Financial Economics* 2021, 239-260.

⁴¹ Met deze spreidstand wordt dus de balans bedoeld tussen enerzijds de (disproportioneel) verhoogde *cost of capital* die zou ontstaan door een risico-averse bank, door een rangverlaging, te dwingen meer risico te dragen, tegenover anderzijds de maatschappelijke kost die ontstaat door een partij die zeer goed schuldenaren kan *monitoren*, door een rangverlaging, niet afdoende te prikkelen om dit sociaal optimaal te doen.

⁴² Noteer dat *veil piercing* en de achterstelling van de inbreng van aandeelhouder grotendeels dezelfde ratio heeft (dat verbaast uiteraard niet omdat ze beiden op aandeelhouders betrekking hebben), zijnde *overinvestment* beperken. Enkel de intensiteit van de sanctie is verschillend. Door de inbreng van aandelenkapitaal altijd achter te stellen, en *veil piercing* iets zeer uitzonderlijk te maken, proberen beleidsmaker, net als bij bankiersaansprakelijkheid een moeilijk evenwicht te bereiken tussen enerzijds de aandeelhouder verantwoordelijkheid te laten dragen voor zijn handelen (i.e. *overinvestment*), maar anderzijds ook niet teveel af te schrikken om te ondernemen. Zie A. MUSCAT, *The Liability of the Holding Company for the Debts of its Insolvent Subsidiaries*, New York, Ashgate, 1996, 231 ("Although both subordination and piercing the veil can be viewed as exceptions to the limited liability rule, the piercing the veil remedy can of course erode much deeper the rock of limited liability."). Het concept minimumkapitaal is trouwens ook een uiting van de moeilijke spreidstand die een beleidsmaker soms wil handhaven. Aan de ene kant wil de beleidsmaker de waardeverhogende figuur van beperkte aansprakelijkheid openstellen, aan de andere kant is er het besef dat dit de kost van *overinvestment* verhoogt. Doordat minimumkapitaal de voordelen van de figuur van



geplaatst om een “niet-kwalitatieve” onderneming uit het rechtsverkeer te halen. Vanuit de *overinvestment*-problematiek, dient de rang van een bestuurder dus (meestal) lager te zijn dan deze van een bankier.⁴³

De logica is dus telkens dezelfde, degene die best geplaatst is, bv. door bijzondere kennis of een bijzondere, machtspositie binnen de onderneming, om de maatschappelijke kost te verbonden aan *overinvestment* te voorkomen, de zogenaamde “*cheapest cost avoider*”,⁴⁴ moet geprikkeld worden om de juiste schadebeperkende actie te nemen. Soms kan een lage rang misschien voldoende zijn om de *cheapest cost avoider* te prikkelen (bv. in het geval van de dwingende achterstelling van de aandeelhouder), soms is de beleidsmaker van mening dat de prikkel nog sterker moet zijn en slaat hij door potentiële onbeperkte aansprakelijkheid de bodem onder de rang weg (zoals bij bankier- en bestuurdersaansprakelijkheid en *veil piercing*).

Dat eenzelfde economische theorie kan gebruikt worden voor juridisch misschien vrij verschillende figuren zoals voorrechten- en zekerheidsmechanismen, aansprakelijkheid of beperkte aansprakelijkheid hoeft niet te verbazen. Al deze rechtsfiguren hebben immers ergens tot doel om risico (ten gevolge van ondernemingsfalen) te verdelen. Rangdifferentiatie verdeelt het risico van ondernemen tussen de verschillende lagen in de kapitaalstructuur, bestuurders- en bankiersaansprakelijkheid duwt het risico van ondernemen naar de bestuurder of bankier, beperkte aansprakelijkheid legt het risico van ondernemen eerder bij de schuldeisers dan bij de aandeelhouders.

Door verschillende juridische figuren (met al hen nuances en complexiteiten) te combineren trachten beleidsmakers aldus een optimale risicoverdeling te bereiken die economische actoren prikkelt tot correcte beslissing die tot een zo hoog mogelijke maatschappelijke waardecreatie leiden. Zoals we verder zullen zien is dit geen simpele oefening, we zijn zeker nog niet aan het eindpunt van de maatschappelijke *trial and error* oefening om tot een optimale risico-allocatie te komen (denk bijvoorbeeld aan de recente discussies over bestuurdersaansprakelijkheid in het kader van duurzaamheid).

4. *Onderinvestering*

Niet alleen bij “overinvestering” kan de rang van een vordering een rol spelen, maar ook bij “onderinvestering”. Bij *underinvestment* wordt een maatschappelijk wenselijk project niet uitgevoerd doordat de “winsten” van het project niet vloeien naar de ondernemer of investeerder, maar naar derden.⁴⁵

beperkte aansprakelijkheid niet teniet doet, maar wel een beetje de prikkel tot *overinvestment* verlaagt, kan ze een middel zijn om een meer genuanceerde balans te vinden.

⁴³ Voor beperkt empirisch bewijs inzake bestuurders in dit verband zie: D. ANANTHARAMAN, V FANG en G. GONG, “Inside Debt and the Design of Corporate Debt Contracts”, *Management Science* 2014, 1262.

⁴⁴ Zie voor dit begrip: S. SHAVELL, *Foundations of economic analysis of law*, Cambridge, Harvard University Press, 2004, 189-190.

⁴⁵ Grondlegend: S. MYERS, “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics* 1977, 147-175.



Het onderinvesteringsprobleem kan zich manifesteren als een *agency cost*. Wanneer het netto-actief van een vennootschap negatief is (*debt overhang*) zal de aandeelhouder minder gemotiveerd zijn om een project met maatschappelijke waarde uit te voeren omdat alle winsten die gemaakt worden op het project eerst zullen toekomen aan de schuldeisers, en dit tot het netto-actief weer positief is. Schuldeisers zullen dit “gevaar” verdisconteren in hun prijs (bv. hogere interest).

De problematiek van *underinvestment* binnen een vennootschap zou kunnen opgelost worden door de aandeelhouders een prioriteit te geven (i.p.v. achter te stellen). Immers, als een waterval zullen nieuwe winsten eerst toekomen aan de meest *senior* investeerders, hier hypothetisch de aandeelhouder. Dat wordt in praktijk, buiten reorganisatieprocedures, niet gedaan omdat de prikkel van de aandeelhouder om te *overinvesteren* hierdoor te fel zou toenemen.⁴⁶ Men vermoedt bij de aandeelhouder dus dat *on balance* de maatschappelijke kosten van overinvestering hoger zouden zijn dan de winsten door het beperken van de onderinvesteringsproblematiek.

Het onderinvesteringsprobleem speelt uiteraard niet enkel in de verhouding aandeelhouder-schuldeiser, maar ook in andere situaties.

Een mooie illustratie hiervan zijn reddingskosten.⁴⁷ Stel hypothetisch de situatie waarbij een schip dreigt te zinken,⁴⁸ maar een nabij schip redding kan brengen door het zinkend schip tijdig naar de haven te slepen. De potentiële redder – ze zitten in dezelfde sector – weet dat er een zeer waardevolle vracht aanwezig is (de redding is een maatschappelijk zinvol project). Maar de redder weet ook dat de eigenaar van het schip in zware financiële problemen zit en alle zijn bezittingen – inclusief het te redden schip – belast zijn met allerlei zekerheidsrechten ten gunste van derde schuldeisers.

In dat geval zal de redding niet uitgevoerd worden, dit zou immers een puur verlies betekenen voor de redder aangezien zijn kosten (bv. tijdsverlies, extra verbruik brandstof,...) niet zullen worden terugbetaald. De redding komt dan enkel de bestaande schuldeisers van de eigenaar van het schip ten goede (en misschien ook het maritiem milieu).⁴⁹ Wanneer de reddingskosten bevoorrecht zijn boven alle andere zekerheden van de derde schuldeisers zal de redder duidelijk sneller geprikkeld zijn om de redding uit te voeren, aangezien hij dan weet dat zijn kosten (en als de beleidsmakers slim zijn ook nog een wettelijk toegekende reddingspremie) zullen vergoed worden.

In economische termen: Door de potentiële redder de hoogste rang toe te kennen stijgt de kans dat een maatschappelijk waardevol project (zijnde de redding die ten goede komt aan de bestaande schuldeisers en misschien ook het milieu) uitgevoerd worden, terwijl

⁴⁶ Zie voetnoot 14 en F. DE LEO en S. LANDUYT, “De laatsten zullen de eersten zijn: over prioriteiten bij herstructurering” *TPR* 2021, 1617-1727.

⁴⁷ Een voorbeeld in het Belgisch recht waar reddingskosten een bijzondere status krijgen is terug te vinden onder artikel 20, 4° Hyp.W. waar het voorrecht voor de kosten tot het behoud van de zaak kan teruggevonden worden.

⁴⁸ Zoals steeds gebruiken we enkele assumpties om de theorie makkelijker te illustreren. In dit geval: Er zijn geen mensenlevens in gevaar, er is geen gevaar op reputatieschade voor de redder en er is geen specifieke juridische plicht om het schip te redden voor de redder. De potentiële redder ageert als een ijskoude *homo economicus*.

⁴⁹ H. KANDA en S. LEVMORE, “Explaining Creditor Priorities”, *Virginia Law Review* 1994, 2115-2116. Dit voorbeeld met de zinkende boot is trouwens – in aangepaste vorm – overgenomen uit dat artikel.



in het andere geval de kans op onderinvestering in (lees: niet uitvoeren van) het reddingsproject groter zou zijn.

Een gelijkaardige redenering kan ook gemaakt worden voor de bevoorrechte positie die boedelschulden typisch genieten. De maatschappij en de schuldeisers hebben er belang bij dat er wordt “geïnvesteerd” in een failliete boedel om deze efficiënt af te wikkelen. Indien deze boedelschulden een lage rang krijgen zou het *debt overhang* probleem meestal spelen en zou het moeilijk zijn om bv. een curator te prikkelen een boedel maatschappelijk efficiënt (met zoveel mogelijk behoud van waarde en zo weinig mogelijk kosten) te vereffenen. Dit betekent bijvoorbeeld dat discussies over wat boedelkosten zijn en in welke rang ze moeten komen het meest nuttig aan het criterium van onderinvestering afgemeten worden.

Maar ook de verschoonbaarheid van een natuurlijk persoon, en andere *second chance* mechanismen (zoals in het kader van een reorganisatie), zijn een antwoord op het fenomeen van onderinvestering. Waarom zou de (*bona fide*) talentvolle, doch door ongelukkige omstandigheden insolvente, bakker nog “investeren” in het bakken van lekkere broden wanneer dit enkel zijn schuldeisers (en klanten) ten goede komt? In principe heeft dus iedereen er baat bij dat iemand geprikkeld wordt om zinvol werk uit te voeren, zelfs bestaande schuldeisers zouden daar in een compleet rationele bui mee akkoord gaan.⁵⁰

Vele conventionele zekerheidsmechanismen worden dan ook – minstens gedeeltelijk – verklaard door het onderinvesteringsprobleem, waarbij deze oplossing dan moet afgewogen worden tegen het verhoogd risico op *overinvestering*. Een kredietgever zal bij *debt overhang* goede projecten niet willen financieren als hij een lage rang heeft, maar geef je deze kredietgever een prioriteit, dan zal hij misschien te frivol krediet verstrekken aan een reddeloze onderneming.

Deze moeilijke afweging tussen *over-* en *underinvestment* hebben Adler en Triantis dan ook niet voor niks “*the fundamental and perhaps most vexing challenge of priority allocation*” genoemd.⁵¹ Zoals we verder zullen zien dient *overinvestment* niet enkel afgewogen worden tegen *underinvestment*, maar, misschien zelfs in nog belangrijkere mate, tegen de maatschappelijke kost verbonden aan risico-aversie.

Het komt er dan ook op aan voor beleidsmakers om in *abstracto* situaties te identificeren, zoals bij het zinkend schip dat maatschappelijk waardevol kan gered worden, waar het gevaar op

⁵⁰ Anderzijds zal een te makkelijke” verschoonbaarheid de prikkel tot overinvesteren verhogen. Zie uitgebreid voor natuurlijke personen *ex multis* J. SPOONER, *Bankruptcy: The Case for Relief in an Economy of Debt*, Cambridge University Press, 2019, o.a. 65-111; M. FORIER, N. LYBAERT, M. CORTEN, N. APPERMONT, T. STEIJVERS, “The flip side of the coin: how entrepreneurship-oriented insolvency laws can complicate access to debt financing for growth firms”, *European Journal for Law and Economics* 2023, 461-495. Zie in het kader van gerechtelijke reorganisatie *ex multis*: F. DE LEO en S. LANDUYT, “De laatsten zullen de eersten zijn: over prioriteiten bij herstructurering” *TPR* 2021, 1617-1727.

⁵¹ B. ADLER en G. TRIANTIS, “Debt Priority and Options in Bankruptcy: A Policy Intervention”, *American Bankruptcy Law Journal* 2017, 568.



underinvestment (of zoals we verder zullen zien risico-aversie) groot is en het gevaar op *overinvestment* laag, en de juiste partij betrokken bij deze situatie de juiste rang te geven.

Sommigen partijen “investeren”⁵² evenwel altijd, ongeacht er sprake is van een *debt overhang* of niet. Dat zijn bijvoorbeeld de overheid (taxatie van rechtswege) of slachtoffer van onrechtmatige daad. *All other things being equal*,⁵³ worden deze partijen vanuit een brute onderinvesteringsanalyse best onderaan geplaatst in de rangorde.⁵⁴ *Non-adjusting creditors* hebben immers geen prikkels (via een hogere rang) nodig om te “investeren” in een waardeverhogend project. Hoewel dit bij *underinvestment* voor maatschappelijke waardemaximalisatie⁵⁵ zorgt,⁵⁶ blijft dit iets vrij cynisch aangezien de getroffen derde schuldeisers, en dan zeker slachtoffers van onrechtmatige daad, niet afdoende gecompenseerd worden (*i.e.* kosten worden naar hen geëxternaliseerd) worden voor hun “investering” in de onderneming met een *debt overhang*.⁵⁷

⁵² Hoewel de notie “investeren” bij onrechtmatige daad vreemd (en misschien zelfs onrespectvol) overkomt is een vordering van een slachtoffer van onrechtmatige daad een schuld op de passiefzijde van de balans van een onderneming, op exact dezelfde manier als een krediet een schuld is. Bv. men weet dat er meer ongevallenschade zal zijn wanneer 120 km/h mag gereden worden op de autosnelweg dan wanneer dit zou beperkt worden tot maximaal 40 km/h. Maar hoewel geen empathisch mens dit zo zou zeggen, behalve dan misschien in een emotioneel *law and economics* artikel, is de kille berekening van de (in dit geval) Belgische beleidsmaker hierachter dat de extra schade veroorzaakt door 120 km/h toe te laten minder “erg” (of “duur”) is dan het verlies aan tijd dan wanneer er maar 40 km/h mag gereden worden. Deze extra schade is economisch dan ook niets meer dan een “investering” die de maatschappij maakt om tijd te winnen.

⁵³ “[...] which they usually are not [...]” zoals (intussen overladen) *Supreme Court Justice Antonin Scalia* ooit opmerkte in een interview met *New York Magazine* (<https://nymag.com/news/features/antonin-scalia-2013-10/>).

⁵⁴ L. BEBCHUK en J. FRIED, “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy: Further thoughts and a Reply to Critics”, *Cornell Law Review* 1997, 1332-1335 (in het bijzonder voetnoot 160).

⁵⁵ We gaan uit van een project met positieve netto contante waarde dat anders niet zou worden uitgevoerd door een *debt overhang*, waarbij aldus de waarde die gecreëerd wordt door de “investering” hoger is dan het verlies geleden door de *non-adjusting creditor*. Dit is een toepassing van het criterium van KALDOR-HICKS dat stelt dat er een welvaartsverhoging is wanneer de winnaars meer winnen dan de verliezers erdoor verliezen. Zie R. HOLZHAUER en R. TEIJL, *Inleiding rechtseconomie*, Arnhem, Gouda Quint, 1995, 7. Een ander vaak gebruikt criterium is het PARETO-optimum. Om aan dit criterium te voldoen dient de welvaart van één of meerdere economische actoren vooruit te gaan zonder dat andere erop achteruitgaan. De voorwaarden zijn dus strenger dan bij KALDOR-HICKS. Zie bv. R. POSNER, *Economic Analysis of Law*, New York, Aspen Publishers, 2014, 16.

⁵⁶ Zie voor functioneel gelijkaardige analyses m.b.t. tot potentieel “positieve” gevolgen van externalisering van kosten bij de figuur *secured lending*: L. BEBCHUK en J. FRIED, “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, *The Yale Law Journal* 1996, 917-921; L. BEBCHUK en J. FRIED, “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy: Further thoughts and a Reply to Critics”, *Cornell Law Review* 1997, 1328 e.v. Zie ook: G. TRIANTIS, “A Free Cash Flow Theory of Secured Debt and Creditor Priorities” *Virginia Law Review* 1994, 2156; H. KANDA en S. LEVMORE, “Explaining Creditor Priorities”, *Virginia Law Review* 1994, 2111 e.v.; L. LOPUCKI, “The Unsecured Creditor’s Bargain”, *Virginia Law Review* 1994, 1909 e.v.; S. HARRIS en C. MOONEY, “Measuring the Social Costs and Benefits Identifying the Victims of Subordinating Security Interests in Bankruptcy”, *Cornell Law Review* 1997, 1361 e.v. (“[...] where externalizing risk is a good or bad thing is an empirical question.”); D. CARLSON, “Secured Lending as a Zero Sum Game”, *Cardozo Law Review* 1998, 1694 e.v.

⁵⁷ Theoretisch zorgt, bij *underinvestment*, de “investering” van de onvrijwillige schuldeiser voor meer maatschappelijke waarde, die ook theoretisch via belastingen kan herverdeeld worden. Wanneer onvrijwillige schuldeisers onrechtstreeks via belastingen hun (onvrijwillige) investering terugkrijgen, is het uiteraard niet problematisch dat ze maar een beperkter deel van hun vordering bij samenloop kunnen recupereren. Het lijkt evenwel eerder onwaarschijnlijk dat onvrijwillige schuldeisers onrechtstreeks, via taxatie gedreven herverdelingsmechanismen, afdoende precies worden gecompenseerd voor het verlies op hun investering. Zoals hieronder in de bijlage verder wordt geduid kan de overheid, die voor haar fiscale vorderingen ook een onvrijwillige schuldeiser is, wel gecompenseerd worden voor haar lagere rang. De belastingsschalen kunnen immers aangepast worden om haar verlies te recupereren.



Maar zoals aangegeven is het gevaar op *underinvestment* maar één element in de afweging wie welke prioriteit dient te krijgen. Bij onrechtmatige daad wijzen de andere variabelen, zoals het gevaar op *overinvestment*, er meestal op dat slachtoffers van een onrechtmatige daad best een zo hoog mogelijke positie op de insolventieladder krijgen.⁵⁸ Bovendien zijn er soms alternatieve oplossingen voor het *underinvestment* probleem die geen externalisatie van kosten naar zwakke schuldeisers vereisen.⁵⁹

Over hoe de externalisatie van kosten naar zwakkere schuldeisers op cynische wijze positieve economische effecten kan hebben wordt in de sectie hieronder, m.b.t. risico-aversie en diversificatie, verder ingegaan.

5. Informatiekosten

Om *ex ante* de correcte kostprijs van een investering te kunnen inschatten moeten potentiële schuldeisers over voldoende informatie beschikken. Idealiter kent de schuldeiser de (financiële) situatie van zijn tegenpartij en de inherente merites van het project dat deze wil ondernemen (en weet hij bv. dus ook ongeveer hoe groot de kans is op over- of onderinvestering).

Ontbreekt die informatie, dan zal daar een risicopremie aan verbonden worden, of nog vaker zal de investeerder het project laten voor wat het is.⁶⁰ Dit is uiteraard maatschappelijk onwenselijk als het om een project met positieve netto contante waarde gaat.

Daarom spenderen ondernemers tijd om informatie m.b.t. de kwaliteit van hun plannen over te maken aan potentiële investeerders ("*signaling*")⁶¹ en spenderen investeerders tijd en moeite om deze informatie te vinden en te verwerken ("*screening*")⁶². Uiteraard is deze tijd en moeite niet kosteloos, maar zolang de baten van het project groter zijn dan de informatiekosten zal theoretisch het project ondernomen worden.

⁵⁸ *Ex multis*: A. PRICE, "Tort Creditor Superpriority and Other Proposed Solutions to Corporate Limited Liability and the Problem of Externalities", *George Mason Law Review* 1995; 439-476

⁵⁹ Bijvoorbeeld in het kader van een gerechtelijke reorganisatie kan een ondernemer onderhandelen met zijn schuldeisers om (een deel) van hun vorderingen af te schrijven om zo de *debt overhang* te verminderen. Zoals gezegd zullen schuldeisers daarmee akkoord gaan als ze hiermee de ondernemer kunnen prikkelen om projecten te ondernemen die de werkelijke waarde van hun vorderingen doet toenemen in de richting van de nominale waarde. Of alternatief kan de ondernemer in sommige gevallen zijn vennootschap met een *debt overhang* failliet laten gaan en een nieuwe vennootschap oprichten waarvan het netto actief per definitie niet negatief zal zijn, en waar de ondernemer dus wel voor eigen winst zal kunnen werken. Zie in die zin L. BEBCHUK en J. FRIED, "The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy: Further thoughts and a Reply to Critics", *Cornell Law Review* 1997, 1335. Maar soms kan het waardevol project ook gewoon door een andere ondernemer, die per hypothese geen last heeft van een *debt overhang*, opgepikt worden. W. BRATTON, "Bond covenants and creditor protection: Economics and law, theory and practice, substance and process", *EBOR* 2006, 7.

⁶⁰ Grondlegend: G. AKERLOF, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, 488-500. Voor een toepassing op de *debt markets*: H. LELAND en D. PYLE, "Information Assymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, 1977, 371.

⁶¹ Grondlegend: M. SPENCE, "Job Market Signaling", *Quarterly Journal of Economics*, 1973, 355-374.

⁶² Grondlegend: J. STIGLITZ, "The Theory of "Screening," Education, and the Distribution of Income", *The American Economic Review*, 1975, 283-300.



De economische wetmatigheid is dat hoe meer risico je als investeerder draagt, hoe meer informatie je nodig hebt, hoe duurder je investering wordt voor de onderneming die het project wil ondernemen.⁶³ Wanneer je investering in een onderneming gegarandeerd wordt door de Duitse staat heb je minder prikkels om *ex ante* een (dure) *due diligence* te organiseren.

In die zin kan een goede rangregeling welvaartsverhogend werken op ongeveer dezelfde manier als bij het fenomeen *overinvestment*.⁶⁴ Degene die het goedkoopst informatie kan bekomen moet, vanuit de variabele informatiekosten, meer risico dragen. Een (opnieuw simpel en karikaturaal) voorbeeld ter illustratie.

Stel dat een briljante professor een vaccin kan ontwikkelen aan een kost 100.000 EUR. Ze weet ook zeker dat het project 140.000 EUR zal genereren, en er dus uiteindelijk een winst van 40.000 EUR zal zijn. De professor heeft evenwel maar 25.000 EUR aan middelen. Nog eens 20.000 EUR kan de professor krijgen door een levering met een lange betaaltermijn bij een leverancier die ook in de medische sector actief is. De overige 55.000 EUR moet ze lenen bij de bank.

Voor de professor, die het project zeer goed kent en dus alle informatie heeft, is het duidelijk dat de return 140.000 EUR is. Voor de leverancier die in de sector zit is het duidelijk dat het project minimaal 80.000 EUR zal genereren. Om na te gaan of het project uitiem minimaal 100.000 EUR zal opbrengen (en iedereen zijn inleg terugkrijgt) dient de leverancier een onderzoek uit te voeren dat 10.000 EUR kost. Voor de bank, die er het verst vanaf staat, is enkel duidelijk dat het project 60.000 EUR zal opleveren. De kosten voor de bank om na te gaan of het project minimaal 100.000 zal genereren bedragen 35.000 EUR.

Stel nu dat de drie de partijen/financiers bij falen *pari passu* delen. In dat geval zal het vaccin niet ontwikkeld worden. De onderzoekskosten van de leverancier en de bank bedragen samen 45.000 EUR (10.000 EUR + 35.000 EUR). Dat is meer dan de potentiële winst van 40.000 EUR. Zelfs indien de professor de onderzoekskosten draagt voor de leverancier en de bank uit de winst scheurt ze haar broek ten bedrage van 5.000 EUR.

Stel nu dat de professor akkoord gaat om haar vordering achter te stellen, bv. door een vennootschap op te richten voor het project en haar 25.000 EUR als achtergesteld aandelenkapitaal in te brengen. In dat geval vallen de kosten van het onderzoek naar de slaagkans door de leverancier van 10.000 EUR weg. De leverancier is immers zeker dat het project 80.000 EUR zal opbrengen.⁶⁵ Het vaccin zal ontwikkeld worden. In dit geval

⁶³ Grondlegend: S. MYERS en N. MAJLUF "Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics* 1984, 187-221.

⁶⁴ Toegang tot- goedkope informatie zorgt er trouwens ook voor dat een schuldeiser efficiënter zijn schuldenaar kan "controleren" in het kader van *overinvestment*. Beide concepten zijn dus sterk verbonden (en misschien zelfs tot op bepaalde hoogte in deze bijdrage artificieel van elkaar gescheiden).

⁶⁵ Zelfs indien het project maar 80.000 EUR genereert is dat nog voldoende om de bank (55.0000 EUR) en de leverancier 20.000 EUR te betalen. Door de achterstelling van de professor (die 25.000 EUR investeert) weet de leverancier dat een eventueel verlies integraal door de professor zal gedragen worden zolang het project minimum (100.000 EUR-25.000 EUR inbreng) 75.000 EUR genereert, de leverancier zal dus geen onderzoek meer doen want 75.000 EUR < 80.000 EUR. De bank die op basis van haar informatie maar zeker is dat het project 60.000 EUR zal genereren, daarentegen, is nog steeds niet gerust, want 75.000 EUR > 60.000 EUR. De bank zal dus nog steeds een duur onderzoek van 35.000 EUR moeten uitvoeren om na te gaan of het project veilig is.



houdt de professor, na aftrek van de betaling van de onderzoekskosten van de bank immers nog 5.000 EUR winst over (40.000 EUR winst - 35.0000 EUR kosten).

Maar de optimale situatie is deze waarbij de bank ook nog eens een prioriteit krijgt boven de leverancier (bv. via een pand op handelszaak). Aangezien de bank zonder verder onderzoek nu al zeker is dat het project 60.000 EUR zal opbrengen waarop ze een prioriteit kan doen gelden, zal ze geen verder duur onderzoek van 35.000 EUR meer moeten uitvoeren, want haar vordering bedraagt maar 55.000. In dat geval is iedereen beter af, de bank en de leverancier zijn zeker van hun geld, de professor maakt 40.000 EUR winst,⁶⁶ en de maatschappij heeft een nieuw waardevol vaccin.

Zo kan ook bv. het voorrecht van de verkoper gemoduleerd worden in functie van de informatiekosten. De informatiekosten van een Amerikaanse IT-onderneming, die dertig laptops aan een autoleasingonderneming in Kortrijk verkoopt op krediet, zullen typisch relatief hoog zijn. De informatiekosten voor de garagehouder, op hetzelfde industrieterrein in Kortrijk gevestigd, die wagens verkoopt aan de autoleasingonderneming en iedere vrijdagavond met de CEO van de leasingmaatschappij op café gaat, zullen veelal lager zijn.

Het is, minstens vanuit de informatiekosten, en waarschijnlijk ook vanuit de kosten verbonden aan *overinvestment*, waardevernietigend om in een dergelijk geval de garagehouder een voorrecht (of eigendomsvoorbehoud) te geven op de verkochte wagens. Veel goedkoper dan de Amerikaanse IT-leverancier zal de garagehouder te weten kunnen komen of de autoleasingmaatschappij al dan niet een kwalitatieve onderneming is. Er zijn uiteraard nog andere zaken die spelen, maar dit voorbeeld suggereert (*all else equal*) dat het, op basis van de informatiekosten (en *overinvestment*) niet volkomen onlogisch om bv. eigendomsvoorbehoud uit te sluiten bij transacties tussen ondernemingen in dezelfde sector.

Net als bij *underinvestment* (zie hoger) is er opnieuw is er één groep die altijd “investeert” en nooit *ex ante* kosten en tijd spendeert om na te gaan of de schuldenaar financieel kwalitatief is, de onvrijwillige schuldeisers. Het is dan ook op basis van de informatiekosten, *other things being equal*, nuttig deze onderaan de ladder te plaatsen. Maar ook hier geldt dan weer dat voor bv. slachtoffer van onrechtmatige daad dit, ook rekening houdende met de andere variabelen, zoals *overinvestment*, mogelijks in het grotere plaatje niet efficiënt zal zijn.⁶⁷

6. Risicopreferentie en diversifiëring

Een laatste element waarbij een goede rangregeling maatschappelijke waarde kan creëren heeft betrekking op de financiële preferenties van personen. Wanneer iemand risico-neutraal⁶⁸

⁶⁶ Eventueel moeten de kosten voor zijn achterstelling (oprichten van een vennootschap) en de kosten voor de registratie in het pandregister van het recht van de bank, nog van de winst afgetrokken worden.

⁶⁷ Enkel uitgaande van de informatiekosten is, i.t.t. bij de analyse m.b.t. tot *underinvestment* en risico-aversie, het zelfs niet “cynisch” om onvrijwillige schuldeisers onderaan de ladder te plaatsen. Het is niet omdat een project een hoge informatiekost heeft voor vrijwillige schuldeisers dat de schuldenaar de onvrijwillige niet zal kunnen vergoeden wanneer het project met positieve netto contante waarde wordt uitgevoerd.

⁶⁸ Risico-neutraliteit betekent dat de beslissing van de investeerder om te investeren in een bepaalde onderneming niet aangetast wordt door het risico dat eraan verbonden is. Een dergelijke investeerder zal evengoed investeren in een belegging die zeker 100 EUR opbrengt als in een belegging die 50% kans heeft om 0 EUR op te brengen en 50% kans om 200 EUR op te brengen. De theoretische *ex ante* waarde is immers in beide gevallen hetzelfde, 100 EUR.



is zal deze persoon *ceteris paribus*, geen interesse hebben in zijn rang bij samenloop. Is zijn rang hoger, dan zal zijn risico lager zijn, maar zijn opbrengst ook lager, en *vice versa*.

In realiteit zijn de meeste mensen, zeker wanneer het belangrijke stukken van hun vermogen betreft, risico-avers en verkiezen tot op bepaalde hoogte zekerheid boven een potentieel verhoogde opbrengst.⁶⁹ Voor risico-averse personen is diversificatie van investeringen zinvol. Diversificatie laat, zoals geweten, toe het totale risico te verlagen.⁷⁰

Wat is de relevantie van rangdiversificatie dan? Vooreerst, wanneer twee personen even risico-avers zijn, dan zal de persoon die het best in staat is om haar risico te diversifiëren beter geplaatst zijn om een lagere rang te genieten bij samenloop. Immers, zij kan het extra risico dat ze draagt minstens gedeeltelijk compenseren door een betere diversificatie.

Ten tweede, los van mogelijkheden tot diversificatie, zijn niet alle personen even risico-avers, sommigen gaan op zoek naar meer risico, zelfs indien hun dat rendement kost.⁷¹ In dat geval is het ook efficiënt om de meeste risico-averse persoon de hoogste rang te geven.

Een persoon die risico-avers is (en/of risico niet kan diversifiëren) zal in vergelijking met een persoon die minder risico-avers is dan ook een disproportionele vergoeding (bv. hogere interest op een lening) vragen om bijkomend risico te dragen. Dat betekent concreet dat het meest risico leggen bij degene die er "het beste tegen kan", de *cost of capital* doet dalen, waardoor meer maatschappelijk waardevolle economische projecten kunnen ondernomen worden.⁷²

Dit heeft ook te maken met het afnemend marginaal nut van rijkdom (het verschil tussen 0 i.p.v. 10 miljoen bezitten is voor de meeste mensen groter dan het impactverschil tussen 10 miljoen en 20 miljoen bezitten, iemand met 10 miljoen zal niet snel alles of niks (50% kans) spelen om 20 miljoen te kunnen hebben).

⁶⁹ In het voorbeeld in de vorige voetnoot zou een risico afkerige bijvoorbeeld zich eerder tevreden stellen met 90 EUR en zekerheid dan de gok te wagen (met een verwachtingswaarde van 100 EUR) en mogelijks niets ontvangen.

⁷⁰ *Ex multis*: M. DELOOF, S. MANIGART, H. OOGHE en C. Van HULLE, *Handboek Bedrijfsfinanciering*, Antwerpen - Cambridge, Intersentia, 2012, 76 e.v.

⁷¹ De risico zoekend persoon uit het voorbeeld in voetnoot 68 en 69 zal zelfs wanneer hij zeker 110 EUR krijgt nog liever de gok wagen en mogelijks 200 EUR verdienen.

⁷² Zie bv. A. SCHWARTZ, "Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories", *The Journal of Legal Studies*, 1981, 22-23; J. WHITE, "Efficiency Justifications for Personal Property Security", *Vanderbilt Law Review*, 1984, voetnoot 17 en 491 e.v.; T. JACKSON en R. SCOTT, "On the Nature of Bankruptcy: an Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditor's Bargain", *Vanderbilt Law Review* 1989, 165; R. POSNER, *Economic Analysis of Law*, New York, Aspen Publishers, 2011, 540; D. D'ONFRO, "Limited Liability Property", *Cardozo Law Review* 2018, 1393. Deze theorie is in het verleden al in twijfel getrokken. Zie: A. SCHWARTZ, "Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories", *The Journal of Legal Studies*, 1981, 22-23; A. SCHWARTZ, "The Continuing Puzzle of Secured Debt", *Vanderbilt Law Review* 1984, 1062-1066; D. CARLSON, "Secured Lending as a Zero Sum Game", *Cardozo Law Review* 1998, 1667 e.v. TRIANTIS is in dit verband van mening dat het heterogene risico-aversieargument niet opgaat aangezien de prijs van *debt* en *equity* niet bepaald wordt door individuele investeerders, maar door de markt als geheel. Zie G. TRIANTIS, "Secured Debt under Conditions of Imperfect Information", *The Journal of Legal Studies*, 1992, 227 e.v. Nochtans is het een feit dat een groot deel van de kredietmarkt (in de eerste plaats banken) door financiële regulering wordt gedwongen zich relatief voorzichtig op te stellen. Zie bijvoorbeeld M. CAREY, M. POST en S. SHARPE, "Does Corporate Lending by Banks and Finance Companies Differ? Evidence on Specialization in Private Debt Contracting", *The Journal of Finance* 1998, 846-847. Bovendien lijkt het argument van TRIANTIS uit te gaan van een onrealistisch efficiënte en liquide markt. Bij besloten vennootschappen zal dit meestal niet het geval zijn. Zie ook in het algemeen: S. SHAVELL, *Economic Analysis of Accident Law*, Cambridge, Harvard



Een voorbeeldje daarvan zijn de voorrechten die werknemers in vele jurisdicties genieten bij insolventie (de zogenaamde sociale voorrechten). Men leest wel eens als *ratio* voor de sociale voorrechten dat de “zwakke” werknemer moet beschermd worden. Welnu, deze sociale voorrechten kunnen veelal ook perfect verklaard worden vanuit een pure, immorele, economische efficiëntieoefening.

Misschien gaat de wetgever er vanuit dat werknemers gemiddeld gezien minder financiële buffers hebben dan andere schuldeisers en daarom ook gemiddeld gezien meer risicoavers zijn dan andere schuldeisers. In dat geval is het zinvol om werknemers een voorrang te geven.

Zelfs in de hypothese dat, *all other things equal*, werknemers even risico-avers zijn als andere schuldeisers is het efficiënter om hen een hogere rang te geven. Waarschijnlijk is de “gemiddelde” werknemer namelijk minder goed in zijn risico diversifiëren dan de gemiddelde andere schuldeiser van een onderneming. Bv. als leverancier kan je je risico vaak spreiden over vele klanten, maar als werknemer is het veel moeilijker om je arbeid te spreiden over vele werkgevers, de meeste werknemers hebben maar één werkgever. Ook diversificatie wijst dus in de richting van een voorrang voor werknemers.

Voor een ander voorbeeld kan verwezen worden naar de Arco-zaak.⁷³ Van de Arco-coöperanten wordt soms beweerd dat deze geen “aandeelhouders” zijn, maar “spaarders”. Juridisch is deze redenering misschien wat moeilijk, maar economisch is het zeker niet onwaarschijnlijk dat de Arco-coöperanten gemiddeld genomen meer risico-avers waren dan de (institutionele) schuldeisers van de Arco-vennootschappen. Economisch gezien was het dan ook misschien efficiënter om de coöperanten *ex ante*, net als “echte” spaarders een hogere rang te geven.⁷⁴

In een wereld waar mensen risico-avers zijn bestaat dus het gevaar dat sommige maatschappelijk zinvolle economische projecten niet ondernomen worden uit “schrik”.⁷⁵ Opnieuw kunnen de “onvrijwillige” schuldeisers, net als bij de hoger besproken variabelen *underinvestment* en informatie, een cynische rol spelen bij het beperken van de kost van risico-aversie.⁷⁶

In de sectie over *overinvestment* hebben we gezien dat kosten kunnen geëxternaliseerd worden naar *non-adjusting creditors*. En dat dit niet goed was, want dan zouden ondernemers aanzetten tot investeringen die maatschappelijk gezien ongewenst zijn. Maar in een wereld met veel

University Press, 1987, 190 (“*The presence of risk-averse parties means that the distribution or allocation of risk will itself affect social welfare. Specifically, and assuming for convenience that social welfare is the sum of parties’ expected utilities, the shifting of risks from the risk averse to the risk neutral, or, generally, from the more to the less risk averse will raise social welfare.*”).

⁷³ Zie voor wat historiek bijvoorbeeld: F. BOSTOEN, P. JANSEN en K. VANDORMAEL, “Arco-garantieregeling na de uitspraak van het Grondwettelijk Hof: terug naar af? Een juridische analyse van de status quo” (noot onder Grondwettelijk Hof 15 juni 2017), *TRV* 2018, 111 e.v.

⁷⁴ Ook voor wat betreft *overinvestment* is het eerder onwaarschijnlijk dat de lage rang van de Arco-coöperanten efficiënt was. Een hogere rang voor de coöperanten had de andere schuldeisers, die waarschijnlijk meestal beter waren in *monitoring*, er misschien toe aangezet om te eisen van de Arco-vennootschappen dat ze een voorzichtiger beleggingsbeleid aan de dag legden.

⁷⁵ In een wereld waar iedereen risico-neutraal is zouden de projecten met het hoogste risico-rendement ondernomen worden, zelfs indien een bepaald project zeer hoge risico’s met zich meebrengt en de ondernemer zijn volledig vermogen daardoor kan verliezen.

⁷⁶ Zie in het bijzonder ook de verwijzingen in de voetnoten 52 tot 58.



risico-aversie (of veel *underinvestment* – zie hoger) is *overinvestment* misschien niet het grootste probleem, maar wel dat mensen “te bang” zijn om te ondernemen. Het cynische zit dan in het feit dat zwakke schuldeisers als hefboom kunnen gebruikt worden om deze “angst” te overwinnen.

Zo lees je wel eens dat de figuur beperkte aansprakelijkheid ondernemerschap “stimuleert”, *i.e.* personen met veel risico-aversie aan zet te ondernemen.⁷⁷ Dat is ongetwijfeld waar, maar beperkte aansprakelijkheid doet uiteraard het risico van ondernemen niet verdwijnen. Net zoals rangdifferentiatie risico verschuift, verschuift beperkte aansprakelijkheid het risico van de beperkte aansprakelijke ondernemer naar de schuldeisers (inclusief bv. de slachtoffers van onrechtmatige daad). Dat zou aanvaardbaar zijn indien we o.a. weten dat vennootschapsschuldeisers (inclusief de onvrijwillige) minder risico-avers zijn dan aandeelhouders (en er sprake is van een correcte compensatie), maar dat weten we niet, en het is zelfs vrij twijfelachtig.

Eenzelfde redenering geldt voor de figuur *secured credit*. Misschien nog meer dan voor beperkte aansprakelijkheid, is er een wetenschappelijke consensus dat *secured credit* toelaat om risico naar zwakke schuldeisers te externaliseren.⁷⁸

De idee – die geen redelijk mens op een dergelijke kille berekende manier zou verdedigen – is dan ook dat door (via bv. prioriteiten of beperkte aansprakelijkheid) toe te laten risico te externaliseren naar partijen die zich niet goed kunnen “beschermen”, risico-averse personen sneller bereid zullen zijn maatschappelijk waardevolle projecten te ondernemen.⁷⁹ De rechtvaardiging daarvan is dan ook niet sterker dan dat de baten die dergelijke risicoverdelende mechanismen genereren voor de maatschappij de kosten voor de groep zwakke schuldeisers overtreffen.⁸⁰

⁷⁷ *Ex multis*: C. REMBAR, “Claims against affiliated companies in reorganization” *Columbia Law Review* 1939, 908.

⁷⁸ *Ex multis*: L. BEBCHUK, en J. FRIED, “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy: Further thoughts and a Reply to Critics”, *Cornell Law Review* 1997, 1279-1348.

⁷⁹ Zie vanuit het (functioneel gelijkaardige) kader van beperkte aansprakelijkheid: D. MILTON, “Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability”, *Emory Law Journal* 2007, 1317 (“*The real policy basis for limited liability does not appear to be efficiency. Instead, the goal seems to be to promote investment by transferring risk from investors to creditors.*”)

⁸⁰ Dit is een toepassing van het criterium van Kaldor-Hicks. Zie voetnoot 55. Dit “positief” effect van *secured credit* en beperkte aansprakelijkheid wordt niet zo vaak beschreven in de wetenschappelijke literatuur. Veel economen beschrijven enkel de andere (moreel superieure) kant van de medaille, namelijk dat een hogere rang voor zwakke schuldeisers de kosten van *overinvestment* verlaagt (zoals hoger besproken in de sectie m.b.t. *overinvestment*). Eerder uitzonderlijk over de balans tussen de kost van risico-aversie en de kost van *overinvestment*: J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 65-66; H. HANSMANN en R. KRAAKMAN, “Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts”, *The Yale Law Journal*, 1990, 1887 (“*Imposing full damages on a risk-averse injurer may lead to overdeterrence.*”) en 1888 (“*[...] any such risk-sharing advantages of limited liability must be offset against the incentives limited liability creates for opportunistically doing business through small thinly capitalized corporations.*”); D. LEEBRON, “Limited Liability, Tort Victims and Creditors, 1991, 1586 (“*[...] it is doubtful whether enough corporations produce positive externalities to justify a blanket rule of limited liability.*”) en evenwel 1630 (“*While limited liability of close corporation shareholders may encourage a certain amount of undue risk, unlimited liability would probably result in excessive risk aversion by entrepreneurs, particularly given the inability of such investors to diversify.*”); A. PRICE, “Tort Creditor Superpriority and Other Proposed Solutions to Corporate Limited Liability and the Problem of Externalities”, *George Mason Law Review* 1995, 464-465; S. SHAVELL, *Foundations of economic analysis of law*, Cambridge, Harvard University Press, 2004, 260 (“*[...] if injurers are risk averse, it is not socially desirable to “internalize” fully the harm they do*”). S. BAINBRIDGE en M. HENDERSON, *Limited Liability, A Legal and Economic Analysis*, Northampton, Edgar Elgar, 2016, 51 (“*Encouraging risk taking, however, cannot be a complete*



Zo wordt soms geopperd dat voor zover de mechanismen (i) beperkte aansprakelijkheid, of (ii) *secured credit*, enkel worden gebruikt om risico-averse personen aan te zetten om te ondernemen (*quon non*)⁸¹ deze beter wordt afgeschaft, en worden vervangen door bijvoorbeeld een overheidssubsidie. Een overheidssubsidie (die per hypothese noodzakelijk is om de “schrik” tot ondernemen te overwinnen) zorgt er immers voor dat het risico egaal wordt gedragen door de maatschappij, terwijl beperkte aansprakelijkheid (en *secured credit*) de subsidie onttrekt aan een groep van vooral eerder zwakke partijen.⁸²

Maar risico-aversie kan nog andere risicoverdelende figuren (gedeeltelijk) verklaren. Het feit dat de lasthebber⁸³, inclusief de bestuurder,⁸⁴ niet gebonden is voor de daden die zij stelt “in naam en voor rekening” van haar principaal/vennootschap (dit noem ik even de “vertegenwoordiging-theorie”) kan minstens gedeeltelijk gelegitimeerd worden vanuit het mitigeren van de negatieve effecten van risico-aversie op de maatschappelijke waardecreatie.

Zoals hoger reeds opgemerkt zijn bestuurders, op basis van de controle en informatie die ze hebben m.b.t. de vennootschap waarvan ze bestuurder zijn, zeer goed geplaatst zijn om *overinvestment* te beperken.⁸⁵ In die zin zou het niet onlogisch zijn om bestuurders gewoon aansprakelijk te houden voor het passief van de vennootschap, minstens hun vorderingen achter te stellen.⁸⁶

Maar daar komt de “risico-aversie” dan opduiken. Waarom zou een bestuurder maatschappelijk zinvolle ondernemingsrisico’s nemen waarvan hij de volledige *downside* internaliseert, maar waarvan de winsten naar de aandeelhouders gaan?⁸⁷ Vandaar de bescherming van de bestuurder door vertegenwoordiging-theorie.⁸⁸

Het probleem is dan uiteraard terug dat de balans hierdoor aan de andere kant wordt verstoord. De bestuurder heeft door de bescherming van de vertegenwoordigingstheorie meer prikkels tot overinvestering (bv. om zijn reputatie op de arbeidsmarkt te verhogen, om een hogere bonus te halen, etc.).

explanation for limited liability. There is no reason to think that limited liability results in an optimal level of risk taking. To the contrary [...] it seems certain that some risks are still externalized onto corporate outsiders.”)

⁸¹ Er zijn nog veel andere (voornamelijk) goede economische redenen voor de rechtsfiguur beperkte aansprakelijkheid en *secured credit*. Zie voor beperkte aansprakelijkheid *ex multis*: P. HALPERN, M. TREBILCOCK en S. TURNBULL, “An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law”, *The University of Toronto Law Journal*, 1980, 147 e.v.; D. LEEBRON, “Limited Liability, Tort Victims and Creditors”, 1991, 1650 e.v.; F. EASTERBROOK en D. FISCHER, “Limited Liability and the Corporation”, *The University of Chicago Law Review*, 1985, 104 e.v.; H. HANSMANN en R. KRAAKMAN, “Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts”, *The Yale Law Journal*, 1990, 1919 e.v. Zie voor *secured credit ex multis*: F. HELSEN, *The Law and Economics of Secured Lending*, Intersentia, 2021, 522 p.

⁸² Zo schrijft STONE over beperkte aansprakelijkheid: “It is an odd subsidy that rewards those who do nothing more than fill out various documents of incorporation, that dilutes the disincentives for the flouting of public policy, and that singles out the injured as contributors rather than finding support from the community at large.”. D. STONE, “The Place of Enterprise Liability in the Control of Corporate Conduct”, *Yale Law Journal* 1980, 68.

⁸³ Voor België artikel 1997 oud BW.

⁸⁴ Voor België artikel 2:49 WVV.

⁸⁵ Bv. door de boeken neer te leggen wanneer het geen zin heeft om de onderneming verder te zetten.

⁸⁶ Zie hierover ook de verwijzing in voetnoot 43.

⁸⁷ Feitelijk gaat het (wanneer de vertegenwoordigingstheorie niet zou bestaan) dus niet enkel om risico-aversie, maar ook om sub-optimale verloning (risico-rendement van een bestuurder zit niet juist).

⁸⁸ Maar dit kan ook nog andere juridische figuren gedeeltelijk verklaren, zoals de immuniteit van de uitvoeringsagent of de minder zware aansprakelijkheid van werknemers (voor België: artikel 18 Arbeidsovereenkomstenwet).



Via bestuurdersaansprakelijkheid (die de prikkel tot *overinvestment* verlaagt, maar ook “angst” tot ondernemen genereert) als tegengewicht van de vertegenwoordiging-theorie (die de prikkel op *overinvestment* verscherpt, maar ook aanzet tot het nemen van (zinvolle) ondernemingsrisico’s) trachten beleidsmakers dan een soort evenwicht te vinden. In functie van dat evenwicht kan ze voorwaarden voor de toepassing van bestuurdersaansprakelijkheid verstrengen (meer prikkel tot *overinvestment*, maar minder prikkel tot ondernemen) of verscherpen (minder prikkel tot *overinvestment* maar ook minder prikkel tot ondernemen). In praktijk zijn de voorwaarden voor bestuurdersaansprakelijkheid best streng (o.a. de marginale toetsing), wat de prikkel voor de bestuurder om te ondernemen dus verhoogt.⁸⁹

Maar zelfs dan zijn er nog andere rechtsfiguren die verdere nuance kunnen brengen. Zo werd in België (onder bepaalde voorwaarden) een *cap* ingevoerd op de bestuurdersaansprakelijkheid.⁹⁰ Als een slinger gaat het dus van (i) geen aansprakelijkheid (vertegenwoordiging-theorie), (ii) naar meer aansprakelijkheid (bestuurdersaansprakelijkheid onder voorwaarden) naar (iii) terug toch een beetje minder (maximale) aansprakelijkheid (de *cap*).⁹¹

7. Afsluitende beschouwingen

Hier kan herhaald worden dat rangdifferentiatie op zich geen “herverdeling van schaarse middelen” doet ontstaan tussen hoger en lager gerangschikte partijen bij samenloop.⁹² Bijvoorbeeld het feit dat werknemers genieten van sociale voorrechten wordt volgens de economische theorie verdisconteerd in de prijs, m.a.w. een *ex ante* lager loon voor alle werknemers.⁹³

Dat betekent niet dat rangdiversificatie zinloos is, integendeel. Door een juiste verdeling van risico kan waarde gecreëerd worden doordat de *cost of capital* van de schuldenaar naar beneden gaat, en deze dus ook meer sociaal wenselijke projecten kan ondernemen.

In een ideale wereld zouden alle (potentiële) schuldeisers op voorhand samenzitten en afspreken hoe de rangregeling (en risico-verdeling) er moet uitzien.⁹⁴ Waarbij risico-averse

⁸⁹ De vertegenwoordiging-theorie is functioneel sterk verwant aan de beperkte aansprakelijkheid voor aandeelhouders. *Veil piercing* is dan voor aandeelhouders de functionele equivalent van wat bestuurdersaansprakelijkheid voor bestuurders is.

⁹⁰ Artikel 2:57 WVV.

⁹¹ Aangezien *veil piercing* en bestuurdersaansprakelijkheid functioneel verwant zijn zou men om exact dezelfde redenen ook kunnen overwegen een *cap* op aandeelhoudersaansprakelijkheid te zetten.

⁹² In deze bijdrage werd er vanuit gegaan dat de *creditor’s bargain* steeds wordt gerespecteerd. Namelijk dat de *ex ante* regeling (*i.e.* de rangregeling die voor het ontstaan van de samenloop wettelijk was bepaald of conventioneel afgesproken) na het ontstaan van de samenloop niet non-consensueel kan worden gewijzigd. Indien dit wel mogelijk zou zijn, bv. zoals soms bij een gerechtelijke reorganisatie, dan kan de nieuwe rangregeling potentieel wel een herverdelend effect hebben. Immers een *ex post* wijziging aan de rang is veel moeilijker om *ex ante* te verdisconteren. Zie over de *creditor’s bargain* grondlegend: T. JACKSON, “Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements and the Creditor’s Bargain”, *Yale Law Review* 1982, 857-907. Zie *ex multis* over *ex post* rangwijzigingen bij gerechtelijke reorganisatie: F. DE LEO en S. LANDUYT, “De laatsten zullen de eersten zijn: over prioriteiten bij herstructurering” *TPR* 2021, 1617-1727.

⁹³ Uiteraard is het in praktijk niet zo dat werknemers en werkgevers typisch de sociale voorrechten op tafel gooien als argument bij loondiscussies, maar in het grotere geheel kunnen deze effecten er wel zijn (al zie je ze niet met het blote oog), en zouden ze er moeten zijn volgens de economische theorie. Zie ook voetnoot 39.

⁹⁴ Dit is een element uit de *creditor’s bargain* theorie. Zie voetnoot 92.



personen bv. graag bereid zullen zijn om in ruil voor een lagere return minder risico te dragen. In de werkelijkheid is een dergelijke *ex ante* coördinatie tussen schuldeisers uiteraard onmogelijk.⁹⁵

In se zijn de wettelijke regels rond rang dan ook niets meer dan een *best guess* van de wetgever hoe schuldeisers anders *ex ante* zouden gecontracteerd hebben. Mochten alle schuldeisers samen zitten om over het zinkend schip te onderhandelen zouden ze wel overeenkomen dat de redder de hoogste rang (en een mooie premie) krijgt, iedereen is immers beter af door de redding. Werknemers zouden misschien wel overeenkomen met de leveranciers van hun werkgevers dat ze iets minder loon krijgen in ruil voor meer zekerheid.

Wanneer de wetgever deze denkbeeldige onderhandelingsoefening en rangregels voor specifieke gevallen en personen uitvoert kan het dus misschien wel helpen om, als ezelsbrugje, minstens eens de factoren (i) overinvestering, (ii) onderinvestering, (iii) informatiekosten en (iv) risico-aversie, tegen elkaar af te wegen. De uitkomst van deze oefening zal zeker niet (altijd) volledig zijn, of zelfs (altijd) logisch. De oefening kan wel mogelijks al een eerste inzicht verschaffen in de zin of onzin van een regel, en kan daarna verder aangevuld worden met verdere relevant variabelen (of niet-relevante variabelen kunnen weggelaten worden). Doorheen deze bijdrage werden voor bepaalde rechtsfiguren al hier en daar een (onvolledige) toetsing gedaan aan bepaalde van de 4 basisvariabelen (bv. voor bestuurdersaansprakelijkheid), maar in bijlage zal ik, ter illustratie, deze oefening specifiek en meer volledig voor twee risicoverdelende figuren uitvoeren (*i.e.* voor de fiscale voorrechten en schuldvergelijking na samenloop).

Zoals doorheen deze bijdrage regelmatig werd verduidelijkt is de ontwikkelde economische theorie niet beperkt tot zekerheidsmechanismen en voorrechten in de strikte juridische zin, maar kan ze ook toegepast worden op andere rechtsfiguren die het risico van het falen van een “onderneming” verdelen, zoals (de *cap* op) bestuurders- en bankiersaansprakelijkheid, minimumkapitaal, beperkte aansprakelijkheid, vertegenwoordigingsbevoegdheid, etc.

We hebben gezien dat er een genuanceerd samenspel is tussen de klassieke zekerheidsmechanismen en de andere risicoverdelende mechanismen, waarbij via een optimale juridische mix getracht wordt om een zo evenwichtige mogelijke verdeling van risico te vinden die maximaal stimuleert tot positief (lees waardemaximaliserend) ondernemen. Zo krijgen banken, die vaak vrij risico-avers zijn, de mogelijkheid om hun vorderingen te beschermen met een zekerheid. Dit verhoogt echter het gevaar op *overinvestment* (bv. het

⁹⁵ Dit is het befaamde Coase-theorem dat stelt dat in een wereld zonder transactiekosten partijen altijd zullen onderhandelen tot ze tot een voor iedereen meest optimale uitkomst komen. In de werkelijke wereld zijn er uiteraard oneindig veel redenen waarom er niet effectief kan onderhandeld worden, daarom is het relevant dat de wetgever denkbeeldige onderhandelingen uitvoert en de uitkomst daarvan in regels giet die zo dicht mogelijk de afspraken benaderen die de meeste partijen anders zelf zouden overeengekomen zijn (de *hypothetical bargain*). Zie R. COASE, “The Problem of Social Cost”, *The Journal of Law & Economics* 1960, 1-44 en I. AYRES en R. GERTNER, “Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules”, *The Yale Law Review* 1989, specifiek 92-93.



toestaan van krediet aan een onderneming die gedoemd is te falen). Om, zonder de banken het recht om hun vordering te zekeren af te nemen, de balans wat meer in evenwicht te krijgen bestaat de figuur bankiersaansprakelijkheid. Door de bankiersaansprakelijkheid blijft de bank een beetje *skin in the game* houden en wordt het risico op *overinvestment* dus wat gemitigeerd.⁹⁶

Zelfs indien de economische theorie opgenomen in deze bijdrage compleet en finaal zou zijn – *quod non* – dan nog kunnen er geen definitieve conclusies voor of tegen een bepaald(e) (mix van) zekerheidsmechanisme(n) geformuleerd worden. Bijna steeds zullen – voor ieder (mix van) mechanisme(n) – de verschillende variabelen tegen elkaar afgewogen moeten worden. Voor sommige mechanismen zal de theorie duidelijk aangeven naar welke kant men moet gaan (prioriteit of niet), voor andere mechanismen zal dit zeer moeilijk zijn bij afwezigheid van empirische gegevens.⁹⁷ Ultiem blijft de kosten-baten afweging altijd een beetje “gissen” voor beleidsmakers.⁹⁸

In ieder geval (maar ook contra-intuïtief) heeft het nastreven van een gelijke rang voor iedereen bij samenloop, of zelfs maar het streven naar een groter deel van de koek voor chirografaire schuldeisers conceptueel geen enkele zin.⁹⁹ Aangezien twee schuldvorderingen en schuldenaars bijna altijd verschillende kenmerken en preferenties hebben, zou het al een zeer groot toeval moeten zijn dat hun efficiënte rang exacte gelijkheid is. Elon Musk, die waarschijnlijk weinig risico-avers is, kan een chirografaire schuldeiser zijn. Maar ook alleenstaande ouder die elke dag vecht om de eindjes aan elkaar te knopen en voor wie ieder financieel verlies bijzonder hard aankomt kan evengoed in de categorie van chirografaire schuldeisers terechtkomen.

Dit laatste is waarschijnlijk de reden waarom men sympathie heeft voor de chirografaire schuldeisers. Niet een blinde aanbidding van het gelijkheidsbeginsel door insolventiespecialisten, maar eerder het gevoel dat de groep chirografaire schuldeisers veelal uit zwakke schuldeisers bestaat. Schuldeisers van wie het waarschijnlijk economisch niet efficiënt is om ze helemaal onderaan de ladder te plaatsen. Aan de andere kant is er wel het

⁹⁶ Maar opnieuw moet zelfs binnen de figuur bankiersaansprakelijkheid naar evenwichten worden gezocht. Een te “gemakkelijke” bankiersaansprakelijkheid zal risico-averse banken afschrikken om maatschappelijk waardevolle projecten te financieren. Daarom dat bankiersaansprakelijkheid aan strenge voorwaarden is onderworpen en maar eerder uitzonderlijk toepassing vindt in de praktijk. Theoretisch zou men, indien banken te risico-avers blijken te zijn, zoals in België bij bestuurdersaansprakelijkheid, ook een *cap* kunnen plaatsen op de bankiersaansprakelijkheid.

⁹⁷ Zie bijvoorbeeld voor de moeilijke kosten-baten afweging van insolventierechtelijke bescherming van OTC Derivaten (inclusief schuldvergelijking na samenloop): S. LUBBEN, “Subsidizing Liquidity or Subsidizing Markets: Safe Harbors, Derivatives, and Finance”, *American Bankruptcy Law Journal* 20017, 468.

⁹⁸ In het kader van OTC derivaten schreef JOHNSON bijvoorbeeld: “*These competing considerations cannot be mathematically weighed and balanced because the relevant risks (financial and otherwise) are difficult or impossible to measure. In the end, lawmakers must exercise sound judgment regarding the degree of legal recognition that should be afforded to close-out netting. There are no clear answers [...]*”. V. JOHNSON, “International Financial Law: The Case Against Close-Out Netting”, *Boston University International Law Journal* 2015, 125.

⁹⁹ “*If chicken soup can't hurt and may help a person who has a cold, the equality norm is the opposite: in current bankruptcy practice, it can't help – and it may (and does) hurt.*” D. SKEEL, “The Empty Idea of ‘Equality of Creditors’”, *Penn. Law Review*, 702. Zie ook R. MOCKAL, “Priority as a Pathology: The Pari Passu Myth”, *The Cambridge Law Journal*, 2001, 581-621. Zie evenwel voetnoot 15.



uitermate cynisch argument dat stelt dat het zinvol is om zwakke schuldeisers risico zonder compensatie toe te schuiven (externalisatie), deze subsidie door zwakke schuldeisers kan in bepaalde omstandigheden (bv. bij een *underinvestment*-probleem of bij risico-aversie) ondernemers prikkelen om waardeverhogende projecten te ondernemen.¹⁰⁰

In ieder geval is de *pari passu*-regel eigenlijk niets meer dan een (toegegeven onvermijdbaar)¹⁰¹ zwakgebod. Omdat de wetgever er niet in geslaagd is om de verschillende schuldenaren en schuldvorderingen netjes te categoriseren, brengt hij de overblijvers maar allemaal samen in één categorie, deze van de chirografaire schuldeisers (waar jammergenoeg waarschijnlijk disproportioneel veel zwakke schuldeisers terchtkomen).¹⁰²

In die zin (opnieuw misschien contra-intuïtief) is het feit op zich dat er veel rangafwijkingen (“wildgroei”)¹⁰³ bestaan geen probleem, behalve wanneer de kost voor de schuldeisers om hun rechtspositie in te schatten door de “complexiteit” hoger is dan de opbrengst die een efficiënte rangregeling oplevert.¹⁰⁴

Als uitiem een goede rangregeling, en meer in het algemeen een goede risico-verdeling, winsten creëert, gaan deze in de eerste plaats naar de schuldenaar. Zo is economisch-theoretisch de ultieme begunstigde van de sociale voorrechten de werkgever, en niet de werknemer. De vraag is of dit *per se* “oneerlijk” is. Zonder de efficiënte rangverdeling zou deze winst er voor niemand geweest zijn. Bovendien kan deze maatschappelijke waarde in een tweede stap misschien via belastingen (zoals een roerende voorheffing op winst) herverdeeld worden, zodat de volledige maatschappij (en in het bijzonder de “zwakke” schuldeisers) kan meegenieten van de efficiënte rangregeling.

¹⁰⁰ Zie voor dit “subsidie-argument” specifiek m.b.t. de insolventierechtelijke bescherming (inclusief van het zekerheidsmechanisme schuldvergelijking na samenloop): S. LUBBEN, “Subsidizing Liquidity or Subsidizing Markets: Safe Harbors, Derivatives, and Finance”, *American Bankruptcy Law Journal* 20017, 468 en 479-480.

¹⁰¹ Het is (voorlopig) waarschijnlijk niet mogelijk voor de wetgever om een veel completer alternatief te voorzien, dat zou de complexiteit te veel vergroten. Zie T. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986, 29-31. Zie ook S. LEVMORE en H. KANDA, “Explaining Creditor Priorities”, *Virginia Law Review* 1994, 2122-2123; V. FINCH, *Corporate Insolvency Law*, Cambridge, Cambridge University Law, 2009, 601-602.

¹⁰² Wanneer schuldeisers niet tevreden zijn met de rangregeling opgesteld door de wetgever kunnen ze uiteraard in meestal zelf nog een eigen rangregeling afspreken (bv. door een hypotheek of een pand, een overeenkomst tot achterstelling, etc). Maar in veel gevallen zullen de transactie- en coördinatie-kosten daarvoor verbiedend hoog zijn zodat dit in praktijk niet mogelijk is.

¹⁰³ Deze notie komt regelmatig voor in de Belgische rechtsleer. *Ex multis*: Voorontwerp Dirix 2011, 4 en 12.

¹⁰⁴ De jurist, die droomt van een perfect axiomatisch rechtssysteem, waarin alle juridische vragen kunnen opgelost worden, durft al eens de maatschappelijke kosten van “rechtsonzekerheid” (*i.e.* eerder onduidelijke regels) te overschatten. Economisten kunnen beter leven met een imperfect systeem, zolang de kosten van een complexe/onlogische regel de baten van deze regel niet overtreffen. Y. FELDMAN en S. LIFSHITZ, “Behind the Veil of Legal Uncertainty”, *Law and Contemporary Problems* 2011, 133 (“*In legal scholarship, it is almost self-evident that “certainty” is an advantage for regulation.*”). Nochtans wordt deze visie net bestreden in deze *paper*. Zie in dezelfde zin ook A. MUCHMORE, “Uncertainty, Complexity, and Regulatory Design”, *Houston Law Review* 2016, 1324-1326.



BIJLAGE - TOEPASSINGEN

Hierboven werden er vier relevante “basisvariabelen” geïdentificeerd om te bepalen of deze of gene rangafwijking efficiënt is (overinvestering, onderinvestering, informatiekosten en risicopreferentie). Hierna worden, ter oefening en als illustratie, de fiscale voorrechten en het concept schuldvergelijking aan deze variabelen getoetst.¹⁰⁵

De toelichting bij onderstaande voorbeelden kunnen niet, of slechts moeilijk, begrepen worden zonder (voorkennis of) eerst de relevante stukken uit de bijdrage zelf te hebben doorgenomen.

Voorbeeld 1: Fiscale voorrechten

Zonder twijfel één van de meest omstreden rangafwijkingen zijn de voorrechten die overheden,¹⁰⁶ zoals de Belgische,¹⁰⁷ vaak genieten voor allerlei (para)fiscale vorderingen.¹⁰⁸

Ter simplificatie van deze oefening wordt de overheid als een monoliet beschouwd,¹⁰⁹ en wordt er geen onderscheid gemaakt tussen de verschillende fiscale voorrechten.

<i>Basisvariabele</i>	<i>Commentaar</i>	<i>Optimale rang</i>
Overinvestering	<p>Uiteraard kan de overheid <i>ex ante</i> niet onderhandelen met een kredietnemer. Fiscale vorderingen ontstaan van rechtswege. In die zin is de overheid een “onvrijwillige” schuldeiser, <i>ex ante monitoring</i> (in het kader van fiscale vorderingen) op overinvestering van de belastingplichtige door de overheid is dus niet mogelijk.</p> <p>Aan de andere kant zijn er weinig of geen schuldeisers die over dezelfde hoeveelheid informatie en middelen beschikken om <i>ex post</i> te <i>monitoren</i> als de overheid.¹¹⁰ De overheid heeft o.a. (i) meer informatiebronnen (waarvan sommige misschien toegangsbeperkingen hebben) over het vermogen en gedrag van haar schuldenaren dan wie dan ook (zo is er de “knipperlichtendatabank”, kadaster, kredietcentrales, CAP,...), en (ii) meer (juridische) tools en mensen om haar schuldeisers op te volgen</p>	Waarschijnlijk lager dan de gemiddelde schuldeiser

¹⁰⁵ Voor aandeelhouders werd deze oefening uitgebreid uitgevoerd in mijn proefschrift (zie voetnoot 14).

¹⁰⁶ Sommigen impliceren dat het voorrecht die de overheid geniet een relict is uit de middeleeuwen en vroeger, toen de autoriteiten minder kaas hadden gegeten van moderne economische principes. Zie bv. C. PAULUS, “The Wonderful World of Privileges – The Par Condicio Creditorum vs. Close-Out Netting”, *ECFR* 2014, 533-534.

¹⁰⁷ *Ex multis*: L. VAN DAELE, “De positie van de fiscus in het faillissement”, *AFT* 2020, 39-68.

¹⁰⁸ Zie voor de argumentatielijnen en verwijzingen *ex multis*: P. COUSSEMENT, “De beschermde positie van de fiscus en RSZ in geval van insolventie” in *Liber amicorum E. Wymeersch*, Antwerpen, 2008, 268-273; Voorontwerp Dirix 2011, 12-18; Gedragseffecten ten gevolge van wijzigingen in het regime van de fiscale voorrechten, Rapport Ministerie Economische Zaken 2004, <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/nds-ez04000116-b2.pdf>.

¹⁰⁹ Ik maak dus geen opdeling tussen de verschillende publieke instanties die typisch in aanraking komen met ondernemingen in financiële moeilijkheden zoals in België bv. de Ondernemingskamers, fiscus, RSZ administratie, etc.

¹¹⁰ Voorontwerp Dirix, 16.



Basisvariabele	Commentaar	Optimale rang
	<p>(bv. in het kader van het preventieve luik van het insolventierecht,¹¹¹ gespecialiseerde ambtenaren en procedures bij de fiscus voor debiteurenbeheer,¹¹² etc.).</p> <p>De overheid, wanneer ze al haar informatie en tools efficiënt en zonder beperking zou kunnen inzetten, is dan ook uniek geplaatst om ondernemingen die maatschappelijke waarde vernietigen uit het economisch weefsel te verwijderen.</p> <p>Dit is ook een nuttige maatschappelijke taak. Hoe meer de overheid erin slaagt om “slechte” ondernemingen weg te zuiveren, hoe minder de rest van de economische actoren zich moeten bezighouden met het opvolgen van hun schuldeisers.</p> <p>Waar de overheid nu (waarschijnlijk) nog vaak <i>lender of last ressort</i> speelt (door haar fiscale vorderingen niet op te eisen) waar dit maatschappelijk niet verantwoord is (het <i>coulance</i>-argument)¹¹³, blijft het natuurlijk wel de vraag hoe ze zou reageren op een rangverlaging.</p> <p>Volgens de economische theorie zou de overheid bij een rangverlaging sterker geprikkeld zijn om op te treden tegen schuldenaren zonder hoop op beterschap (en meer <i>coulant</i> zijn voor kwalitatieve schuldenaren met loutere pech, immers dan heeft ze hoop op volledige terugbetaling).</p> <p>Aan de andere kant, belastingambtenaren en rechters in een kamer voor ondernemingen in moeilijkheden zijn geen <i>residual owners</i> van de NV Overheid. Ze worden immers niet betaald volgens het aantal belastingen ze kunnen innen. Het is dan ook onzeker of de rangverlaging, zonder extra middelen, tot een efficiëntere handhaving zal leiden.¹¹⁴</p>	
Onderinvestering	Aangezien de overheid altijd “investeert”, ongeacht de omstandigheden (belastingen ontstaan van rechtswege), is er geen noodzaak om de overheid een hogere rang te geven om de kosten van onderinvestering te beperken. ¹¹⁵ Hoewel dat misschien vreemd klinkt in het kader van belastingen, is het gevaar dat de fiscus “overinvesteert” (<i>i.e.</i> te <i>coulant</i> is) groter (zie vorige rij).	Lager dan de gemiddelde schuldeiser

¹¹¹ Zie over de vele tools en middelen op het niveau van het preventieve luik van het insolventierecht: H. VAN DEN NIEUWENHOF, "De opsporing van ondernemingen in moeilijkheden", in T. LYSSENS, H. BRAECKMANS, E. DIRIX en E. VAN CAMP, *Faillissement en Reorganisatie*, Antwerpen, Kluwer.

¹¹² Deze ambtenaren zijn ingedeeld bij de algemene administratie van de inning en de invordering. Zie https://financien.belgium.be/nl/over_de_fod/structuur_en_diensten/algemene_administraties/inning_en_invordering_2.

¹¹³ Voorontwerp Dirix 14-16.

¹¹⁴ Dat betekent uiteraard niet dat het instituut van tollenaar opnieuw moet ingevoerd worden, waarbij de belastingambtenaar betaald wordt in functie van de totale opgehaalde belasting. Tollenaars hadden immers vaak de neiging om inefficiënt veel belastingen te heffen (*i.e.* *overinvestment*).

¹¹⁵ Daarom ook dat het argument dat sommige belastingplichtigen slechts een “doorgeefluik” spelen voor belastinginkomsten waar ze geen recht op hebben (bv. BTW-plichtigen spelen doorgeefluik bij het innen van de BTW, zie Voorontwerp Dirix 14 en 17; P. COUSSEMENT, “De beschermde positie van de fiscus en RSZ in geval van insolventie” in Liber amicorum E. Wymeersch, Antwerpen, 2008, 271-272) geen conceptueel-economisch argument is *pro* een fiscaal voorrecht. Het voorrecht (of afzonderingsrecht) dat bij sommige tussenpersonen en bewaarders die “doorgeefluik” spelen, zoals bij financiële instrumenten (zie bv. KB Nr. 62 van 10 november 1967) en deposito’s (bv. depositobeschermingsregel), is (o.a.) om economische actoren te prikkelen om gebruik te maken van deze efficiënte en gespecialiseerde “doorgeefluiken”. De overheid heeft deze prikkel niet nodig, ze zal ook zonder voorrecht gebruik maken van doorgeefluiken die efficiënt zijn. Er is dus geen gevaar dat de overheid zou “onderinvesteren” in efficiënte doorgeefluiken (en bv. geen gebruik meer maken van BTW-plichtigen om BTW te innen).



<i>Basisvariabele</i>	<i>Commentaar</i>	<i>Optimale rang</i>
Informatie	Opnieuw, de overheid investeert altijd, ze heeft dus geen (<i>ex ante</i>) informatiekost. ¹¹⁶ De overheid zal bv. nooit een <i>due diligence</i> uitvoeren alvorens belastingen te heffen.	Lager dan de gemiddelde schuldeiser
Risicopreferentie en diversificatie	Of de overheid meer of minder risico-avers is (of zou moeten zijn) dan andere economische actoren, en wat dit dan betekent, is moeilijk te beantwoorden. In ieder geval is er niemand die beter haar risico kan diversifiëren dan de overheid, (bijna) iedereen betaalt immers belastingen. ¹¹⁷	Lager dan de gemiddelde schuldeiser

Als de overheid haar taak om niet-kwalitatieve actoren uit het economisch weefsel te verwijderen serieus neemt dan lijkt het, op basis van de bovenstaande toetsing van de vier basisvariabelen, efficiënt om de overheid een lagere rang te geven dan de gemiddelde schuldeiser. Door haar hoge rang dwingt de overheid andere, lager gerangschikte, schuldeisers immers om de controletaak (tot op bepaalde hoogte) inefficiënt nogmaals over te doen.

Ook het feit dat de overheid een rang houdt boven andere schuldeisers die zich gemiddeld gezien ongetwijfeld minder goed kunnen diversifiëren doet de *cost of capital* voor ondernemingen waarschijnlijk disproportioneel en inefficiënt toenemen.

Enkel wanneer de overheid vrij consequent zou falen¹¹⁸ in haar taak om op afdoende wijze waardevernietigende ondernemingen weg te filteren (of misschien erger nog, te weinig coulant zou zijn ten aanzien van kwalitatieve ondernemingen met tijdelijke problemen)¹¹⁹ is het zinvol haar huidige rang te behouden.¹²⁰ Bij het falen van de overheid op dit vlak moeten immers andere schuldeisers deze taak overnemen. Dit betekent dat je, minstens de specifieke schuldeisers die beter zijn dan de falende overheid in het *monitoren*, moet prikkelen om

¹¹⁶ De bijzondere informatie waarover de overheid beschikt speelt voornamelijk een rol bij de beteugeling van overinvestering.

¹¹⁷ *Ex multis*: Voorontwerp Dirix, 15.

¹¹⁸ C. PAULUS, "The Wonderful World of Privileges – The Par Condicio Creditorum vs. Close-Out Netting", *ECFR* 2014, 531-539.

¹¹⁹ P. COUSSEMENT, "De beschermde positie van de fiscus en RSZ in geval van insolventie" in *Liber amicorum E. Wymeersch*, Antwerpen, 2008, 270-271.

¹²⁰ Wat niet helemaal ondenkbaar is, al beschikt de overheid over veel informatie en tools, ze blijft twee fundamentele zwakheden hebben. Vooreerst kan ze niet *ex ante* monitoren zodat het kwaad misschien al geschied is wanneer de overheid in het verhaal komt. Ten tweede zijn de economische prikkels die een rangverlaging met zich meebrengen minder sterk bij de overheid die geen directe duidelijke begunstigde heeft (zoals aandeelhouders bij een vennootschap). Bovendien werd geassumeerd dat de overheid een monoliet is waar alle neuzen in dezelfde richting staan. In werkelijkheid zullen er binnen de overheid ongetwijfeld onderscheiden belangen en prioriteiten zijn tussen en bij de verschillende diensten. Ook dit zal een impact hebben op de kwaliteit van de controles die de overheid uitvoert op schuldenaren. Een ambtenaar bij de fiscus zal anders tegenover een fiscale schuldvordering staan dan bv. een rechter in een kamer voor ondernemingen in moeilijkheden. Deze laatste zal waarschijnlijk meer naar het bredere plaatje kijken. Ook de informatie voorhanden binnen de verschillende diensten van de overheid is waarschijnlijk niet altijd gecentraliseerd beschikbaar, waardoor niet alle informatie waarover de overheid beschikt steeds efficiënt door alle diensten kan ingezet worden bij het *monitoren* van schuldenaren.



effectief te controleren door hun rang te verlagen tot onder (of gelijk aan) deze van de overheid.

Dat er op heden veel schuldeisers die (i) beter kunnen controleren, en (ii) lager in rang komen, dan de overheid, zou evenwel verbazen. In praktijk komt de fiscus vandaag in de rangregeling zo ongeveer net voor de chirografaire schuldeisers.¹²¹ Als we ervan uitgaan dat de chirografaire schuldeisers disproportioneel uit zwakkere economische actoren bestaat, dan lijkt het onwaarschijnlijk dat er daar veel schuldeisers bij zitten die goed kunnen diversifiëren en zinvol kunnen geprikkeld worden om te *monitoren* omdat ze daar beter in zijn dan de overheid.

Dat een rangverlaging budgettaire gevolgen zou kunnen hebben is vanuit de economische theorie in ieder geval geen goed argument. Het geven van een efficiëntere (lagere) rang aan de overheid zou tot meer waarde-creatie moeten leiden, die dan in tweede instantie via belastingen kan herverdeeld worden.¹²²

En zelfs mocht dit laatste niet 1 op 1 de fiscale inkomsten compenseren, dan is het economisch nog altijd zinvoller om de gewone belastingschalen te verhogen om het budgettaire verlies goed te maken.¹²³ Daarom ook dat de hele lijn van argumenten die stellen dat de overheid als “publieke” (treedt op in het algemeen belang) en “onvrijwillige” (de overheid kiest zijn “klanten” niet) schuldeiser een hogere rang nodig heeft economisch, in tegenstelling tot misschien politiek, niet opgaat.¹²⁴

Het algemeen belang is ermee gediend dat de maatschappelijke welvaart wordt gemaximaliseerd en via de gewone taxatie herverdeeld. De voorrechten van de fiscus zijn in die zin waarschijnlijk (empirisch is dit moeilijk bewijsbaar) niks meer dan een inefficiënte belasting die betaald wordt door partijen die niks anders gedaan hebben dan schuldeiser in lagere rang zijn bij samenloop op het vermogen van een persoon.

Op basis van de voorgaande theorie kan bovendien afgevraagd worden of andere risicoverdelende rechtsfiguren, bv. strengere bestuurdersaansprakelijkheid voor fiscale schulden, of de gunstigere fiscale schuldvergelijking bij samenloop,¹²⁵ mechanismen die *de*

¹²¹ L. VAN DAELE, “De positie van de fiscus in het faillissement”, AFT 2020, 46.

¹²² B. BOUCKAERT en R. DE KERPEL, “Schaf voorrechten van RSZ en fiscus af”, *De Tijd* 29 september 2006.

¹²³ Zie V. FINCH, *Corporate Insolvency Law*, Cambridge, Cambridge University Law, 2009, 666. In een land met reeds hoge belastingen ligt een verdere belastingverhoging natuurlijk gevoelig. De dominante visie in de economische theorie stelt evenwel dat, om maatschappelijke waarde te herverdelen, het altijd beter is belastingen te verhogen dan een inefficiënte rechtsregel te installeren (het zogenaamde “*double distortion problem*”). Zie L. KAPLOW en S. SHAVELL, “Why the Legal System is Less Efficient than the Income Tax in Redistributing Income”, *The Journal of Legal Studies* 1994, 667-681.

¹²⁴ Een economische rationale bevolking zou politici moeten verkiezen die de overheidsvoorrechten efficiënt organiseren, ook wanneer dit (*all other things equal*) betekent het afschaffen van deze voorrechten en het verhogen van de klassieke belastingtarieven.

¹²⁵ Zie hierover L. VAN DAELE, “De positie van de fiscus in het faillissement”, AFT 2020, 39-68.



facto er voor zorgen dat de overheid een groter deel van haar vorderingen kan innen, efficiënt zijn.



Voorbeeld 2: Schuldvergelijking

In veel jurisdicties heeft de figuur van schuldvergelijking een zekerheidswerking. Ook bv. in België is dat zo. Compensatie bij samenhangende vorderingen, en wanneer de compensatie conventioneel is overeengekomen, doorstaat (in principe) de samenloop.¹²⁶

Met andere woorden, in bovenstaande gevallen, kan een schuldeiser (die tevens schuldenaar is) door compensatie zijn vordering “bruto” innen (tot beloop van het laagste bedrag schuld/vordering) bij samenloop op het vermogen van zijn wederpartij. De compensatie creëert dus *de facto* een voorrecht voor de compensatiegerechtigde ten aanzien van de andere schuldeisers van de tegenpartij. Deze laatste moeten de evenredige verdeling wel ondergaan en zullen typisch minder *cents on the dollar* ontvangen.

De *ratio* voor schuldvergelijking na samenloop is op het eerste zicht vaag.

Bij samenhang tussen vorderingen zou het “billijk” (wat dit ook mag betekenen) zijn dat er kan gecompenseerd worden.¹²⁷ Soms zal “samenhang” een economisch efficiënt aanknopingspunt¹²⁸ zijn om de compensatiegerechtigde een *de facto* voorrang te geven (door compensatie na samenloop toe te staan). Maar dat zal niet altijd zo zijn, en ook afhangen van hoe “breed” (lees economisch efficiënt) de rechter de notie “samenhang” invult. Ik kan mij bijvoorbeeld moeilijk voorstellen dat een onbetaald slachtoffer van een lichamelijk letsel het beroep van de bank van de dader op samenhang tussen de rekeningen en kredieten van de dader erg “billijk” vindt.¹²⁹

Bij conventionele compensatie zou de “wilsvrijheid” van de partijen moeten gerespecteerd worden. Leuke wilsvrijheid die toelaat dat ik en jij kunnen afspreken dat de fietser die jij straks omver rijdt minder krijgt bij jouw faillissement.

¹²⁶ Voor België voornamelijk de artikelen 5.261 en 5.263 BW en artikelen 14 en 15 Wet Financiële Zekerheden van 15 december 2004.

¹²⁷ R. HOUBEN, *Schuldvergelijking*, Antwerpen, Intersentia, 2010, p. 30; E. DIRIX en S. KORTMANN, “Compensatie en concursus creditorum”, *TPR* 1989, 1662-1663. Ook is er een argument dat stelt dat de samenhang tussen de twee te verrekenen vorderingen anterior is aan de rechten van de derden (Memorie van toelichting, *Parl. St. Kamer* 2020-2021, nr. 1806/001, p. 289-290. Misschien is dat een logische opvatting vanuit een juridisch-technische benadering, maar dat betekent niet dat deze uitkomst economisch en beleidsmatig de beste is.

¹²⁸ De samenhang-theorie wordt in de literatuur niet gelegitimeerd vanuit een economische bril, maar vanuit allerhande juridisch-technische argumenten. Mijn vermoeden is dat, zelfs juristen die niet veel moeten weten van *law & economics*, soms door een onzichtbare hand er toe worden geleid om economisch efficiëntere oplossingen te zoeken in het recht. En zo is misschien de samenhang-theorie ontstaan, als oplossing voor de economisch inefficiënte toepassing van een rigide verbod op schuldvergelijking na samenloop. De juridisch-technische argumenten voor samenhang zijn alsdan niet veel meer dan een oplossing voor praktische en pragmatische juristen die instinctief (meestal zonder dat *per se* helemaal conceptueel helder te hebben) voelen dat de bestaande regel economisch inefficiënt is. Zie ook voetnoot 16.

¹²⁹ Dit is natuurlijk een matig voorbeeld naar Belgisch recht, in praktijk zullen banken in hun algemene voorwaarden ook een compensatiebeding opgenomen hebben, waardoor samenhang niet zo relevant meer is. Maar ik had bij het schrijven van dit stukje weinig inspiratie.



Verzwarende omstandigheid is dat schuldvergelijking een prioriteit is waarvan buitenstaanders niet weten of ze bestaat.¹³⁰ Er wordt, in tegenstelling tot bv. pand of hypotheek in België, geen publiciteit gegeven aan compensatiebedingen of samenhangende vorderingen.¹³¹ Dit maakt het extra moeilijk voor schuldeisers om het “gevaar” op schuldvergelijking in te schatten, wat de *cost of capital* doet toenemen.

De bestaande *ratio* voor compensatie na samenloop is dus zwak.

Zoals reeds uitvoerig aangegeven, een toetsing aan de vier basisvariabelen zou de rechtsfiguur van compensatie na samenloop (misschien) wel (gedeeltelijk) kunnen verklaren indien we antwoorden krijgen op de volgende vragen. Hebben de begunstigen van schuldvergelijking gemiddeld gezien meer informatiekosten of zijn ze meer risico-avers dan andere schuldeisers? Zijn ze beter of slechter in het *monitoren* van schuldenaren (tegen *overinvestment*)? Wordt schuldvergelijking typisch toegepast in een situatie waar er een potentiële *debt overhang* is en de schuldvergelijking plaatsvindt in het kader van een waardecreërende transactie?

Op het eerste zicht is het niet mogelijk deze vragen bij een figuur zoals schuldvergelijking, die door een zeer breed gamma aan partijen in een zeer breed spectrum aan transacties kan worden toegepast, maar bij benadering te beantwoorden.

Als we de invloed van de vier basisvariabelen niet kwalitatief (en al zeker niet empirisch) kunnen beschrijven, is het dan ook moeilijk te zeggen of de mogelijkheid van compensatie na samenloop economisch zinvol is. Nochtans geeft mijn (en waarschijnlijk ook uw) instinct aan dat compensatie na samenloop een economisch waardevol mechanisme kan zijn (bijvoorbeeld in sommige gevallen van samenhang).¹³²

Het antwoord kan natuurlijk zijn – zoals besproken in de sectie over risico-aversie – dat schuldvergelijking na samenloop een cynisch mechanisme is om waarde van de zwakkere schuldeisers naar ondernemers te transfereren om zo het ondernemerschap aan te zwengelen.

Maar als we iets beter ons best doen om schuldvergelijking na samenloop *bona fide* te legitimeren, dan moeten we misschien kijken waar schuldvergelijking het meest voorkomt. En dan komen we uit bij de financiële sector, en in het bijzonder de markt voor *over the counter* (“OTC”) derivaten.¹³³ Deze markt had eind 2022 een (bruto) omvang van 20,7 biljoen (dat zijn

¹³⁰ V. JOHNSON, “International Financial Law: The Case Against Close-Out Netting,” *Boston University International Law Journal* 2015, 117-118.

¹³¹ V. FINCH, *Corporate Insolvency Law*, Cambridge, Cambridge University Law, 2009, 620.

¹³² In ieder geval zou ik niemand aanraden om compensatie na samenloop zomaar af te schaffen. Op basis van theoretisch-economische modellen al te veel experimenteren is niet verantwoord. Zie de verwijzing naar de “onzichtbare hand” in voetnoot 16. In dezelfde zin voor de roep die er soms is om *secured credit* af te schaffen of te beperken: F. HELSEN, *The Law and Economics of Secured Lending*, Intersentia, 2021, 28-29.

¹³³ Heel veel (maar zeker niet alle) OTC derivaten worden beheerst door de zogenaamde International Swaps and Derivatives Association (ISDA) Master Agreement. Ongetwijfeld het belangrijkste aspect van de ISDA Master Agreement is dat alle financiële verplichtingen tussen dezelfde partijen onder de overeenkomst worden gecompenseerd zodat er maar één bedrag (door één partij verschuldigd) meer uitstaand is. Wanneer bij één van de partijen een samenloop ontstaat wordt door de ISDA Master Agreement een *close out netting* geaccelereerd waarbij



twaaflf nullen, *trillion* in het Engels) USD. Schuldvergelijking (*netting*)¹³⁴ speelt er een zeer belangrijke risico-beperkende rol voor de participanten. Door de mogelijkheid tot *netting* verminderde de *mark to market* blootstelling van de participanten eind 2022 immers met 82,3% tot een vrij behapbare 3,7 biljoen.¹³⁵

Misschien creëert schuldvergelijking in deze sector genoeg positieve externaliteiten zodat de *case* voor de zekerheidsfunctie van schuldvergelijking makkelijk is, niettegenstaande de vrij onbevredigende standaardlegitimatie van deze figuur?

En inderdaad, in veel jurisdicties bestaan er bijzondere regels die derivatencontracten – inclusief schuldvergelijking na samenloop – afgesloten door partijen in de financiële sector maximaal “beschermen” (lees een *de facto* prioriteit geven)¹³⁶ via de zogenaamde *insolvency law carve-outs* of *safe harbors*.¹³⁷ Kwatongen zullen misschien beweren dat deze er gekomen zijn dankzij de lobby van de financiële sector,¹³⁸ of er gekomen is door een foute beleidskeuze waar door *path dependency* maar niet vanaf te raken is,¹³⁹ maar het is ook gewoon mogelijk dat deze transacties extra bescherming genieten doordat ze meer waarde creëren dan een “gewone” situatie van schuldvergelijking.¹⁴⁰ Dat tracht ik hieronder in kaart te brengen door een toetsing

alle verplichtingen (vaak worden er onder één ISDA Master Agreement meerdere transacties afgesloten) onder de overeenkomst eerst opeisbaar en daarna gecompenseerd worden. ISDA bezit een uitgebreide reeks van *legal opinions* in verschillende jurisdicties waarin de zekerheidswaarde van *netting* en *close out netting* onder de ISDA Master Agreement wordt behandeld (deze zijn vaak noodzakelijk in het kader van regulatoire kapitaalsvereisten). Zie *ex multis*: D. MENGLE, ISDA Research Notes – The Importance of Close Out Netting, Number 1 2010, <https://www.isda.org/a/USiDE/netting-isda-research-notes-1-2010.pdf>.

¹³⁴ Zie over de gebruikte terminologie voor schuldvergelijking in de OTC derivatenmarkten: E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk – CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 143 e.v.

¹³⁵ Notioneel gaat het zelfs over 618 biljoen USD. Zie BIS, *Statistical release: OTC derivatives at end-December 2021*, 17 mei 2023, https://www.bis.org/publ/otc_hy2305.pdf; ISDA, *Key Trends in the Size and Composition of OTC Derivatives Market in the Second Half of 2022*, <https://www.isda.org/a/wdXgE/Key-Trends-in-the-Size-and-Composition-of-OTC-Derivatives-Markets-in-the-Second-Half-of-2022.pdf>. Voor meer duiding over de gebruikte terminologie en de reële economische betekenis van deze fabelachtige bedragen, zie E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk – CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 60-66. Voor de doeleinden van dit artikel volstaat het om te begrijpen dat het in de OTC derivatenmarkt over veel geld, en veel risico gaat.

¹³⁶ C. PAULUS, “The Wonderful World of Privileges – The Par Condicio Creditorum vs. Close-Out Netting”, *ECFR* 2014, 548 (“[...] *it should have become sufficiently clear that the treatment of close-out netting agreements under German (and many other countries’) insolvency law(s) constitutes, in fact, a privilege.*”).

¹³⁷ Zie voor de EU en België respectievelijk voetnoot 146 en voetnoot 147.

¹³⁸ K. PISTOR, *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton University Press 2020, 147 e.v.; D. SKEEL, “Bankruptcy Boundary Games”, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 2009, 10-11; C. PAULUS, “The Wonderful World of Privileges – The Par Condicio Creditorum vs. Close-Out Netting”, *ECFR* 2014, 542-543.

¹³⁹ S. SCHWARCZ, “Insolvency Close-Out Netting”, University of British Columbia Colloquium on Resolution of Financially Distressed Financial Institutions 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3691954, 3-4.

¹⁴⁰ De *safe harbors* voor derivatencontracten – inclusief schuldvergelijking na samenloop – zijn in de nasleep van de financiële crisis (waar de derivatenportefeuille van Lehman Brothers een legendarisch aspect van was) uitgebreid onderwerp geweest van academisch debat. Zie verwijzingen bij E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk – CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 209-210.



van *close-out netting* in de derivatenmarkt aan de 4 in deze bijdrage besproken basisvariabelen – spoiler, het zal mislukken.¹⁴¹

Basisvariabele	Commentaar	Optimale rang
Overinvestering	<p>Hoewel de partijen bij OTC derivaten heel vaak zeer gesofisticeerd (bv. kredietinstellingen, verzekeraars,...), en dus in principe goede monitors zijn, betekent dit niet <i>per se</i> dat ze de <i>beste</i> monitors zijn in alle gevallen. De OTC-markten zijn bij uitstek zeer internationaal en divers, waardoor het kan voorkomen dat tegenpartijen elkaar moeilijk(er) kunnen inschatten dan bv. lokale schuldeisers.</p> <p>Een Belgische industriële speler zal misschien beter in staat zijn om “te controleren” of een Belgische kredietinstelling overinvesteert (in derivatencontracten of anderszids), dan pakweg een Chinese kredietinstelling.¹⁴² Soms zal de monitoringskost van partijen bij een derivatencontract dus hoger liggen dan deze van de gemiddelde schuldeiser, soms lager.</p> <p>Wanneer de monitoringkost voor een partijen bij een derivatentransactie typisch hoger ligt dan het gemiddelde is de <i>case</i> voor het toekennen van schuldvergelijking na samenloop uiteraard sterker, maar dat is niet duidelijk.</p> <p>In ieder geval lenen derivatencontracten zich bijzonder goed toe om ermee te “overinvesteren”/“speculeren”/“gokken”¹⁴³ (zie hoger sectie m.b.t. overinvestering en het voorbeeld van het casino, zie ook volgende rij) met andermans geld. Het gevaar op externalisatie naar zwakkere schuldeisers via derivatencontracten is dus niet onbestaande.¹⁴⁴ Vanuit die optiek is het misschien zinvol om wederpartijen bij derivatencontracten niet teveel te “ontprikkeln” om de hun tegenpartij te controleren door ze een prioriteit (zijnde schuldvergelijking na samenloop) te geven.¹⁴⁵</p>	Niet mogelijk om algemene conclusies te trekken.

¹⁴¹ De kenners van het academisch debat rond *safe harbors* voor derivaten zullen niet veel nieuwe conceptuele argumenten voor of tegen vinden in deze bijdrage. Feitelijk heb ik louter de bestaande argumenten in de systematiek van de “4 basisvariabelen” ondergebracht. Zoals reeds opgemerkt blijkt het vaak mogelijk om “disparate” argumentatielijnen m.b.t. risicoverdeling (in dit geval m.b.t. de zin en onzin van de bescherming voor derivatencontracten) te reduceren naar de 4 basisvariabelen. Misschien is de toegevoegde waarde van deze bijdrage dat ze systematiseert en meer duidelijke conceptuele houvast biedt.

¹⁴² In dit specifieke voorbeeld zou *per hypothese* misschien wettelijk bepaald kunnen worden dat enkel internationale derivatencontracten van *netting* na samenloop kunnen genieten.

¹⁴³ E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk – CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 67 (“*The relatively high leverage that may be attained through derivatives [...] and the ease with which short positions can be taken through derivatives make derivatives markets arguably more attractive for speculators than other segments of financial markets.*”).

¹⁴⁴ D. AWREY, “Three Projects in the New Law and Finance”, *Account. Econ. Law* 2021, 18 (“*This can be clearly seen in the context of the bankruptcy of Lehman Brothers: while the firm’s derivatives counterparties were made almost completely whole, its unaffiliated unsecured creditors were ultimately only able to recover somewhere in the neighborhood of 30 cents on the dollar. These unsecured creditors presumably included Lehman’s employees, independent contractors, service providers, and others [...]*”); V. JOHNSON, “International Financial Law: The Case Against Close-Out Netting”, *Boston University International Law Journal* 2015, 116-117 (“*The strongest argument against close-out netting is [...]; rather, close-out netting merely shifts those risks to other persons who have no choice in the matter*”); K. PISTOR, *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton University Press 2020, 148-149

¹⁴⁵ Zie over monitoringkosten bij derivatencontracten en *netting* (waar de hoger besproken standaardtheorie inzake overinvestering wordt bovengehaald) o.a.: S. SCHWARCZ, “Insolvency Close-Out Netting”, *University of British Columbia Colloquium on Resolution of Financially Distressed Financial Institutions* 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3691954, 3 (“*By dismembering parts of the insolvent debtor’s estate, such netting also shifts counterparty risk to the debtor’s other creditors, who are subject to insolvency stays, thereby undermining the pari passu principle. Arguably, too, close-out netting can encourage moral hazard by reducing the incentives of market participants to closely monitor counterparty risks (and limit their risk-taking appropriately).*”).



Basisvariabele	Commentaar	Optimale rang
Onderinvestering	<p>Bij onderinvestering vertrekken we vanuit de assumptie dat OTC derivaten, minstens gemiddeld gezien, waardeverhogend zijn en ze daardoor zeer breed moeten gestimuleerd worden met zekerheidsmechanismen (zoals <i>netting</i> na samenloop). Dat is trouwens de <i>policy position</i> in veel jurisdicties (zoals in de EU¹⁴⁶ en België¹⁴⁷) waar <i>netting</i> na samenloop (minstens in de financiële sector) sterk wordt beschermd.</p> <p>Vanuit de onderinvesteringslogica zou, zonder de “steun” en “zekerheid” van schuldvergelijking na samenloop, ondernemingen in een moeilijke financiële positie minder, of geen, toegang krijgen tot (<i>per hypothese</i> maatschappelijke waardeverhogende) derivatentransacties.¹⁴⁸</p> <p>Het is ontegensprekelijk dat (sommige) derivaten een positieve maatschappelijke functie hebben. Deze instrumenten laten immers toe om op een meer efficiënte wijze risico's te beheren en risico's te verdelen.¹⁴⁹</p> <p>Anderzijds zijn er ook “gevaren” verbonden aan derivaten. Overinvestering in derivaten, vaak voor redenen van “loutere speculatie” (zie vorige rij), verhoogt bv. – enkel al door de enorme omvang van de markt – het systeemrisico,¹⁵⁰ derivaten laten “empty voting” toe, prikkelen investeerders met <i>short</i> posities om aandeelhouderswaarde te vernietigen, etc.¹⁵¹ Zoals reeds in de vorige rij aangegeven, in de literatuur die <i>netting</i> in de OTC-markten bekritiseerd wordt er ook op gewezen dat schuldvergelijking</p>	Niet mogelijk om algemene conclusies te trekken.

¹⁴⁶ *Ex multis*: E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk – CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 201 e.v.

¹⁴⁷ Als je ooit de ISDA *netting opinion Belgium*, die jammergenoeg niet publiek beschikbaar is, te pakken krijgt zal je lezen hoe sterk *netting* bij derivatentransacties wordt beschermd. Zo worden bijvoorbeeld de, naar Belgisch recht reeds beperkte uitzonderingen op de mogelijkheid tot schuldvergelijking na samenloop, ongedaan gemaakt in het kader van transacties onder een ISDA Master Agreement. Zie artikel 4, §3 en §4 Wet Financiële Zekerheden *juncto* artikel 2 van het KB van 7 november 2011 tot bepaling van de derivaten en andere financiële verrichtingen bedoeld in artikel 4, § 3 en § 4, van de wet van 15 december 2004 betreffende financiële zekerheden en houdende diverse fiscale bepalingen inzake zakelijke-zekerheidsvereenkomsten en leningen met betrekking tot financiële instrumenten.

¹⁴⁸ D. MENGLÉ, ISDA Research Notes – The Importance of Close Out Netting, Number 1 2010, 7, <https://www.isda.org/a/USiDE/netting-isda-research-notes-1-2010.pdf>.

¹⁴⁹ *Ex multis*: E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk – CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 60-66.

¹⁵⁰ Vaak wordt geponoerd dat zonder de mogelijkheid tot *close-out netting* na samenloop (wat het afwikkelen van complexe interbancaire transacties vergemakkelijkt en daardoor verspreiding van verdere problemen stopt) het systeemrisico dat uitgaat van derivatenmarkten groter zou zijn. Zie *ex multis* V. JOHNSON, “International Financial Law: The Case Against Close-Out Netting”, *Boston University International Law Journal* 2015, 113-114; S. SCHWARCZ, “Insolvency Close-Out Netting”, University of British Columbia Colloquium on Resolution of Financially Distressed Financial Institutions 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3691954, 2-3; D. SKEEL, “Bankruptcy Boundary Games”, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 2009, 10 e.v.; D. MENGLÉ, ISDA Research Notes – The Importance of Close Out Netting, Number 1 2010, 7, <https://www.isda.org/a/USiDE/netting-isda-research-notes-1-2010.pdf>. Dat is evenwel een oorzaak-gevolg vraagstuk. Misschien zijn de derivatenmarkten zo groot geworden dat ze een systemisch risico met zich meebrengen juist doordat ze van schuldvergelijking na samenloop (en andere *safe harbors*) genieten. En misschien kan de plotse *close-out netting* van vele derivatentransacties eerder een systeemrisico veroorzaken dan bescherming bieden tegen een systeemrisico. Zie *ex multis* S. LUBBEN, “Subsidizing Liquidity or Subsidizing Markets: Safe Harbors, Derivatives, and Finance”, *American Bankruptcy Law Journal* 20017, 464-465; S. SCHWARCZ, “Insolvency Close-Out Netting”, University of British Columbia Colloquium on Resolution of Financially Distressed Financial Institutions 2020, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3691954, 3.

¹⁵¹ Evenwel kunnen zelfs louter “speculatieve” derivaten maatschappelijke waarde hebben (los van de *entertainment* waarde voor de speculanten zelf) ze verhogen bv. de liquiditeit van de markt en verbeteren prijsvorming. Zie hierover E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk – CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 68-73.



Basisvariabele	Commentaar	Optimale rang
	<p>soms leidt tot externalisatie van kosten, en de verhoging van de <i>agency costs</i>. Door de zekerheid die <i>netting</i> verschaft zouden bepaalde spelers geprikkeld worden om (waardevernietigende) derivatencontracten af te sluiten.¹⁵²</p> <p>Om deze laatste redenen (en waarschijnlijk vooral het systeemrisico) omschreef Warren Buffet derivaten ooit als "<i>financial weapons of mass destruction</i>".¹⁵³ Dat OTC derivaten zo waardeverhogend zijn dat ze met een zeer brede <i>netting</i>-zekerheid (of andere <i>safe harbors</i>) moeten beschermd/aangemoedigd worden, is dus niet onomstreden.¹⁵⁴</p> <p>Vanuit de onderinvesterings- (en andere) logica zouden enkel waardeverhogende derivatentransacties van <i>netting</i> kunnen genieten, en uiteraard waardevernietigende niet.¹⁵⁵ Conceptueel is dit trouwens geen vreemd argument, in het verleden werd reeds regelmatig opgeroepen om deze laatste categorie (die veelal gelijkgesteld wordt met "louter speculatieve" derivaten) aan banden te leggen, bv. door niet toe te laten ze in rechte af te dwingen, zoals bij de "spelexceptie".¹⁵⁶ Maar zoals CALLENS stelt, het is zeer moeilijk, of zelfs onmogelijk, om op een conceptueel en abstract niveau te differentiëren tussen "goede" en "slechte" derivaten.¹⁵⁷</p>	
Informatie	<p>Hier geldt grotendeels dezelfde argumentatie als bij overinvestering, hoewel het om gespecialiseerde spelers gaat is het niet zeker dat op een internationale markt, zoals deze van OTC derivaten, in de meerderheid van de gevallen de – zelfs gesofisticeerde – tegenpartij lagere informatiekosten heeft dan andere schuldeisers van haar contractant.</p> <p>Soms zal de kost van informatie van partijen bij een derivatencontract dus hoger liggen dan deze van de gemiddelde schuldeiser, soms lager. Als de kost van partijen bij een derivatenovereenkomst typisch hoger ligt dan deze van andere schuldeisers, dan is uiteraard de <i>ratio</i> voor <i>close-out netting</i> sterker.</p>	Niet mogelijk om algemene conclusies te trekken.

¹⁵² Zie voetnoot144. Voor een andere, meer positieve analyse uitgaande van de belangenvereniging zelf, zie: D. MENGLÉ, ISDA Research Notes - The Importance of Close Out Netting, Number 1 2010, 5, <https://www.isda.org/a/USiDE/netting-isda-research-notes-1-2010.pdf>.

¹⁵³ BERKSHIRE HATHAWAY INC., 2002 Annual Report, 15, www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf.

¹⁵⁴ In de academische wereld lijken er zelfs meer "tegenstanders" te zijn van insolventierechtelijke bescherming voor derivatentransacties dan "voorstanders". Zie E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk - CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 209-210.

¹⁵⁵ Zie voor argumentatie dat de "safe harbors" soms excessief breed zijn bv. S. LUBBEN, "Subsidizing Liquidity or Subsidizing Markets: Safe Harbors, Derivatives, and Finance", *American Bankruptcy Law Journal* 20017, 469 e.v.; D. SKEEL, "Bankruptcy Boundary Games, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 2009, 17 e.v.

¹⁵⁶ E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk - CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 68-73.

¹⁵⁷ E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk - CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 72.



Basisvariabele	Commentaar	Optimale rang
Risicopreferentie en diversificatie	<p>Hoger werd reeds aangestipt dat spelers die typisch veel derivatencontracten afsluiten, in de eerste plaats banken, weliswaar meestal vrij goed kunnen diversifiëren, maar anderzijds, omwille van hun fragiel zakenmodel en de regulatoire vereisten vaak vrij (lees meer dan gemiddeld) risico-avers zijn. Zo zullen kredietinstellingen minder kapitaal moeten aanhouden indien ze gebruik kunnen maken van de zekerheid die schuldvergelijking na samenloop biedt.¹⁵⁸</p> <p>Door deze <i>per hypothese</i> hogere (dan gemiddelde) risicoaversie bestaat het gevaar dat dergelijke partijen inefficiënt weinig (maatschappelijk waardeverhogende – zoals reeds behandeld in de tijen hierboven) derivatentransacties zouden afsluiten.</p>	Niet mogelijk om algemene conclusies te trekken.

Hoewel op het eerste zicht er een sterkere *case* is voor schuldvergelijking na samenloop in de derivatenmarkt dan voor schuldvergelijking na samenloop erbuiten (behalve dan misschien voor de gevallen gevat onder een restrictieve interpretatie van samenhang),¹⁵⁹ is de *case* ook in de derivatenmarkten niet zonder meer theoretisch sluitend,¹⁶⁰ en al zeker niet voor een zeer brede toepassing van schuldvergelijking na samenloop.¹⁶¹

De toetsing aan de basisvariabelen geeft hier misschien een beetje conceptueel-inhoudelijke duiding voor beleidsmakers, maar het duwt hen niet hard in een bepaalde richting. De *policy position* om derivatentransacties insolventierechtelijk te beschermen, zoals het geval is in veel jurisdicties (inclusief de EU en België), is dus op zich zeker niet onredelijk.¹⁶²

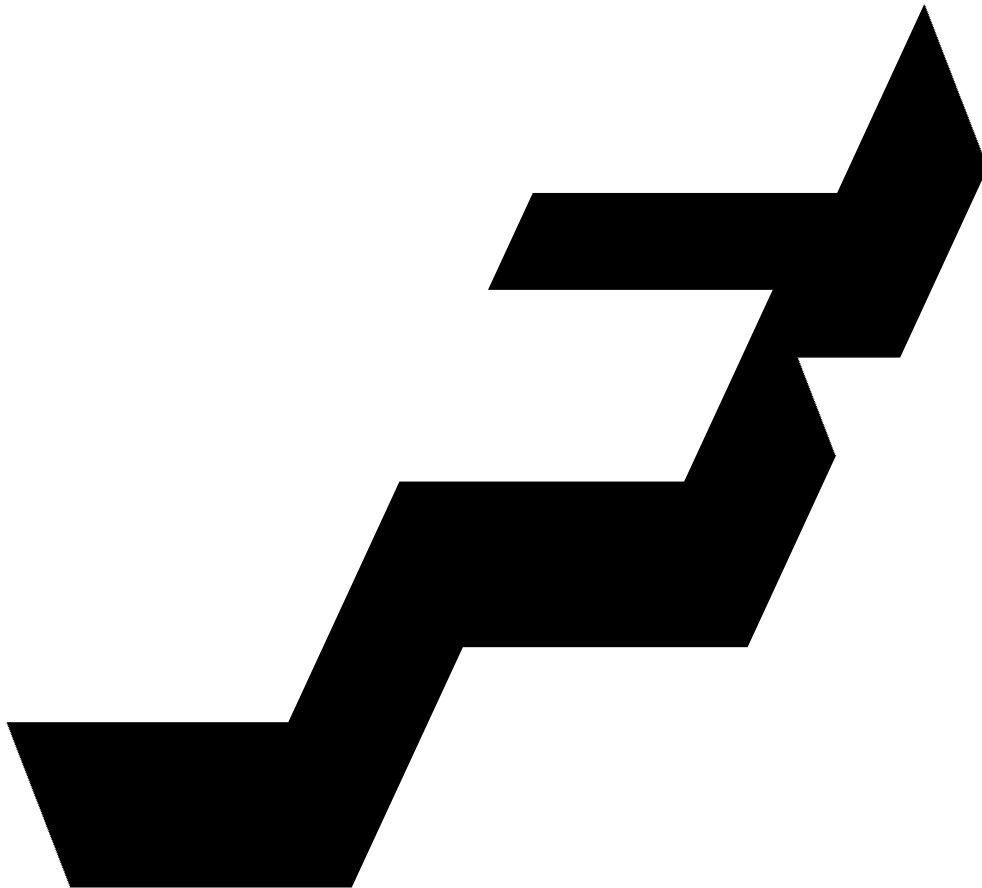
¹⁵⁸ E. CALLENS, *Regulation of Central Counterparties (CCPs) in Light of Systemic Risk – CCP Market Access Regimes in Global Markets*, Intersentia 2022, 145 en 322 e.v. Voor een visualisatie van de regulatoire kost (bij toepassing van de Basel III normen) in het geval *netting* niet mogelijk zou zijn zie: https://www.isda.org/a/qRYEE/ISDA_Opinions-for-Basel-Regulatory-Capital-Relief-April-2018.pdf.

¹⁵⁹ Vandaar waarschijnlijk ook dat schuldvergelijking na samenloop in de financiële sector meestal sterker is beschermd dan erbuiten. Zie voor de EU en België respectievelijk voetnoot 146 en voetnoot 147.

¹⁶⁰ Dit is uiteraard geen vernieuwende bevinding van mij, ik verwijs hiervoor naar uitgebreide academische debat waar er geen consensus over de efficiëntie van schuldvergelijking na samenloop bij derivatencontracten. Zie voetnoot 141.

¹⁶¹ Opnieuw, deze observatie wil niet zeggen dat ik een zaak probeer te maken om morgen de (relatief breed, behalve in de academische sector, maatschappelijk gedragen) insolventierechtelijke bescherming van derivatentransacties af te nemen. Daarvoor is de argumentatie niet sterk genoeg, en het risico om iets “fout” te doen en de economie te schaden te groot (voor een risicoaverse mens als mezelf).

¹⁶² S. LUBBEN, “Subsidizing Liquidity or Subsidizing Markets: Safe Harbors, Derivatives, and Finance”, *American Bankruptcy Law Journal* 20017, 467 (“To be sure, the various costs and benefits [van de insolventierechtelijke bescherming van derivaten] are difficult, if not impossible to quantify.”).



The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit in the Faculty of Law and Criminology of Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. The working papers are provisional.