



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Voorrang bij verhaal: rechtvaardigingen en verklaringen

Uden, R.C.P. van

Citation

Uden, R. C. P. van. (2024, November 21). *Voorrang bij verhaal: rechtvaardigingen en verklaringen*. *Recht en Praktijk - Insolventierecht*. Wolters Kluwer. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/4150266>

Version: Publisher's Version

License: [Licence agreement concerning inclusion of doctoral thesis in the Institutional Repository of the University of Leiden](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/4150266>

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

Wetenschappelijke rechtvaardigingen voor voorrang

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt onderzocht welke theorieën over de rechtvaardiging van voorrang bij verhaal kunnen worden geïdentificeerd in de wetenschappelijke literatuur. Dit onderzoek is aangevangen met systematische bestudering van de Nederlandse literatuur (dissertaties, handboeken en wetenschappelijke tijdschriftartikelen).¹ Aan de hand van bronnenonderzoek in de universitaire bibliotheekcatalogus en de juridische databases *Legal Intelligence* en *InView* is een eerste inventarisatie gedaan van de bronnen die aandacht besteden aan de rechtvaardiging van voorrangrechten in het verhaalsrecht, waarbij vervolgens via *reference tracking* in deze (en ook later gevonden) bronnen de literatuur verder in kaart is gebracht. De aandacht is daarbij, ter onderscheiding van de inhoud van hoofdstuk 4, uitgegaan naar literatuur waarin voorrangrechten op een normatieve wijze worden geanalyseerd en dus de vraag centraal staat hoe het recht inzake voorrang bij verhaal behoort te zijn. Historisch-verklarende besprekingen van de redenen van de wetgever voor bestaande voorrangrechten zijn dan ook buiten beschouwing gelaten.

Gedurende dit literatuuronderzoek zijn de volgende theorieën geïdentificeerd die het bestaan van voorrangposities bij verhaal trachten te rechtvaardigen. Dit betreft in de eerste plaats de theorie dat voorrang – specifiek de voorrang van zekerheidsgerechtigden – wordt gerechtvaardigd door de omstandigheid dat de schuldenaar vrij is te beschikken over zijn goederen en aldus ook om op deze wijze voorrangposities in het leven te roepen.² De tweede geïdentificeerde theorie ligt in de rechtseconomie, waarbij de rechtvaardiging van voorrang wordt gezocht in de veronderstelde positieve effecten van een voorrangpositie op de maatschappelijke welvaart.³ Ten derde wordt in de literatuur de continuïteit van (de onderneming van) de schuldenaar als rechtvaardiging aangehaald voor het bestaan van voorrang bij verhaal, al wordt op deze grond ook de wenselijkheid van beperking van de sterke verhaalspositie van separatisten betoogd.⁴ In elk van deze theorieën ligt de nadruk op de rechtvaardiging van de voorrang van zekerheidsgerechtigden. Voor zover

1 Zie nader over systematisch literatuuronderzoek: Van Dijck, Snel & Van Golen, *Methoden van rechtswetenschappelijk onderzoek* 2023, hfdst. 3.

2 Zie hierna, § 3.2.

3 Zie hierna, § 3.3.

4 Zie hierna, § 3.4.

zij ook een rechtvaardiging bieden voor de voorrang van andere schuldeisers, betreft dit veelal een relatieve rang in verhouding tot de zekerheidsrechtigden.

In dit hoofdstuk zullen deze drie theorieën achtereenvolgens worden geanalyseerd, waarbij steeds wordt nagegaan voor welke voorrangspositie(s) zij een rechtvaardiging bieden, wat zij zeggen over de inhoud en reikwijdte van die voorrang en in hoeverre ze overtuigen.

Het literatuuronderzoek identificeerde ook enige theorievorming over verdelende rechtvaardigheid als normerend principe bij voorrang bij verhaal. De aandacht gaat hierbij met name uit naar de negatieve gevolgen van zekerheidsrechten voor de verhaalspositie van bepaalde groepen schuldeisers, die de verdeling van het verhaalsvermogen onrechtvaardig zouden kunnen maken. Zo wijst Van den Heuvel op de onevenredig zware gevolgen voor de schuldeisers die zich tegenover de schuldenaar niet kunnen aanpassen aan het extra kredietrisico dat zij door de zekerheidsrechten van anderen te dragen krijgen (de zogenoemde *non-adjusting creditors*⁵), die naar haar opvatting tot een onrechtvaardige verdeling leiden.⁶ Meer in het algemeen is verdelende rechtvaardigheid in deze context wel geduid als het treffen van een 'redelijk evenwicht' tussen overwegingen van autonomie (beschikkings- en contractsvrijheid) en van onderlinge solidariteit van alle bij een faillissement betrokkenen.⁷ In dit opzicht werkt verdelende rechtvaardigheid als rem op de beschikkings- en contractsvrijheid, zelfs als de uitoefening van deze vrijheden economisch efficiënt is.⁸ Ook de gerechtvaardigde belangen van de diverse ongesecureerde schuldeisers dienen bij de verdelingsbeslissing te worden meegewogen, waarbij met name de (verwachte) kwetsbaarheid van een schuldeiser in het faillissement van de schuldenaar als relevant element wordt genoemd.⁹ Hoewel deze theorievorming zou kunnen worden gezien als een begin van een rechtsvaardigheidstheorie, dient te worden onderkend dat verdelende rechtvaardigheid geen eenduidig concept is. Op metajuridisch niveau bestaat namelijk weinig overeenstemming onder rechtstheoretici over wat de (abstracte) eis van een rechtvaardige verdeling precies inhoudt.¹⁰ Ieder dient het zijne te krijgen en verlies dient eerlijk te worden verdeeld, maar aan de hand van welke maatstaf is hier in een concrete verdeling invulling aan te geven? Hier onderscheiden zich verschillende stromingen met elk een eigen rechtvaardigheidsidee, van het bevoordelen van de minderbedeelden tot aan een verdeling op basis van verdienen.¹¹ Dit laat tevens zien dat de concrete invulling van het concept 'verdelende rechtvaardigheid' onvermijdelijk een politieke aangelegenheid is, die zich om die reden niet goed leent voor een (objectieve) bespreking als theorie voor de rechtvaardiging van voorrang bij verhaal. Deze theorie wordt in dit hoofdstuk daarom verder buiten beschouwing gelaten.

5 Zie over deze schuldeisers ook, vanuit rechtseconomisch perspectief, hierna, § 3.3.4.

6 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 117 en 130-131. Een nadere invulling van het rechtvaardigheidsbegrip wordt hierbij evenwel niet gegeven. Zie ook Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, par. 7.6.1.

7 Snijders, in: *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit* 2003, p. 269-287.

8 Vgl. Woodward, *Cornell L. Rev.* 1997, p. 1529-1530.

9 Zie o.a.: Mokal, *Corporate Insolvency Law* 2005, par. 4.5; Anderson, *Melb. U. L. Rev.* 2006, p. 19 e.v.; Gant, in: *Floating Charges in Scotland* (ESiL nr. 18) 2022, p. 240-245. Ook het ontbreken van de mogelijkheid voor een schuldeiser om effectief voorrang te bedingen wordt als mogelijk relevante factor gezien: Kaptein, *Pandrecht* 2016, p. 290-292 en 303.

10 Olsaretti, in: *The Oxford Handbook of Distributive Justice* 2018, p. 2.

11 Brock, in: *The Oxford Handbook of Distributive Justice* 2018, p. 87.

3.2 Eigendom en autonomie

3.2.1 Inleiding

Een traditionele rechtvaardiging van het voortrekken van bepaalde schuldeisers in het geval van een *concursum creditorum* is gelegen in de vrijheid van een (rechts)persoon om – zolang hij in solvante positie verkeert – te beschikken over de hem toebehorende goederen. Hij is als eigenaar immers beschikkingsbevoegd en hij is in beginsel vrij in de wijze waarop hij deze bevoegdheid uitoefent.¹² Deze rechtvaardigingsgrond ziet concreet op de voorrangposities die in het leven worden geroepen door beschikkingshandelingen van de eigenaar ten aanzien van deze goederen: de aan pand en hypotheek verbonden voorrang. In de woorden van Suijling:

'Iedere crediteur, ook de bevoorrechte crediteur, moet dus steeds lijden, dat de schuldenaar zijne nog niet gearresteerde goederen vervreemdt of bezwaart en zoo, geheel of ten deele, aan de uitoefening van het verhaalsrecht onttrekt.'¹³

Meer specifiek komen hier twee vrijheden samen.¹⁴ In de eerste plaats betreft dit de contractsvrijheid, nu aan de vestiging van een pand of hypotheek in beginsel een overeenkomst ten grondslag ligt. Partijen zijn in beginsel vrij in hun keuze met wie en wanneer zij contracteren en waartoe zij zich vervolgens tot elkaar verplichten.¹⁵ De tweede vrijheid betreft de beschikkingsvrijheid. De eigenaar van een goed is – wederom in beginsel – bevoegd om dit goed over te dragen (art. 3:83 BW) of met een beperkt recht te bezwaren (art. 3:81 lid 1 BW). Bevoegdheid impliceert daarbij de vrijheid om deze bevoegdheid naar eigen goeddunken uit te oefenen.

Natuurlijk wordt deze vrijheid wel omlind door het gesloten systeem van het goederenrecht (*numerus clausus*): er kan slechts over het goed worden beschikt op een wijze die het recht toestaat.¹⁶ Meer concreet, partijen kunnen geen andere typen beperkte rechten in het leven roepen dan die door het recht worden erkend en zij zijn ook bij de bepaling van de inhoud van die rechten gebonden aan de ruimte die het recht hiertoe laat.¹⁷ Hier uit zich het karakter van het goederenrecht; in de woorden van Haentjens: 'het [goederenrecht] beperkt de vrijheid van partijen om rechten te creëren die aan derden kunnen worden tegengeworpen'.¹⁸

12 Zie bijv. Suijling, *Zakenrecht* 1940, nr. 421; Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 62-64; Polak/Pannevis, *Insolventierecht* 2022/7.1.

13 Suijling, *Zakenrecht* 1940, nr. 421. Suijling baseert zich in dit verband mede op het arrest HR 22 mei 1931, *NJ* 1931, p. 1429, waarin de Hoge Raad overweegt (p. 1431) dat het 'opzettelijk of door zijn schuld op andere wijze over zijne baten [beschikken] dan door zijn schuldeischers te voldoen met inachtneming van ieders rechten en voorrechten' in beginsel ook geen onrechtmatig handelen oplevert.

14 Vgl. Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 233. Zie ook Haentjens, *De autonomie van de alchemist* 2014, p. 13.

15 Hijma e.a., *Rechtshandeling en overeenkomst* (SBR 3) 2022/14.

16 Verheul, *Eigendomsvoorbehoud* (*Rechtswetenschappelijke publicaties*) 2018/3.3, p. 46.

17 Snijders & Rank-Berenschot, *Goederenrecht* (SBR 2) 2022/78.

18 Haentjens, *De autonomie van de alchemist* 2014, p. 15.

Indien vervolgens een rechtsgeldige overdracht dan wel vestiging tot stand komt, dan verkrijgt de ontvangende partij een absoluut recht dat – anders dan een relatief recht – tegenover iedereen kan worden ingeroepen.¹⁹ Binnen de context van de goederenrechtelijke zekerheidsrechten betekent dit dat een pand- of hypotheekhouder zijn zekerheidsrecht niet alleen kan inroepen tegenover de schuldenaar wiens goederen zijn bezwaard, maar ook – wegens de aan het zekerheidsrecht verbonden voorrang bij verhaal – tegenover diens schuldeisers. Zo gaat op grond van de prioriteitsregel een pand- of hypotheekrecht boven later verkregen (zekerheids)rechten van andere schuldeisers en voorzien de rangorderegels uit titel 3.10 BW (i.h.b. art. 3:278 lid 1 jo. art. 3:279 BW) de pand- dan wel hypotheekhouder van een voorrangrecht dat zich tevens uitstrekt boven (nagenoeg) alle andere schuldeisers.²⁰

Het faillissement – als de *concursum creditorum* bij uitstrek – wordt in dit verband veelvuldig omschreven als de lakmoesproef van het vermogensrecht.²¹ Pas dan weet een schuldeiser wat zijn recht 'waard' is: heeft hij een goederenrechtelijke aanspraak op één of meer goederen die zich bij de failliet bevinden, inroepbaar tegen de andere schuldeisers, of heeft hij slechts een verbintenisrechtelijke aanspraak tegenover de persoon van de failliet?²² De overige schuldeisers hebben aldus te accepteren dat de schuldenaar ervoor heeft gekozen zijn goederen ten gunste van één of enkele van zijn schuldeisers te bezwaren; hij heeft over zijn goederen beschikt op een wijze die het recht toestaat en dat heeft als consequentie dat de daarmee in het leven geroepen voorrang wordt gerespecteerd.²³

3.2.2 De aard van de vestiging van een zekerheidsrecht

3.2.2.1 Het model van Harris en Mooney

De voorgaande rechtvaardiging van de voorrangpositie van de zekerheidsgerechtigden is in de literatuur ter discussie gesteld. De aanleiding voor het literatuurdebat lijkt te

19 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 63; Reehuis & Heisterkamp, *Pitlo Goederenrecht* 2019/22. De buitengrenzen van de rechtsgeldige overdracht of vestiging worden in deze context gevormd door de (faillissements)pauliana (art. 3:45 BW jis. 42 en 47 Fw) en misbruik van bevoegdheid (art. 3:13 BW).

20 Reehuis & Heisterkamp, *Pitlo Goederenrecht* 2019/747-748.

21 Zie bijv. Nieuwenhuis, *Het vierspan* 2013, p. 102. In de (sierlijke) woorden van Eidenmüller: 'The preface to Hegel's Philosophy of Right contains the famous dictum that "The Owl of Minerva takes flight only as the dusk begins to fall." Similarly, it is only after a firm's fortunes have declined and the firm enters (formal) insolvency proceedings that we can see what security rights are "worth". Hence, insolvency law is the touchstone for security rights.' In gelijke zin ook Van Zwieten, *Goode on Principles of Corporate Insolvency Law* 2018, nr. 2-27, die (in de Britse context) spreekt over 'the [...] principle [...] that corporate insolvency law respects pre-liquidation rights, and in particular property rights and equities'. Zie voor de Duitse context Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 229, die onder verwijzing naar Jaeger spreekt over het faillissement als 'Prüfstein der Dinglichkeit'.

22 Deze kenschets behoeft evenwel nuancering in de zin dat er ook tussenvormen denkbaar zijn: zuiver verbintenisrechtelijke aanspraken waaraan (desondanks) een voorrangpositie ten opzichte van andere schuldeisers is verbonden. Te denken valt aan vorderingen waaraan – bijv. ex art. 3:284 lid 1 BW – een bijzonder voorrecht (op een bepaald goed) is verbonden.

23 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 64; Verstijlen, *TPR* 2006, nr. 24.

zijn gelegen in een bijdrage van Harris en Mooney, waarin zij – binnen de context van de herziening van het Amerikaanse *Article 9 UCC security interest* – reageren op de kritiek die vanuit de invalshoeken van economische efficiëntie en de (wat zij noemen) ‘*sympathetic legal studies*’ is geuit op het bestaan van goederenrechtelijke zekerheidsrechten.²⁴ Deze kritiek vatten zij samen als ‘*the popular misconception*’ dat de verstrekking van goederenrechtelijk geseecureerd krediet aan een schuldenaar *noodzakelijkerwijs* tot benadeling van diens ongesecureerde schuldeisers leidt.²⁵ Hoewel zij deze kritiek preliminair pareren door erop te wijzen dat niet kan worden uitgesloten dat de verstrekking van geseecureerd krediet in sommige gevallen juist tot bevoordeling leidt,²⁶ is hun kernargument dat dit bovendien niet anders is dan bij andere beschikkingshandelingen van diezelfde schuldenaar.²⁷ Zij lijken zich hierbij evenwel exclusief te richten op wederkerige transacties waarbij de beschikkingshandeling steeds wordt verricht in ruil voor een gelijkwaardige tegenprestatie.²⁸ Ook deze transacties *kunnen*, afhankelijk van de concrete omstandigheden, nadelig zijn voor de ongesecureerde schuldeisers.

Ter illustratie maken zij een vergelijking met de betaling van een (opeisbare) schuld en met een reguliere overdracht wegens verkoop. Zo redeneren zij dat een selectieve betaling evengoed nadelig *kan* zijn voor de overige schuldeisers in het geval dat de schuldenaar op een later moment failliet gaat, terwijl die betaling in beginsel gewoon een geldige rechtshandeling is.²⁹ En, zo nemen zij als theoretisch voorbeeld, indien de schuldenaar in plaats van betaling een zekerheidsrecht zou hebben gevestigd (op een waardevast onderpand) ten gunste van deze schuldeiser, dan had dit mogelijk zelfs een minder negatief effect op deze overige schuldeisers gehad. Immers, betaling leidt tot (volledig) verlies van vermogensbestanddelen, terwijl (met een stil zekerheidsrecht) bezwaarde goederen beschikbaar blijven voor gebruik binnen het bedrijf van de schuldenaar.³⁰ Op deze manier leidt het vestigen van een zekerheidsrecht voor een bestaande schuld, in vergelijking tot betaling van die schuld, tot een kleinere verhoging van het faillissementsrisico van de schuldenaar en daarmee (als het risico wordt uitgedrukt in kosten) tot minder nadeel voor de overige schuldeisers.³¹

Ten aanzien van de overdracht wegens verkoop is de uitgangspositie van Harris en Mooney dat de gevolgen voor de schuldeisers van de verkoper afhangen van de vraag of de verkoper meer waarde weet te genereren met het ontvangen geld dan met het verkochte

24 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2021-2025.

25 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2023.

26 Hierbij treden zij in het rechtseconomische debat over de efficiëntie van goederenrechtelijke zekerheidsrechten, hetgeen hierna in § 3.3 nog aan de orde zal komen. Harris en Mooney wijzen bijvoorbeeld op de voordelen die zich buiten insolventie van de schuldenaar manifesteren, waarbij zij benadrukken dat lang niet iedere schuldenaar uiteindelijk insolvent raakt. Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2028-2037.

27 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2037.

28 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2052.

29 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2038-2039.

30 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2038. De vestiging van een zekerheidsrecht in de plaats van de betaling van een schuld (dus zonder dat er ‘vers’ krediet tegenover staat) zal evenwel snel paulianeus zijn, althans indien deze handeling onverplicht verricht is (vgl. art. 42 en 47 Fw); in de Nederlandse bancaire context maakt art. 26 ABV deze handeling tot een verplichte rechtshandeling en daarmee paulianabestendiger.

31 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2038.

goed.³² Wanneer zij dit vervolgens afzetten tegen de verlening van een zekerheidsrecht in ruil voor krediet, signaleren zij twee verschillen. In de eerste plaats blijft bij de zekerheidsstelling het restwaarderisico bij de zekerheidsgever; een waardedaling van het bezwaarde goed kan ertoe leiden dat de zekerheidsgerechtigde, na verhaal op dit goed te hebben genomen, een met de andere schuldeisers concurrerende restantvordering overhoudt.³³ Ten tweede wijzen zij ook hier op het behoud van het gebruiksrecht op het goed bij bezwaring ervan, hetgeen de zekerheidsgever in staat stelt om – anders dan bij de overdracht – geld te blijven verdienen met dit goed.³⁴

Dit brengt Harris en Mooney tot de kern van hun betoog: de welvaartseffecten voor de overige schuldeisers zijn bij geseceerd krediet even onzeker als bij andere beschikkingshandelingen die zijn verricht in ruil voor een gelijkwaardige tegenprestatie.³⁵ Indien men dan ook de beschikbaarheid van geseceerd krediet ter discussie stelt op de grond dat dit in een eventueel faillissement nadelig uitpakt voor de ongesecureerde schuldeisers, dan ontkomt men er niet aan om ook voornoemde andere beschikkingshandelingen op dezelfde grond ter discussie te stellen.³⁶ Het is dan zaak om ofwel de bestaande partijautonomie in het (algemene) vermogensrecht ter discussie te stellen, ofwel te laten zien waarom het vestigen van een zekerheidsrecht afwijkt van deze andere beschikkingshandelingen die het recht erkent.³⁷ Pas als men in een van beide slaagt, ontstaat er grond voor kritiek op de (ruime) beschikkingsvrijheid van de zekerheidsgever. Tot die tijd hanteren zij het 'bewijsvermoeden' dat '[t]o the extent that the existing law governing secured transactions reflects the larger, widely shared social values of free alienability and party autonomy, that law presumptively is sound'.³⁸

3.2.2.2 Rechtseconomische bezwaren

Het model van Harris en Mooney is niet vrij van controversale gebleken. Vanuit economisch perspectief heeft met name Schwartz zich kritisch over dit model uitgelaten, specifiek ten aanzien van de veronderstelde analogie tussen bezwaren en overdragen.³⁹ Schwartz licht twee elementen uit. In de eerste plaats wijst hij op de gebrekkigheid van de gemaakte aannames, zoals de aanname dat bij een overdracht wegens verkoop – net als bij een zekerheidsstelling – de potentiële welvaartseffecten voor de schuldeisers van de verkoper onzeker zijn.⁴⁰ Dit druist volgens Schwartz in tegen de presumptie dat marktpartijen rationeel handelen en hun eigen belangen vooropstellen. Immers, onder

32 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2040.

33 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2040.

34 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2040-2041. Zij vatten dit evenwel op een niet al te sterke wijze samen: 'Thus, unlike a seller, a debtor who grants a security interest enjoys more than the value represented by the cash it receives in the transaction.' Daarmee lijken zij te miskennen dat de tegenprestatie bij beide transacties niet gelijk zal zijn. Immers, verkoop zal in de regel plaatsvinden tegen marktwaarde, terwijl bezwaring eerder tegen liquidatiewaarde zal geschieden. Of aan de schuldenaar ook in absolute zin meer waarde toekomt, is dan ook de vraag.

35 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2041, 2052.

36 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2041, 2052.

37 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2052.

38 Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2052.

39 Schwartz, *Virginia L. Rev.* 1994.

40 Schwartz, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2082-2083.

deze presumptie is in beginsel niet voorstelbaar dat een partij een goed verkoopt indien hij met de verkoopprijs minder waarde kan toevoegen dan met het goed zelf.⁴¹ Dat zou een irrationele handeling zijn. Dat maakt de welvaartseffecten bij overdracht wegens verkoop minder onzeker en in ieder geval in beginsel niet negatief, waardoor de analogie met zekerheidsstelling spaak loopt.⁴²

Ten tweede wijst Schwartz erop dat Harris en Mooney onterecht de inefficiënties verbonden aan marktfalen buiten beschouwing laten. Dit is relevant omdat markttransacties pas worden verondersteld wenselijk te zijn, indien aan twee voorwaarden is voldaan: *i*) de handelende partijen zijn niet asymmetrisch geïnformeerd over de economische parameters van de transactie; en *ii*) de transactie heeft geen gevolgen voor derden (externe effecten).⁴³ In dat geval is het namelijk waarschijnlijk dat de transactie de welvaart van partijen laat stijgen zonder dat de welvaart van anderen daalt (Pareto-efficiëntie).⁴⁴ Asymmetrische informatie en (negatieve) externe effecten zijn evenwel juist twee vormen van marktfalen die veelal worden geassocieerd met de verstrekking van gecureerd krediet.⁴⁵ Hier komt de rechtseconomie in beeld in de zin dat de vraagstelling wijzigt van 'moeten vrijwillige transacties al dan niet worden gestimuleerd?' naar 'in hoeverre is het marktfalen dat zich voordoet op de markt voor gecureerd krediet, voldoende ernstig om overheidsingrijpen te rechtvaardigen?'.⁴⁶ Dat maakt vervolgens dat een theorie over de onbeperkte beschikbaarheid van zekerheidsrechten per definitie incompleet is – en daardoor niet overtuigt – wanneer de inefficiënties verbonden aan asymmetrische informatie en externe effecten op de kredietmarkt buiten beschouwing worden gelaten.⁴⁷

3.2.2.3 Dogmatische bezwaren

Overdragen fundamenteel anders dan vestigen zekerheidsrecht?

In reactie op de bijdrage Harris en Mooney is tevens een (bescheiden) debat op gang gekomen over de vraag in hoeverre het bezwaren van een goed met een zekerheidsrecht een fundamenteel andere rechtshandeling is dan het overdragen van ditzelfde goed. Verstijlen meent dat hierin geen wezenlijk onderscheid is aan te brengen: indien een schuldenaar bevoegd is tot overdracht en het betreffende goed daarmee *geheel* aan het verhaal door zijn schuldeisers kan onttrekken, is hij ook bevoegd om op dit goed een zekerheidsrecht te vestigen en het daarmee *gedeeltelijk* aan het verhaal te onttrekken.⁴⁸

41 Schwartz, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2083.

42 Schwartz, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2083.

43 Schwartz, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2081-2082. Vgl. Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/2.7.

44 Schwartz, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2082. Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/2.7.

45 Zie hierover nader § 3.3.

46 Schwartz, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2083.

47 Schwartz, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2084-2086.

48 Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 18; Verstijlen, *TPR* 2006, nr. 24; Verstijlen, *Algemene bepalingen pand en hypotheek (Mon. BW nr. B11)* 2013/6.

In feite is dit een logische *a-maiore-ad-minus*-redenering: hij die bevoegd is tot het meerdere, is ook bevoegd tot het mindere.⁴⁹

Anders is de opvatting van Van den Heuvel.⁵⁰ Zij ziet een cruciaal verschil in de gevolgen die optreden in het verhaalsvermogen van de schuldenaar. Waar een overdracht enkel gevolgen heeft voor de *omvang* van dit verhaalsvermogen, leidt een zekerheidstelling juist tot een *herschikking* ervan:

'Wanneer de schuldenaar zijn auto verkoopt en levert heeft dit slechts gevolgen voor de omvang van het verhaalsvermogen. Er verandert niets in de onderlinge verhouding tussen de schuldeisers. Wanneer de schuldenaar de auto niet verkoopt maar er een zekerheidsrecht op vestigt, heeft dit tot gevolg dat de overige schuldeisers daarop in beginsel geen verhaal meer kunnen nemen. De reden daarvoor is niet dat de auto het verhaalsvermogen heeft verlaten, maar dat de geseceerde schuldeiser voorrang toekomt en zich dus in beginsel exclusief op de auto kan verhalen. Er is sprake van een *herschikking* van de rechten van crediteuren onderling die zich in geval van overdracht niet voordoet. Deze *herschikking* houdt in dat de overige schuldeisers bij de verdeling van het verhaalsvermogen feitelijk achtergesteld worden ten opzichte van de geseceerde crediteur.'⁵¹

Aan de zekerheidsgerechtigde komt aldus primair een voorrangrecht toe in verhouding tot zijn medeschuldeisers; hij verkrijgt – anders dan bij een 'gewone' overdracht – geen gebruiksrecht op het betreffende goed.⁵² Van den Heuvel steunt hierbij op Bebchuk en Fried, die in reactie op Harris en Mooney hebben betoogd dat de zekerheidsgever niet slechts een '*interest in its own property*' overdraagt (waarover hij vrij is te beschikken), maar ook een '*interest in the property of the bankruptcy estate*' (dat volgens de auteurs niet aan de zekerheidsgever toebehoort, maar aan diens gezamenlijke schuldeisers).⁵³ Dit geeft zekerheidsrechten een eigen, onderscheidend karakter ten opzichte van de andere goederenrechtelijke rechten; waar aldaar de derdenwerking tot uiting komt in zaaksgevolg (*droit de suite*) jegens derde-verkrijgers, komt de derdenwerking bij zekerheidsrechten primair tot uiting in het aan deze rechten verbonden voorrangrecht jegens medeschuldeisers (in de Nederlandse context neergelegd in art. 3:278 lid 1 jo. art. 3:279 BW).⁵⁴ Dit voorrangaspect is volgens Van den Heuvel dan ook 'het cruciale verschil' tussen de overdracht als gewone beschikkingshandeling en de zekerheidstelling.⁵⁵

Ook voor Brinkmann is het vestigen van een zekerheidsrecht op een goed naar haar aard een andere rechtshandeling – en derhalve niet iets dat 'minder' is – dan de overdracht van

49 Vgl. Verheul, *Eigendomsvoorbehoud (Rechtswetenschappelijke publicaties)* 2018/3.3, p. 46. Zie ook Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 233–234, die dit argument (hoewel zijn eigen opvatting een andere is) als volgt omschrijft: 'Wenn der Eigentümer das "ganze Bündel" übertragen könne, dan müsse er erst recht nur einen Zweig aus diesem Bündel übertragen können.'

50 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 66–69.

51 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 66–67. Van den Heuvel sluit voor haar *herschikking*-begrip expliciet aan bij Bebchuk & Fried, *Yale L. J.* 1996, p. 867: 'full priority gives a borrower the power to subordinate the bankruptcy claims of nonconsenting unsecured creditors to that of another creditor.'

52 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 66–67.

53 Bebchuk & Fried, *Cornell L. Rev.* 1997, p. 1290; Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 66.

54 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 67–68.

55 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 68.

dit goed.⁵⁶ Hij ziet hiervoor in de eerste plaats een aanwijzing in de verhaalsrechtelijke gevolgen van beide rechtshandelingen:

'Die Veräußerung eines Gegenstands verändert seine vermögens- sowie seine haftungsrechtliche Zuordnung. Nicht nur ist der Erwerber kraft des Erwerbsvorgangs der (vermögensrechtliche) Inhaber des Gegenstands, dieser ist ihm auch haftungsrechtlich in dem Sinn zugeordnet, dass der Gegenstand nunmehr für die gegen den Erwerber gerichteten Forderungen haftet. Die Bestellung eines Sicherungsrechts beeinflusst dagegen gerade nicht die haftungsrechtliche Zuordnung des Sicherungsguts, denn auch nach Verpfändung oder Sicherungsübereignung einer Sache haftet diese für die Verbindlichkeiten des Sicherungsgebers – freilich in erster Linie für dessen Verbindlichkeiten gegenüber dem Sicherungsnehmer.'⁵⁷

Waar (aldus) bij een vervreemding de verhaalsrechtelijke toewijzing van het goed de vermogensrechtelijke toewijzing volgt (en het goed dus onderdeel wordt van het verhaalsvermogen van de verkrijger), blijft bij de vestiging van een zekerheidsrecht het goed onderdeel van het verhaalsvermogen van de zekerheidsgever. Hierin openbaart zich het voor Brinkmann doorslaggevende verschil: met de vestiging van een zekerheidsrecht wordt een verandering (in de woorden van Van den Heuvel: 'herschikking') van de faillissementsrechtelijke rangorde bij verhaal op dit verhaalsvermogen beoogd.⁵⁸ De (toekomstige) verhaalswaarde van het onderpand wordt toegewezen aan de zekerheidsgerechtigde.⁵⁹ Dat brengt Brinkmann tot de vervolgvraag in hoeverre de schuldenaar bevoegd is om op deze manier de verhaalsrechtelijke toewijzing van zijn goederen te wijzigen zonder tegelijkertijd ook de vermogensrechtelijke toewijzing te wijzigen, en dus in te breken in de faillissementsrechtelijke rangorde tussen zijn schuldeisers.⁶⁰ In deze context wijst hij – ten tweede – op het duale karakter ('*Doppelnatur*') van zekerheidsrechten: zij werken zowel in de verhouding tussen de zekerheidsgever en de zekerheidsnemer als in de verhouding tussen de schuldeisers onderling.⁶¹ Immers, enerzijds verkrijgt de zekerheidsnemer bijzondere verhaalsbevoegdheden tegenover de zekerheidsgever en anderzijds verkrijgt hij ten opzichte van zijn medeschuldeisers de aan het zekerheidsrecht verbonden, faillissementsbestendige voorrang bij verhaal. In dit laatste openbaart zich volgens Brinkmann het tweede kenmerkende onderscheid tussen overdragen en het vestigen van een zekerheidsrecht, hetgeen hij verduidelijkt aan de hand van het beeld van het faillissement als algemeen beslag ten behoeve van de gezamenlijke schuldeisers:

'Betrachtet man die insolvenzrechtliche Wirkung einer Sicherheitenbestellung im Hinblick auf das Verhältnis der Gläubiger zueinander, so wird [...] deutlich, dass in der Einräumung eines Vorrechts für einen Gläubiger eine Verfügung über das (künftige) Beschlagnahme der Insolvenzgläubiger durch den Schuldner liegt. Der Sache nach handelt es sich hierbei um die

56 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 235.

57 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 236.

58 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 236.

59 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 257.

60 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 252.

61 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 253. Dit duale karakter is eerder ook door Van den Heuvel geïdentificeerd: Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 55-57.

Verfügung eines Nichtberechtigten, da der Schuldner über die jeweiligen Teilpfandrechte der Insolvenzgläubiger verfügt.⁶²

Brinkmann beschouwt aldus – in lijn met de eerdergenoemde opvatting van Bebhuk en Fried – een schuldenaar onbevoegd om te beschikken over de toekomstige (onderlinge) verhaalsrechten van zijn schuldeisers, aangezien deze aan henzelf toebehoren. Dat maakt dat het verschaffen van voorrang door middel van een zekerheidsrecht ‘*ganz deutlich*’ niet kan worden gezien als iets dat ‘minder’ is dan overdragen; het zijn twee naar hun aard verschillende rechtshandelingen.⁶³

In het voorgaande standpunt van zowel Van den Heuvel als Brinkmann schuilt evenwel een moeilijkheid, namelijk de aanname dat een overdracht *niet* leidt tot een herschikking van het verhaalsvermogen. Zo constateert Verstijlen, in reactie op Van den Heuvel:

‘Ook door een overdracht wordt de positie van schuldeisers herschikt, omdat de verkrijger van het betreffende goed zijn vordering (tot levering) volledig krijgt voldaan, hetgeen ten koste gaat van de overige schuldeisers.’⁶⁴

Hoewel zijn (beknopte) argument voor meerdere uitleg vatbaar is, ontluikt de kracht van dit argument zich indien de juiste vergelijking wordt gemaakt. Een zekerheidsrecht is als nevenrecht altijd verbonden aan een vordering van een schuldeiser. Dat betekent dat wanneer sec de gevolgen van de vestiging van een zekerheidsrecht centraal staan, er zal moeten worden uitgegaan van het scenario dat een zekerheidsrecht wordt gevestigd voor een bestaande vordering van een schuldeiser. Daarmee is vanzelfsprekend de herschikking van schuldeisers een feit. Wanneer in dit scenario – *ceteris paribus* – de vestiging wordt vervangen door een overdracht, is het scenario dat voorligt: een overdracht die dient als betaling in natura, aan een bestaande schuldeiser. In dit scenario kan men er niet omheen dat sprake is van een herschikking van schuldeisers, nu een van de schuldeisers zijn vordering volledig krijgt voldaan en de overige schuldeisers nog slechts verhaal kunnen nemen op het resterende verhaalsvermogen van de schuldenaar. Natuurlijk is dit niet het ‘standaard’ scenario van een overdracht om baat aan een derde, maar dat neemt niet weg dat dit een tegenvoorbeeld vormt voor de (impliciete) stelling dat een overdracht *niet* tot herschikking van het verhaalsvermogen leidt. Ook een overdracht *kan* tot doel hebben de faillissementsrechtelijke rangorde bij verhaal te herschikken door één of meer schuldeisers aan de toekomstige *concursum creditorum* te laten ontsnappen, als een vorm van oneigenlijke voorrang. Dit sluit aan bij het vervolgartument van Verstijlen:

‘Zowel bij de zekerheidsrechten als bij enig ander goederenrechtelijk recht is in wezen het *droit de préférence* aan de orde: elke goederenrechtelijk rechthebbende kan zijn rechten op het goed uitoefenen voordat welke andere partij dan ook aan bod komt, schuldeisers én anderen met een jonger goederenrechtelijk recht.’⁶⁵

62 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 253.

63 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 236.

64 Verstijlen, *TPR* 2006, p. 1172.

65 Verstijlen, *TPR* 2006, p. 1172.

Zo volgt bijvoorbeeld uit artikel 3:282 BW dat de voorrang bij verhaal niet exclusief aan de beperkte zekerheidsrechten is verbonden. Ook de beperkt genotsrechten herbergen een voorrangrecht dat materialiseert bij verval van het beperkte recht door executie van het hoofdrecht.

Voorgaande beschouwingen raken voorts aan een verwante vraag, die van de constructie van het beperkte recht in het algemeen. Splitst een beperkt recht zich (als een taartpunt) af van een eigendomsrecht, of leidt de vestiging van een beperkt recht juist tot het ontstaan van een *nieuw* recht waarmee het eigendomsrecht vervolgens wordt bezwaard?⁶⁶ De visie die wordt aangehangen bepaalt vervolgens de aard en inhoud van het beperkte recht. In de 'afsplitsingstheorie' was het beperkte recht reeds onderdeel van het eigendomsrecht waarvan het afsplitst, en *dus* leidt dat tot de gevolgtrekking dat de beperkt gerechtigde niet méér (of andere) bevoegdheden kan krijgen dan reeds in het eigendomsrecht besloten lag.⁶⁷ Dit is anders in de 'bezwaaringsstheorie', aangezien het ontstaan als nieuw recht betekent dat het beperkte recht niet noodzakelijkerwijs van gelijke aard en inhoud hoeft te zijn als het eigendomsrecht waarop het rust; aan de beperkt gerechtigde kunnen – met andere woorden – ook prima eigen bevoegdheden toekomen die de eigenaar nooit had en ook nooit zal krijgen.⁶⁸

Dit is niet de plaats om uitvoerig bij deze vraag stil te staan. Binnen het bestek van het onderhavige onderzoek is vooral relevant dat in het literatuurdebat rondom deze vraag overtuigende argumenten zijn aangehaald *voor* de bezwaaringsstheorie en *tegen* de afsplitsingstheorie.⁶⁹ Zo wijst De Jong erop dat aan een pandrecht bevoegdheden zijn verbonden die een eigenaar niet toekomen, zoals het recht van executoriale verkoop van het bezwaarde goed gecombineerd met voorrang bij het daaropvolgende verhaal op de executieopbrengst.⁷⁰ De pandhouder ontleent deze bevoegdheid aan de wet, wegens zijn hoedanigheid als pandhouder; dit is dan ook geen bevoegdheid die 'afsplitst' van de eigenaar naar de pandhouder.⁷¹ Dit opent de deur voor de opvatting dat eigendom en beperkt recht – in de woorden van Mollema – 'ongelijksoortige grootheden' vormen.⁷² Dit voorziet vervolgens in een aanvullend argument ten gunste van de visie dat overdragen fundamenteel anders is dan het vestigen van een beperkt (zekerheids)recht: waar bij overdracht het eigendomsrecht wordt overgedragen, wordt bij de vestiging van een beperkt recht een nieuw, andersoortig recht gecreëerd dat het eigendomsrecht van buitenaf bezwaart.

66 Koops, *MvV* 2014, p. 6.

67 Koops, *MvV* 2014, p. 6.

68 Koops, *MvV* 2014, p. 6.

69 Zie uitvoerig over dit debat: De Jong, *De structuur van het Goederenrecht (Rechtswetenschappelijke publicaties)* 2006 en Mollema, *Het beperkte recht* 2013.

70 De Jong, *De structuur van het Goederenrecht (Rechtswetenschappelijke publicaties)* 2006, nr. 240. Zie in vergelijkbare zin ook Koops, *MvV* 2014, p. 8.

71 De Jong, *De structuur van het Goederenrecht (Rechtswetenschappelijke publicaties)* 2006, nr. 240.

72 Mollema, *Het beperkte recht* 2013, p. 51-52. Zie ook De Jong, *De structuur van het Goederenrecht (Rechtswetenschappelijke publicaties)* 2006, nr. 19. Al laat de wijze waarop naar Nederlands recht de overdracht onder voorbehoud van een beperkt recht is geregeld, zich hiermee wat lastig rijmen. Zie hierover nader, kritisch op de Nederlandse regeling: Jansen, *GROM* 2008.

Transactieneutraliteit

De voorgaande kritiek van Brinkmann op de *a-maiore-ad-minus*-redenering maakt dat hij de stelling van Harris en Mooney dat de voorrang van de zekerheidsgerechtigde wordt gerechtvaardigd door de beschikkingsbevoegdheid van de schuldenaar ferm afwijst.⁷³ De rechtvaardiging moet worden gezocht in de verhouding tussen de schuldeisers onderling.⁷⁴ Hierin ontwaart zich een alternatieve rechtvaardiging die Brinkmann te berde brengt: de voorrang van de zekerheidsgerechtigde is pas gerechtvaardigd – en vormt dus een gerechtvaardigde inbreuk op de *Gleichbehandlungsgrundsatz* – wanneer het zekerheidsrecht *haftungsrechtlich neutral* is gevestigd.⁷⁵ Dat wil zeggen dat de waarde die door de vestiging van het zekerheidsrecht wordt onttrokken aan het verhaal door de overige schuldeisers, wordt gecompenseerd door een equivalente verhoging van het verhaalsvermogen van de schuldenaar (door het verstrekken van krediet). Brinkmann noemt dit *haftungsrechtliche Surrogation*.⁷⁶ De transactie als geheel heeft dan, zo is de gedachte, een neutraal effect op het verhaalsvermogen van de schuldenaar; de verhaalspositie van de overige schuldeisers verslechtert niet. Er kan aldus slechts sprake zijn van neutraliteit indien het zekerheidsrecht wordt gevestigd in ruil voor *nieuw* krediet. De (onverplichte) zekerheidstelling voor reeds verstrekt krediet valt hier dus buiten.⁷⁷

Brinkmann sluit in dit kader aan bij de (met het voorgaande overeenkomende) gedachte achter § 142 InsO, een bepaling over de faillissementspauliana die – kort gezegd – een vóór faillissement en in ruil voor een gelijkwaardige tegenprestatie verrichte rechtshandeling (een *Bargeschäft*) in beginsel voor onaantastbaar houdt.⁷⁸

Brinkmann maakt vervolgens een onderscheid in drie typen zekerheidstransacties die hij toetst op *haftungsrechtliche Neutralität*.⁷⁹ In de eerste plaats onderscheidt hij de zogenoemde aanschaffinanciering: de vestiging van een zekerheidsrecht op een – met nieuw krediet aangekocht – nieuw goed van de zekerheidsgever dat zonder dit krediet niet zou zijn aangeschaft.⁸⁰ Deze transactie heeft volgens Brinkmann een neutraal effect op het verhaalsvermogen, aangezien de overige schuldeisers zich zonder deze aanschaf überhaupt niet op het betreffende goed zouden hebben kunnen verhalen.⁸¹ Hun verhaalspositie is dan ook niet verslechterd. De inbreuk op de *Gleichbehandlungsgrundsatz* is gerechtvaardigd.

73 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 232, 234, 236, 252-254.

74 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 254.

75 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 258-259.

76 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 260-261.

77 Waarbij dient te worden opgemerkt dat indien een dergelijke transactie vlak voor het faillissement van de zekerheidsgever wordt verricht, aan de zekerheidstelling haar werking kan worden ontnomen als zijnde paulianeus.

78 § 142 lid 1 InsO: 'Eine Leistung des Schuldners, für die unmittelbar eine gleichwertige Gegenleistung in sein Vermögen gelangt, ist nur anfechtbar, wenn die Voraussetzungen des § 133 Absatz 1 bis 3 gegeben sind und der andere Teil erkannt hat, dass der Schuldner unlauter handelte'; Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 260-261.

79 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 261-270.

80 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 262.

81 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 262.

Ten tweede onderscheidt Brinkmann de vestiging van zekerheidsrechten op specifieke bestaande goederen van de zekerheidsgever, in ruil voor nieuw krediet.⁸² Ook hier is sprake van neutraliteit, doch onder de voorwaarde dat de hoogte van het krediet overeenstemt met de (executie)waarde van de bezwaarde goederen, aangezien de verslechtering van de verhaalspositie van de overige schuldeisers wordt gecompenseerd door de toename van het verhaalsvermogen door het verstrekte krediet.⁸³ Aan deze voorwaarde wordt, aldus Brinkmann, bij zekerheidsrechten per definitie voldaan, aangezien de voorrang van de zekerheidsgerechtigde slechts bestaat tot het beloop van zijn vordering. Met andere woorden: de voorrang bestaat slechts tot het bedrag waarmee de zekerheidsgerechtigde het verhaalsvermogen van de schuldenaar heeft vergroot.⁸⁴ Leidend is daarbij de omstandigheid dat dit krediet is verstrekt; het is niet relevant in hoeverre (de waarde van) dit krediet bij de faillietverklaring nog steeds onderdeel is van het verhaalsvermogen (of dat het bijv. door ongelukkige investeringen deels is verdampt).⁸⁵ Dit volgt volgens Brinkmann uit de aard van de *Gleichbehandlungsgrundsatz*:

'Der Gleichbehandlungsgrundsatz schützt [die anderen Gläubiger] nur davor, dass sich einzelne Mitgläubiger von der wechselseitigen Ausgleichshaftung ausnehmen, aber nicht vor wertmäßig neutralen Veränderungen des Bestands der ihnen haftenden Gegenstände.'⁸⁶

De derde zekerheidstransactie die Brinkmann onderscheidt, is de vestiging (bij voorbaat) van zekerheidsrechten op toekomstige goederen.⁸⁷ Brinkmann benoemt concreet de Duitse *Globalsicherheiten mit wechselndem Bestand*: de *Globalzession* en de *Raumsicherungsübereignung*. Hier is volgens Brinkmann niet zonder meer sprake van neutraliteit, omdat er niet per definitie een evenwichtige verhouding is tussen het verstrekte krediet en de in ruil daarvoor verstrekte zekerheid.⁸⁸ De uiteindelijke omvang van de verstrekte zekerheid wordt namelijk bepaald door een feitelijkheid, namelijk – specifiek voor de context van de *Globalzession* – de vragen *a*) hoeveel vorderingen zijn geïnd; en *b*) hoeveel nieuwe vorderingen zijn ontstaan.⁸⁹ Hierin schuilt het risico dat de verhouding tussen het verstrekte krediet en de in ruil daarvoor verstrekte zekerheid uit de pas gaat lopen. Dat maakt dat volgens Brinkmann niet kan worden volgehouden dat sprake is van *haftungsrechtliche Surrogation*; daarvoor is de band tussen krediet en zekerheid te indirect.⁹⁰ Dat betekent dan ook dat deze zekerheidstransacties wel een inbreuk maken op de *Gleichbehandlungsgrundsatz* zonder dat zich hiervoor in de verhouding tussen de schuldeisers onderling een rechtvaardiging laat vinden.⁹¹

Het is evenwel verrassend dat Brinkmann in deze context geen aandacht besteedt aan de omstandigheid dat ook bij deze *Globalsicherheiten* de voorrang van de zekerheidsgerechtigde

82 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 263-264.

83 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 264-265, onder verwijzing naar Schwarcz, *Duke L. J.* 1997, p. 430.

84 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 264-265.

85 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 265-266.

86 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 267.

87 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 268-270.

88 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 268-269.

89 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 269-270.

90 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 270.

91 Brinkmann, *Kreditsicherheiten an beweglichen Sachen und Forderungen* (JP nr. 156) 2011, p. 270.

slechts bestaat tot het bedrag van diens vordering.⁹² Dat zou ook dit type zekerheids-transactie uiteindelijk toch neutraal maken: de hoogte van de tegenprestatie in ruil voor de verstrekte zekerheid (derhalve de mate waarin de zekerheidsgerechtigde het verhaalsvermogen heeft laten toenemen) is gelijk aan het bedrag dat aan het verhaal van de ongesecureerde schuldeisers wordt onttrokken. Zijn conclusie dat de aan deze zekerheidstellingen verbonden voorrang niet gerechtvaardigd is, overtuigt daarom niet.

Het argument van transactieneutraliteit is evenwel – omgekeerd – ook gebruikt ter bevestiging van de stelling van Harris en Mooney. Zo gebruikt Verstijlen, in replek op Van den Heuvel en Bebchuk en Fried, dit argument om erop te wijzen dat de herschikking van de verhaalsrechten van de overige schuldeisers ‘in de regel wel meevalt’:

‘Bovendien valt het in de regel met die herschikking wel mee, zowel bij de vestiging van een zekerheidsrecht als bij de overdracht. De zekerheidsverschaffing pleegt samen te hangen met door de zekerheidsnemer verstrekte of te verstrekken middelen; net zoals tegenover de overdracht een koopprijs pleegt te worden betaald. De transactie in haar totaliteit beschouwd, is neutraal.’⁹³

Dit is voor Verstijlen een bevestiging van de *a-maiore-ad-minus*-redenering: indien de herschikking – als het kenmerkende onderscheid tussen overdragen en bezwaren – niet ook tot een daadwerkelijke verslechtering van de verhaalspositie van de overige schuldeisers leidt (lees: hun verwachte uitkering daalt), wat blijft er dan nog van dit onderscheid over? *De facto* niets, en daarmee herleeft dan de (algemene) beschikkingsvrijheid van de schuldenaar als de rechtvaardiging voor de voorrang van de zekerheidsgerechtigde.

Het verschil tussen beide benaderingen is evenwel betrekkelijk. Wanneer sterk waarde wordt gehecht aan de wijziging van de onderlinge rangorde bij verhaal (een *formele/relatieve* verandering), dan leidt de aanwezigheid van *haftungsrechtliche Neutralität* ertoe dat de voorrang van de zekerheidsgerechtigde toch gerechtvaardigd is. Wanneer evenwel juist de wijziging van de daadwerkelijke verhaalspositie van de overige schuldeisers als maatstaf wordt genomen (een *materiële/absolute* verandering), dan zal een zekerheidsstelling binnen een neutrale transactie juist niet verschillen van een reguliere overdracht. Dat maakt de voorrang van de zekerheidsgerechtigde opnieuw gerechtvaardigd, maar dan door de beschikkingsvrijheid van de schuldenaar.

Intermezzo: transacties om niet

Nu uit het voorgaande is gebleken dat bij wederkerige transacties, meer specifiek de uitruil van gelijkwaardige tegenprestaties, het kenmerkende onderscheid tussen overdragen en het vestigen van een zekerheidsrecht in de praktijk lijkt weg te vallen, rijst de vraag hoe dit uitpakt bij transacties die juist niet neutraal zijn. Het voorbeeld bij uitstek is de

92 A) Hierbij dient evenwel te worden opgemerkt dat zekerheidsconstructies denkbaar zijn waar dergelijke overwaarderegels niet gelden. Concreet valt te denken aan *sale-and-lease-back*-arrangementen, waar binnen de Nederlandse context de aanwezigheid van een overwaarderegeling een aanwijzing kan zijn dat sprake is van een verboden fiduciaire overdracht tot zekerheid (art. 3:84 lid 3 BW). B) Tussentijds kan het wel zo zijn dat onevenredig veel goederen zijn bezwaard (*Übersicherung*). Het is evenwel een nog open vraag in hoeverre dat de uiteindelijke verhaalspositie van de overige schuldeisers negatief beïnvloedt.

93 Verstijlen, *TPR* 2006, p. 1172.

beschikkingshandeling om niet. In hoeverre vormt de herschikking van de onderlinge verhouding van de schuldeisers hier een kenmerkend onderscheid tussen enerzijds een schenking en anderzijds de (onverplichte) vestiging van een zekerheidsrecht voor bestaand krediet? Neem ter illustratie de volgende casus:

A is eigenaar van een auto (marktwaarde € 3.000), een fiets (marktwaarde € 1.500) en een bankrekening (positief saldo € 500). A heeft tevens drie concurrente schuldeisers: B heeft een vordering ter hoogte van € 10.000; C heeft een vordering ter hoogte van € 5.000; en D heeft een vordering ter hoogte van € 5.000. Als wordt uitgegaan van de fictieve situatie dat de opbrengst van de auto en fiets bij uitwinning in het faillissement van A gelijk is aan de marktwaarde en dat het faillissement geen (boedel)kosten met zich brengt, krijgen schuldeisers B, C en D in het faillissement ieder 25% van hun vordering uitgekeerd (*pro rata*).

Vermogen van A				Verhaalspositie in het faillissement van A	
Goederen		Schulden			
Auto	€ 3.000	B	€ 10.000	B (25%)	€ 2.500
Fiets	€ 1.500	C	€ 5.000	C (25%)	€ 1.250
Bankrekening	€ 500	D	€ 5.000	D (25%)	€ 1.250
Totaal	€ 5.000	Totaal	€ 20.000	Totaal	€ 5.000

Indien A voor faillissement een (rechtsgeldig) stil pandrecht op zijn auto vestigt ter zekerheid van het reeds eerder door D verstrekte krediet, dan leidt dit vanzelfsprekend tot een herschikking van de onderlinge rangorde tussen de schuldeisers. Schuldeisers B en C worden achtergesteld bij de verdeling van de opbrengst van de auto. Dat betekent in deze situatie tevens dat – ten opzichte van de beginsituatie – hun verhaalspositie in het faillissement ook in absolute zin is verslechterd. Zij krijgen ieder nog maar 12% van hun vordering uitgekeerd. Immers, D verkrijgt de opbrengst van de auto en deelt met zijn restvordering (€ 2.000), samen met B en C, *pro rata* mee in het resterende boedelactief (€ 2.000):

Vermogen van A (na de bezwaring)				Verhaalspositie in het faillissement van A	
Goederen		Schulden			
Auto	€ 3.000	B	€ 10.000	B (25% 12%)	€ 1.177
Fiets	€ 1.500	C	€ 5.000	C (25% 12%)	€ 588
Bankrekening	€ 500	D	€ 5.000	D (25% 65%)	€ 3.235
Totaal	€ 5.000	Totaal	€ 20.000	Totaal	€ 5.000

Indien evenwel, als alternatief scenario, A voor faillissement zijn auto (rechtsgeldig) schenkt aan schuldeiser D, vermindert het verhaalsvermogen van A met € 3.000. De drie schuldeisers nemen daarbij ten opzichte van elkaar nog steeds dezelfde rangorde in bij de verdeling van dit verminderde verhaalsvermogen; zij krijgen ieder nog slechts 10% van hun vordering uitgekeerd. Hun rechten zijn aldus niet 'herschikt':

Vermogen van A (na de schenking)				Verhaalspositie in het faillissement van A	
Goederen		Schulden			
		B	€ 10.000	B (25% 10%)	€ 1.000
Fiets	€ 1.500	C	€ 5.000	C (25% 10%)	€ 500
Bankrekening	€ 500	D	€ 5.000	D (25%-10%)	€ 500
Totaal (- € 3.000)	€ 2.000	Totaal	€ 20.000	Totaal	€ 2.000

Op het eerste gezicht houdt het door Van den Heuvel en Brinkmann geïdentificeerde onderscheid dus stand. Dit neemt evenwel niet weg dat in beide scenario's de verhaalsposities van B en C in absolute zin zijn verslechterd, en dat zij in het schenkingsscenario zelfs het slechtst af zijn. Tegelijkertijd is D in het schenkingsscenario het sterkst bevoordeeld. Hij ontvangt feitelijk € 3.500 aan waarde (de waarde van de auto én de uitkering in het faillissement), tegenover € 3.235 in het bezwaringsscenario. Hoewel zich bij deze schenking dus strikt genomen binnen het verhaalsvermogen van A geen herschikking voordoet, is wel nog steeds sprake van een feitelijke welvaartsverschuiving van B en C enerzijds naar D anderzijds. Deze welvaartsverschuiving is daarbij zelfs groter dan bij de hiervoor uitgewerkte bezwaring van de auto.

Deze uitkomst leidt in feite tot een extrapolatie van de stelling van Harris en Mooney (hiervoor, § 3.2.2.1): ook buiten de context van de wederkerige transacties doen de welvaartseffecten voor de overige schuldeisers van enerzijds zekerheidsstellingen en anderzijds overdrachten maar weinig voor elkaar onder; althans, in ieder geval binnen de context van voorgaande (sterk vereenvoudigde) voorbeelden. En dat spreekt ten gunste van de *a-maiore-ad-minus*-redenering.

3.2.2.4 'Missing link': de economische realiteit

Transactieneutraliteit nader bezien

Een perspectief dat in de voorgaande bespreking slechts beperkt ter sprake is gekomen, is de economische realiteit waarbinnen de zekerheidstransacties plaatsvinden. Alle transacties in de economie zijn gebaseerd op wederkerigheid. Marktpartijen handelen in beginsel alleen als zij daar zelf beter van worden, dus als zij meer waarde toekennen aan het goed dat zij ontvangen dan aan het goed dat zij in ruil daarvoor weggeven.⁹⁴ Daarin ligt dan ook een aanname van neutraliteit besloten, die in het voorgaande aan bod is gekomen: er vloeit door deze transacties steeds (ongeveer) evenveel waarde het vermogen in als dat eruit vloeit (vgl. hiervoor, § 3.2.2.3).

Ook de betaling van een schuld (verplichte beschikkingshandeling) is binnen deze context steeds het afwikkelen van een dergelijke neutrale transactie: die brengt het 'evenwicht' van de transactie weer terug door na de initiële prestatie ook de tegenprestatie te verrichten.⁹⁵ Het uitgangspunt bij de beoordeling van een betaling moet dan ook *niet* zijn: de schuldeisersposities worden herschikt ten opzichte van het moment voorgaande aan de betaling (en aldus oneigenlijke voorrang). In plaats daarvan is de relevante vraag: worden

⁹⁴ Vgl. Schwartz, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2083 (zie hiervoor, § 3.2.2.2).

⁹⁵ In gelijke zin Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2037-2038.

de schuldeisersposities herschikt ten opzichte van het moment voor het aangaan van de gehele transactie?

Voor de uitwerking van het begrip ‘neutraliteit’ – en daarmee de welvaartseffecten voor de overige schuldeisers – moet evenwel verder worden gekeken dan naar de uitruil van (met elkaar corresponderende) marktwaarde. De uiteindelijke welvaartseffecten worden namelijk bepaald door de *liquidatiewaarde* van de goederen van de schuldenaar, alsook door de kosten die aan uitwinning van het betreffende type goed verbonden zijn. De aftreksom van beide (liquidatiewaarde minus uitwinningskosten) geeft de uiteindelijke uitwinningsopbrengst en het is *deze* waarde die dient te worden vergeleken om een oordeel te kunnen vellen over de neutraliteit van de transactie.

Indien de overdracht wegens verkoop in dit perspectief wordt geplaatst, levert dat het volgende op. Bij een dergelijke overdracht wordt het ene goed (voor het gemak: een zaak) omgezet in geld (doorgaans door girale overschrijving een vordering van de verkoper op zijn bank). Het spreekt voor zich dat – hoewel de marktwaarde met elkaar correspondeert – de verhaalspositie van de schuldeisers van de verkoper door deze transactie juist is verbeterd. Als zij verhaal hadden moeten nemen op de verkochte zaak, dan was de uitwinningsopbrengst (liquidatiewaarde minus uitwinningskosten) lager geweest dan wanneer zij nu verhaal zouden nemen op de op de bankrekening bijgeschreven verkoopopbrengst. Bovendien betekent verkoop dat geld binnenkomt om de schulden van de verkoper te betalen, hetgeen het nemen van verhaal niet eens nodig maakt. In zoverre levert een overdracht wegens verkoop in beginsel juist een (voorzichtig) positief welvaartseffect voor de overige schuldeisers op.

Bij een bancaire krediettransactie is de relevante vergelijking die tussen de uitstaande vordering van de bank (bestaande uit de hoofdsom van het krediet en de periodiek verschuldigde kredietkosten) en de liquidatiewaarde van de zekerheidsobjecten.⁹⁶ Twee kredietvormen zijn – in hun geseceureerde variant – te onderscheiden: aankoopfinanciering en de algemene bedrijfsfinanciering.

De aankoopfinanciering neemt hierbij direct een wat afwijkende positie in: aannemelijk is dat de waarde van het zekerheidsobject (het aangekochte goed) zonder deze financiering überhaupt geen deel had uitgemaakt van het vermogen van de kredietnemer en daarmee geen verhaalsobject had gevormd voor de overige schuldeisers.⁹⁷ Transactieneutraliteit ligt daarmee voor de hand.

Voor de algemene bedrijfsfinanciering ligt dit anders. Een bank verstrekt krediet op basis van toereikende *cash-flow*-cijfers van de kredietnemer over de afgelopen jaren en de daaraan gekoppelde *cash-flow*-verwachting voor de looptijd van de lening. Hierbij worden zekerheden verlangd op alle bestaande en toekomstige goederen van de kredietnemer, die daarmee in beginsel aan het verhaal van de overige schuldeisers worden onttrokken. Het

96 Dit is overigens een andere vraag dan of de transactie voor de kredietnemer en -gever neutraal is. Dit is een vraag naar de weging van de waarde die de kredietnemer toekent aan de tijdelijke extra koopkracht (wat het krediet in feite is) tegenover de hoogte van de rentekosten. Deze twee vragen worden in de literatuur nog wel eens met elkaar verward. Zie bijv. Hoffmann, *Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung* (HeiRA nr. 13) 2016, p. 298-299.

97 Zie hiervoor, § 3.2.2.3.

is aannemelijk dat bij deze financieringen de liquidatiewaarde van de zekerheidsobjecten lager is dan hetgeen de bank uit hoofde van de kredietrelatie (al dan niet met uitgestelde opeisbaarheid) van de kredietnemer te vorderen heeft.⁹⁸ Daarbij geldt tevens dat met het verstrekte krediet – in ieder geval voor een deel – een voortdurende omzetting van kapitaal zal plaatsvinden: van geld naar voorraad en/of duurzame productiemiddelen en terug. Hier toont zich ook het doel van het krediet: om met (geleende) waarde extra waarde te genereren (het ‘hefboomeffect’) en daarmee het (verhaals)vermogen van de kredietnemer te vergroten, en – belangrijker – om uitstaande schulden te betalen. Hierbij geldt steeds dat de voorrang van de zekerheidsgerechtigde op de zekerheidsobjecten zich niet verder uitstrekt dan tot de omvang van diens kredietvordering (incl. rente en kosten). Met andere woorden, het argument ligt voor de hand dat, puur kijkend naar de cijfers, de welvaartseffecten voor de overige schuldeisers juist positief zijn (grotere kans op betaling).

Wordt evenwel voorbij de cijfers gekeken, dan valt op dat de overige schuldeisers door deze geseceerde krediettransactie wel hun vrijheid ten aanzien van de methode van verhaal verliezen. Op nagenoeg ieder goed waarop zij zich zullen willen verhalen, rust immers al een zekerheidsrecht van de bank.⁹⁹ Hierin schuilt dus wel degelijk een – zij het immaterieel – negatief welvaartseffect voor de overige schuldeisers, al is de vraag hoe negatief dit effect door hen wordt ervaren, gelet op de hiervoor genoemde positieve effecten van het bancaire krediet. Het uiteindelijke welvaartseffect voor de overige schuldeisers is dan ook een weging van beide. Voorstelbaar is dat bij normale bedrijfseconomische omstandigheden het welvaartseffect per saldo positief is. De voordelen laten zich direct voelen, terwijl de nadelen enkel in verslechterende economische omstandigheden de kop opsteken.

Voor de schuldeisers van een onderneming geldt dan ook dat geen van beide typen transacties (overdracht wegens verkoop en zekerheidsstelling wegens algemene bedrijfsfinanciering) werkelijk neutraal is. Beide typen leveren hen in beginsel een positief welvaartseffect op, waarbij het onderscheid ligt in de omvang hiervan. De verkooptransactie biedt een eenmalig positief welvaartseffect, terwijl de bancaire zekerheidstransactie een doorlopend positief welvaartseffect bewerkstelligt.

Het doel van zekerheidstransacties

Met voorgaande analyse tekent zich voorts een (in vergelijking met voorgaande paragrafen) scherper onderscheid af tussen de overdracht wegens verkoop en de bancaire zekerheidstransactie (in de vorm van algemene bedrijfsfinanciering). Dit onderscheid ligt in het doel waarmee deze transacties plaatsvinden. De overdracht wegens verkoop is gericht op de uitruil van (markt)waarde: het ene goed wordt omgezet in een qua waarde vergelijkbaar ander goed. Dit verschilt van de vestiging van zekerheidsrechten, aangezien deze vestiging juist is gericht op het verzekeren van waarde. De zekerheidsnemer verzekert zich van de waarde van het zekerheidsobject en dat maakt de verstrekking van langetermijnkrediet

98 Vgl. Messelink & Van den Bosch, *Juridisch handboek intensief beheer (R&P nr. InsR10)* 2017/1, p. 1.

99 Naar Nederlands recht vallen vooralsnog de door middel van een contractueel bedongen verpandingsverbod (art. 3:98 jo. 3:83 lid 2 BW) onverpandbaar gemaakte handelsvorderingen hierbuiten, al is momenteel wel een wetsvoorstel aanhangig om aan deze verpandingsverboden een einde te maken (Wetsvoorstel opheffing verpandingsverboden).

mogelijk; krediet dat erop is gericht om met waarde (het krediet) langdurig extra waarde te genereren. Dat maakt dat de neutraliteitsgedachte met name binnen deze context moeilijk vol te houden is. Kredietverlening is een transactie die eigenlijk per definitie niet is gericht op neutraliteit maar op groei van het vermogen van de kredietnemer, waarbij in het kielzog daarvan diens overige schuldeisers in beginsel mee profiteren. In zoverre levert dit een aanwijzing op dat de vestiging van een zekerheidsrecht van andere aard is dan een reguliere overdracht.

3.2.3 Afronding eigendom en autonomie

In het voorgaande stond de vraag centraal in hoeverre de beschikkingsvrijheid van de zekerheidsgever een rechtvaardiging vormt voor de voorrang van de zekerheidsgerechtigde. Een belangrijke graadmeter die hiervoor in de literatuur is geïdentificeerd is de vergelijking van de aard van de vestiging van een zekerheidsrecht met die van de reguliere overdracht. Uit het voorgaande volgt dat er goede gronden zijn aan te wijzen voor de visie dat het vestigen van een zekerheidsrecht inderdaad van andere aard is dan het overdragen van hetzelfde goed. In de woorden van Harris en Mooney betekent dit dus dat er grond ontstaat voor kritiek op de (ruime) beschikkingsvrijheid van de zekerheidsgever in het licht van de voorrang van zekerheidsgerechtigde; de algemene beschikkingsvrijheid dicteert de hoge voorrang van zekerheidsgerechtigden niet. Zij biedt weliswaar een rechtvaardiging, maar zij vertelt daarbij niet het volledige verhaal. Er bestaat ruimte voor 'maatwerk', waarbij andere rechtvaardigingsgronden de voorrang van de zekerheidsgerechtigden nader kunnen vormgeven (lees: beperken). Daaraan hoeft de beschikkingsvrijheid in beginsel niet in de weg te staan.

3.3 Economische efficiëntie

3.3.1 Inleiding

Ook de rechtseconomie biedt een invalshoek voor de rechtvaardiging van voorrangspolitie bij het uitoefenen van verhaalsrechten in geval van een *concursum creditorum*. De rechtseconomie gaat primair over de invloed van het recht op het gedrag van individuen in de samenleving. Het recht wordt daarbij met een economische blik gezien, als een 'verzameling van prikkels' die het gedrag van individuen stuurt.¹⁰⁰ De aanname die daarbij wordt gemaakt, is dat individuen streven naar nutsmaximalisatie. Als een individu voor een keuze wordt gesteld, zal hij steeds kiezen voor het alternatief dat voor hem het beste is (en hem aldus het meeste 'nut' oplevert, de meeste welvaart brengt).¹⁰¹ Sprekend over ondernemingen, leidt deze aanname van nutsmaximalisatie ertoe dat steeds wordt gekozen voor het alternatief dat per saldo de meeste winst (of althans het minste verlies) oplevert.

Een van de centrale doelen in de rechtseconomie bij de beïnvloeding van dit gedrag is het bereiken van een toestand van efficiëntie. Het gaat in dit verband dan niet zozeer om nut op individueel niveau, maar om de optelsom van het nut van alle individuen tezamen: de maatschappelijke welvaart. Efficiëntie houdt in dat deze maatschappelijke welvaart

100 Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/1, p. 1.

101 Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/2.2, p. 7-8.

optimaal is.¹⁰² Hierin schuilt de relatie met voorrang bij verhaal: in de ogen van een rechtseconoom is een bepaalde voorrangspositie gerechtvaardigd, indien het toekennen van deze voorrangspositie ertoe leidt dat de maatschappelijke welvaart toeneemt (ten opzichte van – *ceteris paribus* – de situatie zonder deze voorrangspositie).

In de Amerikaanse literatuur is in de laatste twee decennia van de vorige eeuw een uitvoerig rechtseconomisch debat gevoerd over specifiek de economische efficiëntie van de voorrang die is verbonden aan goederenrechtelijke zekerheidsrechten. Een belangrijk onderdeel van dit debat betrof de schadelijke uitwerking van deze voorrang op bepaalde overige schuldeisers van de zekerheidsgever; waar de verhaalspositie van de zekerheidsnemer immers verbetert, verslechtert spiegelbeeldig de verhaalspositie van de anderen. Specifiek springen de zogenoemde *non-adjusting creditors* eruit. Dit zijn schuldeisers die niet (of slechts beperkt) in staat zijn om adequaat te reageren op de zekerheidsstelling door hun gezamenlijke schuldenaar, bijvoorbeeld omdat zij onvrijwillig schuldeiser zijn geworden of omdat zij ten opzichte van de schuldenaar in een zwakke onderhandelingspositie verkeren. Dat deed de aanvullende vraag rijzen of op grond van economische efficiëntie aan (bepaalde subcategorieën) *non-adjusting creditors* een voorrangspositie zou moeten worden toegekend. Dat zou hun welvaartsverlies kunnen beperken en zodoende tot een economisch efficiëntere uitkomst kunnen leiden.

Beide vormen van voorrang, van de zekerheidsgerechtigden en van de *non-adjusting creditors*, staan in deze paragraaf centraal. Daartoe zal eerst aandacht worden besteed aan het begrip 'economische efficiëntie' (§ 3.3.2), waarna zal worden ingegaan op de economische efficiëntie van achtereenvolgens de voorrangsposities van de zekerheidsgerechtigden (§ 3.3.3) en van de *non-adjusting creditors* (§ 3.3.4).

3.3.2 Economische efficiëntie

Voor het vaststellen van economische efficiëntie bestaan in de rechtseconomie twee standaarden. De eerste betreft het Pareto-criterium. Volgens dit criterium is een bepaalde verandering (zoals het toekennen van een voorrangspositie) efficiënt, indien de maatschappelijke welvaart toeneemt (bepaalde individuen gaan er in welvaart op vooruit) zonder dat iemand slechter af is.¹⁰³ Binnen de context van rangorde bij verhaal houdt dit in dat er sprake is van een *Pareto-verbetering* als het toekennen van een voorrangspositie aan één of meer schuldeisers geen negatieve gevolgen heeft voor de andere schuldeisers.¹⁰⁴ Aangezien rangorde in feite een '*zero sum game*' is – stijgen in de rangorde doet per definitie de verhaalspositie van anderen verslechteren – lijkt het Pareto-criterium geen goede maatstaf te bieden voor het beoordelen van de veranderende welvaartseffecten: in de regel leidt geen enkele verandering tot een *Pareto-verbetering*.¹⁰⁵

102 Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/1, p. 1.

103 Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/2.3, p. 18; Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 349.

104 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 116; McCormack, *Secured Credit under English and American Law* 2004, p. 23.

105 Vgl. Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 116 en Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/2.4, p. 22, alsmede Hardman, *ELR* 2017, p. 34.

Om toch een oordeel te kunnen vormen over het effect op de maatschappelijke welvaart in een situatie zoals deze, is het Kaldor-Hicks-criterium ontwikkeld.¹⁰⁶ Volgens dit criterium is een verandering efficiënt indien deze met zich brengt dat de maatschappelijke welvaart *per saldo* toeneemt. Met andere woorden, de welvaartstoename van de 'winnaars' is groter dan het welvaartsverlies van de 'verliezers'. Er is aldus sprake van een verandering waarbij alle betrokkenen er in theorie, door onderlinge compensatie, op vooruit *zouden kunnen* gaan.¹⁰⁷ Of dit ook daadwerkelijk gebeurt, is niet relevant,¹⁰⁸ en dat geldt ook voor de wijze waarop de welvaartstoename en -afname onder de betrokkenen is verdeeld.¹⁰⁹ Het gaat zuiver om de nettotoename van de maatschappelijke welvaart; als daarvan sprake is, dan is de verandering economisch efficiënt en daarmee een verbetering. De vraag naar de rechtvaardigheid van de verdeling van deze welvaartseffecten blijft hierbij buiten beschouwing en is dan ook een 'blinde vlek' van de economische analyse aan de hand van het Kaldor-Hicks-criterium.¹¹⁰

Preliminair is dus vast te stellen dat een economisch efficiënte uitkomst niet automatisch ook een wenselijke einduitkomst is.¹¹¹ Hoewel een *Pareto-verbetering* naar haar aard (zijnde geen individueel welvaartsverlies) in de regel wel wenselijk zal zijn, zal voor het vaststellen van de wenselijkheid van een *Kaldor-Hicks-verbetering* een extra stap nodig zijn: het beoordelen van de wijze waarop de welvaartseffecten onder de betrokkenen worden verdeeld.¹¹²

3.3.3 Zekerheidsrechten en economische efficiëntie

Het Amerikaanse debat over de economische efficiëntie van zekerheidsrechten neemt vanaf 1979 een grote vlucht wanneer Jackson en Kronman een poging doen te verklaren *waarom* het recht de aan zekerheidsrechten verbonden voorrangpositie toestaat en *waarom* hiervan tevens zo wijdverbreid gebruik wordt gemaakt in het kader van kredietverlening.¹¹³ Zij gaven hiermee de voorzet voor wat bekend staat als '*the puzzle of secured credit*': de vraag in hoeverre het toekennen van zekerheidsrechten bij de verlening van krediet daadwerkelijk economische voordelen oplevert, in de vorm van een toename van de maatschappelijke welvaart, en waarom schuldenaren hier überhaupt toe overgaan.¹¹⁴

106 Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/1, p. 2.

107 Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/2.5, p. 23; Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 349; Bloemink, *MvV* 2018, p. 55.

108 Opgemerkt zij dat indien het welvaartsverlies van de 'verliezers' wél wordt gecompenseerd, er tevens sprake is van een Pareto-verbetering. In dat geval gaat immers niemand erop achteruit. Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 117.

109 Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/1, p. 5.

110 Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/1, p. 5.

111 Zie anders Hardman, *ELR* 2017, p. 35.

112 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 117. Vgl. Van Velthoven & Van Wijck, *Recht en efficiëntie* 2019/1, p. 5 en Bloemink, *MvV* 2018, p. 60.

113 Jackson & Kronman, *Yale L.J.* 1979, p. 1146.

114 McCormack, *Secured Credit under English and American Law* 2004, p. 26; Armour, *ECFR* 2008, p. 5.

3.3.3.1 Prijs en beschikbaarheid van krediet

Een traditioneel argument voor het bestaan en het gebruik van zekerheidsrechten is dat zij leiden tot goedkoper en ruimer beschikbaar krediet. Immers, een van de onderdelen van de prijs van krediet (de rente) is de risico-opslag die de kredietverstrekker rekent ter compensatie van het risico dat het krediet niet (volledig) kan worden terugbetaald.¹¹⁵ Mocht de schuldenaar in betalingsproblemen komen te verkeren, dan voorzien zekerheidsrechten de schuldeiser van een fors sterkere verhaalspositie ten aanzien van de met die zekerheidsrechten bezwaarde goederen dan indien het krediet ongesecureerd zou zijn verstrekt. Met andere woorden: de kans dat het krediet uiteindelijk (al dan niet deels) onverhaalbaar blijkt, wordt verkleind. De theoretische aanname is dan dat de verlaging van dit risico een verlaging van de risico-opslag oplevert, en daarmee – *ceteris paribus* – de prijs van het krediet verlaagt.¹¹⁶ Minder theoretisch zijn de toezichtrechtelijke voorschriften die voorschrijven dat banken (de geselecteerde schuldeisers bij uitstek) een percentage van de bij hen ingelegde gelden als buffer vast dienen te houden.¹¹⁷ De omvang van deze buffers is onder meer afhankelijk van de mate waarin het door de bank verstrekte krediet door zekerheidsrechten is gedekt; hoe lager deze dekkingsgraad, hoe hoger de aan te houden buffers.¹¹⁸ Aangezien over deze buffers wel rente dient te worden vergoed aan de inleggers maar zij niet kunnen worden uitgeleend, vormen zij een kostenpost voor de banken. Het is voorstelbaar dat in het geval van de verstrekking van (deels) ongesecureerd krediet de aan dit krediet toe te rekenen 'bufferkosten' zullen worden doorberekend in de prijs van het krediet. Omgekeerd zal de verstrekking van geselecteerd krediet er dan – opnieuw *ceteris paribus* – toe leiden dat de kredietkosten lager zullen uitvallen. Voor een schuldenaar is het dan ook in beginsel voordelig om zekerheidsrechten te vestigen ten behoeve van één of enkele van zijn financiers.

Dit traditionele argument wordt in de rechtseconomie als onvoldoende dragend beschouwd, aangezien wordt verondersteld dat de vestiging van zekerheidsrechten een reactie van andere, ongesecureerde, schuldeisers zal oproepen. Meer concreet, in een perfecte markt (waar informatie- en transactiekosten afwezig zijn en vragers en aanbieders op gelijke voet met elkaar staan) zullen de andere schuldeisers spiegelbeeldig enkel nog bereid zijn krediet te verstrekken tegen een hogere rentevergoeding, die hun slechtere verhaalspositie weerspiegelt.¹¹⁹ Het gevolg: de totale kredietkosten van de schuldenaar zullen (min of meer) gelijk blijven. De voordelen worden tenietgedaan door de nadelen.¹²⁰ Sterker nog, aangezien het vestigen van zekerheidsrechten ook kosten meebrengt, is de schuldenaar eerder slechter af.¹²¹ Zekerheidsrechten brengen – vanuit dit oogpunt – geen efficiëntie.

115 Bloemink, *MvV* 2018, p. 53; Vgl. Vos, *Kredietopvraging en insolventierisico* 2009, p. 30.

116 Zie bijv. Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 118 en Jackson & Kronman, *Yale L.J.* 1979, p. 1153.

117 Zie nader (bijv.) Van den Bosch & Messelink, *NTHR* 2017, p. 109-110.

118 Van den Bosch & Messelink, *NTHR* 2017, p. 110; Wibier, in: *De Curator en de Failliet* 2019/12.2.1, p. 253-254.

119 Jackson & Kronman, *Yale L.J.* 1979, p. 1147-1148; Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 7-8. Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 125.

120 Jackson & Kronman, *Yale L.J.* 1979, p. 1148-1149. Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 350.

121 Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 8; Armour, *ECFR* 2008, p. 5.

Echter, in werkelijkheid zullen niet alle overige schuldeisers in staat zijn adequaat te reageren op de vestiging van zekerheidsrechten door de schuldenaar, bijvoorbeeld omdat hun onderhandelingspositie jegens de schuldenaar hiervoor te zwak is.¹²² De verhaalspositie van deze *non-adjusting creditors* verslechtert, maar zij kunnen het toegenomen kredietrisico niet doorberekenen aan de schuldenaar. Dit maakt dat in werkelijkheid zekerheidstelling de schuldenaar per saldo dus wél lagere kredietkosten oplevert; en dat biedt een verklaring voor de vestiging van zekerheidsrechten door de schuldenaar.

De vervolgvraag is dan of deze situatie desondanks tot een efficiënte uitkomst leidt. Met het Kaldor-Hicks-criterium als maatstaf dient er in dat geval per saldo een welvaartstijging te zijn. Het voordeel van de schuldenaar (en de geseceerde schuldeiser) moet groter zijn dan het nadeel van de *non-adjusting creditors*. Het komt mij voor dat dit niet het geval zal zijn. Het voordeel dat de schuldenaar geniet komt immers voort uit – en is daarmee gelijk aan – het daarmee corresponderende nadeel dat de *non-adjusting creditors* lijden. Daar komt bij dat juist in deze laatste categorie schuldeisers zich schuldeisers bevinden die van alle schuldeisers eigenlijk het minst zijn toegerust om het toegenomen kredietrisico te dragen (denk aan zzp'ers).¹²³ Als dit grotere risico zich vervolgens verwezenlijkt, dan is goed mogelijk dat dit tot hogere kosten leidt dan wanneer een andere schuldeiser (een deel van) dit risico zou dragen, bijvoorbeeld omdat dit voor de ene diens faillissement betekent, terwijl een sterkere schuldeiser deze financiële klap wel had kunnen opvangen. Met andere woorden, de zekerheidstelling leidt tevens tot een herverdeling van kredietrisico die ertoe kan leiden dat de nadelen zelfs groter zijn dan de voordelen; per saldo een welvaartsdaling dus.

Het bovenstaande leunt voorts op de veronderstelling dat de kredietkosten van geseceerd krediet ook in de werkelijkheid lager zijn dan de kredietkosten van ongesecerd krediet. Op zich is anekdotisch bewijs aan te wijzen dat deze veronderstelling ondersteunt, in de zin dat alternatieve financiers (die genoeg nemen met minder zekerheden) een hogere rentevergoeding bedingen dan de traditionele banken.¹²⁴ Tegelijkertijd vormt de risico-opslag slechts één van de vele factoren die de prijs van krediet bepalen en dat maakt het moeilijk om deze veronderstelling empirisch op juistheid te toetsen, bijvoorbeeld door vergelijking van de rentevergoeding van de Nederlandse bankleningen door de jaren heen in het licht van de jurisprudentiële ontwikkelingen met betrekking tot het stille pandrecht. Ook een vergelijking tussen jurisdicties is niet eenvoudig, zo blijkt uit Schots empirisch onderzoek uit 2000-2001 naar de economische effecten van het ontbreken van een bezitloos zekerheidsrecht op roerende zaken aldaar. De uitkomst van dit onderzoek is dat er geen systematisch empirisch bewijs bleek te zijn voor de veronderstelling dat deze beperking ertoe leidt dat het voor het Schotse mkb moeilijker is om krediet te

122 Zie bijv. Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 352-353; Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 125; Bebchuk & Fried, *Yale L.J.* 1996, p. 882.

123 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 127; Finch, *MLR* 1999, p. 645.

124 Wibier, in: *De Curator en de Failliet* 2019/12.2.1, p. 253-254, wijzend op het Rotterdamse leningenplatform Neos dat volgens het FD voor het hanteren van langere looptijden (tot zeven jaar) en het vaak met minder zekerheden genoeg nemen een rentevergoeding van gemiddeld 9% verlangt (zijnde ongeveer 3 procentpunt meer dan de rentevergoeding voor een korter lopende banklening). Maarsen, *FD* 14 augustus 2018, p. 1.

verkrijgen.¹²⁵ Voordat hieruit echter de conclusie kan worden getrokken dat zekerheidsrechten blijkbaar een minimale invloed hebben op de prijs van krediet, komt verderop in het onderzoeksrapport een extern effect naar voren dat de uitkomst op een andere wijze zou kunnen verklaren: de opkomst van quasi-zekerheidsrechten (titelfinanciering) die financiers een vergelijkbare verhaalspositie geven als een conventioneel bezitloos zekerheidsrecht.¹²⁶ Op grond van empirisch onderzoek is het veronderstelde verband dan ook onzeker.¹²⁷ Nog steeds enkel de kredietkosten in aanmerking nemende, leidt dit ertoe dat de voordelen van gecureerd krediet mogelijk minder groot zijn dan in het voorgaande is verondersteld. Dat zou de totale (maatschappelijke) kredietkosten dan nog meer doen stijgen dan dalen; per saldo een (grotere) welvaartsdaling dus.

In het kielzog van het prijsverlagingsargument bevindt zich het argument dat zekerheidsrechten leiden tot een verhoogde beschikbaarheid van krediet. Zo wijst Bloemink erop dat er een grens zit aan het verhogen van de risico-opslag om een zwakke verhaalspositie te compenseren; immers, de verwachte verdien capaciteit van de schuldenaar moet toereikend zijn om de hogere rentelasten te kunnen dragen.¹²⁸ De vestiging van zekerheidsrechten ten behoeve van de financier leidt er dan toe dat ook voor projecten met een hoog (of, zoals bij een startende onderneming, onzeker) kredietrisico kredietverstrekking mogelijk is.¹²⁹ In deze omstandigheid zit een aanvullend welvaartsvoordeel voor zowel de schuldenaar als de gecureerde schuldeiser. In het bijzonder leidt dit ertoe dat de schuldenaar met dit krediet (potentieel) extra welvaart kan genereren die hij anders niet had kunnen genereren.¹³⁰ Dit argument heeft evenwel ook een keerzijde en dat is dat – het voorgaande logisch doordenkend – bij de ontplooiing van risicovollere projecten ook het kredietrisico van de overige schuldeisers, de *non-adjusting creditors* die dit niet kunnen doorberekenen in het bijzonder, toeneemt. Tegenover dit voordeel staat dus ook een daarmee corresponderend nadeel, dat met name erin is gelegen dat de overige

125 Hamilton e.a., *Report on Business Finance and Security Over Moveable Property* 2002, p. 2, aangehaald in Scottish Law Commission, *Discussion Paper on Moveable Transactions* (DP No 151) 2011, nr. 12.11-12.12.

126 Hamilton e.a., *Report on Business Finance and Security Over Moveable Property* 2002, p. 10-11, aangehaald in Scottish Law Commission, *Discussion Paper on Moveable Transactions* (DP No 151) 2011, nr. 12.13.

127 Zie in dezelfde zin Bloemink, *MvV* 2018, p. 54, met nadere verwijzingen. Zie ook Spath & Bartels, in: *Capita Civilologie* 2013, p. 641, die op basis van een eigen anekdotisch empirisch onderzoek tot de voorzichtige conclusie komt dat het verband aanwezig is, maar dat de exacte uitwerking ervan onzeker is: 'De voorzichtige [...] conclusie lijkt te zijn dat de reactie van financiers bij grote onzekerheid mogelijk is dat zij geen krediet verlenen en dat niet alle beperkingen van de waarde van een zekerheidsrecht leiden tot een reactie van de kredietverstrekkers.'

128 Bloemink, *MvV* 2018, p. 59. Zie ook McCormack, *Secured Credit under English and American Law* 2004, p. 16.

129 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 118; Finch, *MLR* 1999, p. 637. Zie ook, anekdotisch: Smit, *FD* 29 januari 2019, p. 10 over een poging tot het krijgen van een banklening voor de uitbreiding van een kleine sportonderneming: 'Ik was daar al een paar jaar mee bezig met verschillende banken. Die vonden het allemaal wel tof en interessant, maar ik heb geen pand, grote voorraden of andere zekerheden, dus werd het uiteindelijk toch nee.'

130 Zie bijv. Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2033.

schuldeisers door hun toegenomen kredietrisico een lager nut toekennen aan hun positie.¹³¹ Dat maakt het moeilijk om – vanuit het oogpunt van de kosten en beschikbaarheid van krediet – het welvaartseffect te duiden.

Al met al lijken de verlaging van de prijs en verhoging van de beschikbaarheid van het krediet dan ook geen doorslaggevende argumenten te zijn voor de stelling dat de vestiging van zekerheidsrechten bij kredietverlening per saldo tot een stijging van de maatschappelijke welvaart leidt.

3.3.3.2 Monitoring

De welvaartstijging door zekerheidsrechten is in de literatuur ook gezocht in de *monitoring* die schuldeisers zouden verrichten ten aanzien van het gedrag – en in het verlengde daarvan tevens de kredietwaardigheid – van hun gezamenlijke schuldenaar. *Monitoring* door specifiek een geseceureerde schuldeiser zou kostenbesparingen meebrengen die anders niet gerealiseerd zouden kunnen worden.

Het vertrekpunt van deze theorie is voor een overwegend deel gelegen in een verondersteld belangenconflict tussen een onderneming en haar schuldeisers. Indien namelijk aan een onderneming eenmaal krediet is verstrekt, dan zou de onderneming geprikkeld kunnen raken om risicovollere activiteiten te ondernemen dan de kredietverstrekker is voorgespiegeld. Immers, indien de activiteit succesvol blijkt (het dan minder waarschijnlijke scenario), komt het grootste deel van de winst aan de onderneming toe, terwijl bij een deceptie (het meer waarschijnlijke scenario) de verliezen worden gedeeld met de kredietverstrekker.¹³² Twee risico's zouden hierbij in het bijzonder in het oog springen en zien op wat wordt aangeduid als '*wealth-reducing transactions*'.¹³³ Dit betreft in de eerste plaats het risico dat de onderneming (een deel van) zijn goederen aan derden overdraagt om daarmee die risicovollere activiteiten mede te kunnen financieren, en ten tweede het risico dat de onderneming voor deze activiteiten extra schulden aangaat bij derden.¹³⁴ In beide gevallen ziet de kredietverstrekker zijn verhaalspositie verslechteren, ofwel omdat het verhaalsvermogen wordt verkleind, ofwel omdat het relatieve aandeel van het eerste krediet in de totale schuldenlast afneemt (bij een gelijkblijvend verhaalsvermogen). Een rationele kredietverstrekker zal – indien hij al besluit krediet te verstrekken – deze risico's verdisconteren in de prijs van het krediet. De onderneming heeft er dan ook baat bij om af te spreken dat hij niet tot dergelijke transacties zal overgaan en de kredietverstrekker zal vervolgens door *monitoring* ook erop toezien dat deze afspraken daadwerkelijk worden nageleefd. Alle kosten die verbonden zijn aan het opstellen en handhaven van deze afspraken worden aangeduid als *monitoring costs*, als specifieke vorm van *agency*

131 Hierbij zij evenwel opgemerkt dat dit kredietrisico zich natuurlijk lang niet altijd verwezenlijkt en het welvaartsverlies van deze groep daarom prima kan omslaan in een welvaartswinst indien het ontplooiende (risicovolle) project uiteindelijk extra kasstromen genereert die de terugbetaling van het ongesecureerde krediet mogelijk maken. Vgl. Harris & Mooney, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2036-2037.

132 Jensen & Meckling, *JFE* 1976, p. 334. Immers, de 'winst' van de kredietverstrekker is gefixeerd op de bedongen rente. Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 36.

133 Armour, *ECFR* 2008, p. 8.

134 Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 350; Armour, *ECFR* 2008, p. 7-8.

costs.¹³⁵ Dit is een kwestie die vermoedelijk met name bij grote en langetermijnkredieten van professionele kredietverstrekkers zal spelen.

Monitoring heeft tevens een tweede component, die *alle* schuldeisers aangaat. Lang niet alle schuldeisers (te denken valt met name aan de kleinere schuldeisers) zullen namelijk de bereidheid voelen om hun schuldenaar op wangedrag te controleren, maar zullen daarentegen wel hun oog willen houden op de financiële gezondheid van hun schuldenaar, diens kredietwaardigheid.¹³⁶ Mocht het voortbestaan van de schuldenaar in het geding komen, dan hebben zij hierdoor namelijk nog de kans om tijdig te verhaal nemen en zo een potentiële *concursum creditorum* te ontwijken.

Zekerheidsgerechtigden en goedkopere monitoring

De claim dat *monitoring* specifiek door een geseceerde schuldeiser een kostenbesparing zou opleveren is door Jackson en Kronman onderbouwd met het argument dat deze schuldeiser – ter controle van zijn verhaalspositie – niet meer het complete reilen en zeilen van de onderneming van de schuldenaar hoeft door te lichten, maar kan volstaan met het monitoren van de waarde van het onderpand (waarop zij zich aldus met voorrang kan verhalen).¹³⁷ Jackson en Kronman zien vervolgens in de omstandigheid dat zekerheidsrechten in de praktijk specifiek ten behoeve van professionele kredietverstrekkers worden gevestigd een efficiëntievoordeel, aangezien zij betogen dat deze kredietverstrekkers relatief dure *monitors* zijn. Een van de kernargumenten die zij daarvoor aandragen is dat ‘gewone’ handelsschuldeisers, als kenners van (de geruchten in) de branche van de schuldenaar, eenvoudig toegang zouden hebben tot informatie over de financiële gezondheid van hun schuldeiser; professionele kredietverstrekkers zouden daarentegen, meer formeel, informatieplichten moeten opleggen en eigen procedures moeten ontwikkelen om deze informatie vervolgens te kunnen beoordelen, hetgeen extra kosten met zich brengt.¹³⁸ Nu specifiek de duurste *monitors* monitoringskosten uitsparen, wordt een situatie van Kaldor-Hicks-efficiëntie bereikt: de monitoringslasten verschuiven naar hen die de *monitoring* tegen de minste kosten kunnen verrichten.¹³⁹

Deze theorie van Jackson en Kronman is sterk bekritiseerd met het argument dat deze niet overeenkomt met de praktijk.¹⁴⁰ Zo komt het niet overtuigend voor dat de handelsschuldeisers eenvoudiger kunnen monitoren, vooral indien de schuldenaar (in de ogen van de schuldeiser) complexe bedrijfsactiviteiten ontplooit. Daarbij speelt mee dat indien de kredietverstrekker een bank is, de kans groot is dat de bank via de (waarschijnlijk)

135 Jensen & Meckling, *JFE* 1976, p. 337-338.

136 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 118.

137 Jackson & Kronman, *Yale L. J.* 1979, p. 1153; in gelijke zin ook Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 10. Betoogd is tevens dat zelfs indien de zekerheidsrechten op feitelijk de gehele onderneming rusten, er vermoedelijk nog steeds sprake zal zijn van een kostenbesparing. Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 119.

138 Jackson & Kronman, *Yale L. J.* 1979, p. 1159-1161.

139 Jackson & Kronman, *Yale L. J.* 1979, p. 1161. Zij voegen daaraan toe dat er situaties denkbaar zijn waar dit resultaat ook via overeenkomsten van rangwisseling tussen schuldeisers zal worden uitonderhandeld, waarbij de kostenbesparing vervolgens zal worden verdeeld onder de betrokkenen. De beschikbaarheid van zekerheidsrechten levert in dat verband een transactiekostenbesparing op. Jackson & Kronman, *Yale L. J.* 1979, p. 1155-1158.

140 Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 11; Levmore, *Yale L. J.* 1982-1983, p. 53; Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 37-38.

door de schuldenaar bij haar aangehouden bankrekening eenvoudig gedetailleerd inzicht heeft in de activiteiten die de schuldenaar ontplooit.¹⁴¹ Bovendien strookt deze theorie niet met de praktijk van bancaire kredietverlening, waar het vestigen van zekerheidsrechten hand in hand gaat met intensieve *monitoring* door de bank.¹⁴²

Er zijn aldus andere argumenten nodig ter onderbouwing van de stelling dat een zekerheidsgerechtigde goedkoper kan monitoren dan een andere schuldeiser. In dit verband is door Van den Heuvel gewezen op de rol van banken als gespecialiseerde monitors, die door hun specialisatie in kredietverlening *financially sophisticated* zijn en schaalvoordelen genieten.¹⁴³ Bovendien hebben zij via de bankrekening van de schuldenaar doorgaans goede toegang tot informatie en hebben zij, in de gevallen waar de informatietoegang toch beperkt is, voldoende marktmacht om de schuldenaar (periodieke) informatieverplichtingen op te leggen. Deze argumenten pleiten evenwel niet zozeer voor *monitoring* door een zekerheidsgerechtigde, maar laten zien dat alleen al een specialisatie in *monitoring* kostenbesparingen biedt.

Zekerheidsrechten en 'wealth-reducing transactions'

Voor de rol van zekerheidsrechten is gewezen op twee specifieke kenmerken die in deze rechten – als goederenrechtelijk recht – besloten liggen en die specifieke voordelen bieden bij het tegengaan van de eerdergenoemde *'wealth-reducing transactions'*. Zo beperkt de vestiging van een zekerheidsrecht op een goed in de eerste plaats door zaaksgevolg de mogelijkheden om het goed over te dragen aan derden. Overdracht aan derden leidt er dan in beginsel toe dat het zekerheidsrecht mee over gaat op de verkrijger en dat het verhaalsvermogen van de schuldenaar in verhouding tot de gecureerde schuldeiser dus intact blijft (behoudens eventuele derdenbescherming aan de zijde van de verkrijger).¹⁴⁴ Dit argument verliest echter kracht ten aanzien van de zekerheidsrechten op voorraden en vorderingen, aangezien deze zekerheidsrechten (te denken valt aan een *floating charge* of een stil pandrecht met vervreemdingsbevoegdheidsclausule) onbezwaarde vervreemding binnen de normale bedrijfsuitoefening niet verhinderen.¹⁴⁵ Ten tweede leidt de aan een zekerheidsrecht verbonden voorrang op het onderpand ertoe dat het de schuldenaar wordt bemoeilijkt nieuwe leningen aan te gaan zonder dat daar tegelijkertijd extra verhaalsvermogen tegenover staat. Nieuwe kredietverstrekkers zullen een nieuw kredietdoel dan ook op zijn merites beoordelen in plaats van dat zij ter compensatie mede kunnen leunen op het reeds aanwezige verhaalsvermogen; te risicovolle bedrijfsactiviteiten zijn daarmee (terecht) ook moeilijker financierbaar.¹⁴⁶ Beide kenmerken maken de *monitoring* door een zekerheidsgerechtigde krachtiger (en daarmee ook goedkoper) dan *monitoring* door een andere schuldeiser, die de afspraken over *'wealth-reducing transactions'* langs de contractuele weg zou moeten handhaven.¹⁴⁷ Dit tezamen maakt dat de combinatie 'bank als zekerheidsgerechtigde' als de meest kostenefficiënte *monitor* te kwalificeren is.

141 Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 11, voetnoot 28.

142 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 121; Bloemink, *MvV* 2018, p. 57.

143 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 121.

144 Buckley, *Virginia L. Rev.* 1986, p. 1438; Armour, *ECFR* 2008, p. 7-8.

145 Vgl. Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 47.

146 Armour, *ECFR* 2008, p. 8.

147 Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 33-36.

Het voorgaande werpt wel de vraag op in hoeverre ook de belangen van de overige schuldeisers met deze *monitoring* worden gediend. Immers, zaaksgevolg en de aan de zekerheidsrechten verbonden voorrang dienen primair het eigen belang van de zekerheidsgerechtigde, het bewaken van *zijn* verhaalspositie. Armour wijst in dit verband op de potentiële externe effecten voor de overige schuldeisers, inhoudende dat het schuldenaren moeilijker wordt gemaakt om deze '*wealth-reducing transactions*' te verrichten.¹⁴⁸ Immers, de twee genoemde kenmerken van zekerheidsrechten leiden ertoe dat derden niet meer zullen willen meewerken aan deze transacties, aangezien zij daar zelf nadeel van zullen ondervinden. Dit argument vervolgens logisch doortrekkend, zou dit ertoe kunnen leiden dat de kans op faillissement van de schuldenaar wordt verkleind, hetgeen in het belang is van alle schuldeisers.¹⁴⁹

Zekerheidsrechten en de algemene kredietwaardigheidscontrole

Ook met betrekking tot de tweede component van *monitoring*, het toezien op de algemene financiële gezondheid van de schuldenaar, zijn aan zekerheidsrechten positieve externe effecten voor de overige schuldeisers toegedicht. Op het moment dat het financieel slecht gaat met de schuldenaar biedt een zekerheidsrecht namelijk specifieke voordelen boven een ongesecureerde positie in de zin dat zekerheidsrechten (in meer of mindere mate) '*control rights*' geven aan de schuldeiser. De gesecureerde schuldeiser heeft, meer dan een gewone schuldeiser, invloed op de bedrijfsvoering van de in moeilijkheden verkerende schuldenaar. Enerzijds betreft dit in sommige gevallen directe controle via de benoeming van een *administrator* door een *floating-charge*-houder, ter vervanging van het zittende management van de schuldenaar, of via de effectuering van een stil pandrecht op aandelen in de schuldenaar.¹⁵⁰ Anderzijds kan een zekerheidsgerechtigde geloofwaardiger dreigen met het nemen van verhaal of zelfs het aanvragen van het faillissement van zijn schuldenaar, hetgeen als indirecte controle zou kunnen worden aangeduid. Immers, een zekerheidsrecht voorziet veelal in een vereenvoudigde (en daarmee relatief goedkope) uitwinningsprocedure en in faillissement heeft de zekerheidsgerechtigde vanwege zijn voorrangpositie een grote kans dat hij (een aanzienlijk deel van) zijn vordering verhaald krijgt.¹⁵¹ Specifiek banken grijpen deze macht in de praktijk ook aan door schuldenaren in financiële moeilijkheden (bijvoorbeeld) onder intensief of bijzonder beheer te plaatsen om zo te pogen de schuldenaar er weer financieel bovenop te helpen.¹⁵² Empirisch onderzoek lijkt het belang hiervan voor de overige schuldeisers van de schuldenaar te bevestigen. Zo laat een onderzoek van Franks en Sussman over bijzonder beheer bij drie Britse banken zien dat 63,0-87,2% van deze procedures eindigden zonder faillissement van de betrokken schuldenaar.¹⁵³ Ook daarin zit derhalve een positief extern effect over

148 Armour, *ECFR* 2008, p. 9.

149 Armour, *ECFR* 2008, p. 9.

150 Zie bondig over de bank als pandhouder van de aandelen in diens kredietnemer: Messelink & Van den Bosch, *Juridisch handboek intensief beheer (R&P nr. InsR10)* 2017/4.3.1.

151 Vgl. Armour, *ECFR* 2008, p. 18.

152 Zie nader over intensief of bijzonder beheer, vanuit het perspectief van de bank: Messelink & Van den Bosch, *Juridisch handboek intensief beheer (R&P nr. InsR10)* 2017/4.

153 Franks & Sussman, *Rev. Finance* 2005, p. 76-77. Onderzoek met betrekking tot specifiek mkb-ondernemingen in bijzonder beheer, over de periode 1997-1998 (n = 542). Zie nader, tevens over vergelijkbare onderzoeken: Armour, *ECFR* 2008, p. 18.

de overige schuldeisers, zijnde opnieuw het verkleinen van de kans op faillissement van de schuldenaar.

Hiermee ligt het argument voor de hand dat zekerheidsrechten, specifiek in de handen van banken, leiden tot concentratie van de *monitoring* en potentieel ook het daaropvolgende ingrijpen in de bedrijfsvoering bij hen die het meest zijn toegerust tot maximalisatie van de waarde van de schuldenaar in financiële moeilijkheden.¹⁵⁴ Dit sluit aan bij een ander, frequent opgeworpen argument, namelijk dat de overige schuldeisers zouden kunnen 'free-riden' op de *monitoring* door de geseceureerde schuldeiser en daarmee zelf monitoringkosten besparen.¹⁵⁵ Dit argument is het krachtigst indien de *monitoring* door de geseceureerde schuldeiser ziet op de algehele financiële gezondheid van de schuldenaar en wordt dan ook vooral in verband gebracht met zekerheidsrechten op feitelijk de gehele onderneming van de schuldenaar.¹⁵⁶ Aldus zouden zekerheidsrechten dubbele *monitoring* door verschillende schuldeisers kunnen tegengaan en daarmee de totale monitoringkosten van alle schuldeisers tezamen verlagen.

Het 'free-riding'-argument is echter niet vrij van kritiek. Zo is betoogd dat de belangen van de geseceureerde schuldeisers en de andere schuldeisers niet voldoende synchroon lopen om de *monitoring* volledig in handen van eerstgenoemde te kunnen leggen. Dit speelt met name wanneer wordt aangenomen dat de zekerheidsgerechtigde zich primair richt op het bewaken van de omvang en waarde van het onderpand en zich in mindere mate bekommert om de overige aspecten van de kredietwaardigheid van de schuldenaar. Zelfs wanneer de zekerheidsrechten rusten op nagenoeg alle goederen van de schuldenaar, dan geldt nog steeds dat de overige schuldeisers in rang zijn achtergesteld ten aanzien van dit onderpand; zij zullen voor hun verhaalsmogelijkheden afhankelijk zijn van – en daarom specifiek geïnteresseerd zijn in – de cashflow die de schuldenaar genereert.¹⁵⁷ Wanneer dit buiten de controle door de geseceureerde schuldeiser valt, dan kunnen de ongesecureerden het zich niet permitteren om te 'free-riden'.

Daarnaast is gewezen op het risico dat juist de sterke verhaalspositie van de geseceureerde schuldeiser in (en buiten) faillissement een negatieve invloed zou kunnen hebben op de intensiteit van zijn *monitoring*.¹⁵⁸ Zo zou de geseceureerde schuldeiser mogelijk zijn controletaak minder kritisch uitvoeren en minder geneigd zijn om tijdig in te grijpen bij financiële moeilijkheden, vooral wanneer de waarde van het onderpand nog toereikend is ter voldoening van zijn vorderingen.¹⁵⁹

In vergelijkbare zin is in de omstandigheid dat zekerheidsrechten het kredietrisico van de ongesecureerde schuldeisers verhogen, evengoed een aanleiding te vinden voor het

154 Vgl. Armour, *ECFR* 2008, p. 8-9.

155 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 121; Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 351.

156 Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 351.

157 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 121-122; Bloemink, *MvV* 2018, p. 58.

158 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 124, onder verwijzing naar onder meer Bebchuk & Fried, *Yale L. J.* 1996, p. 901-903.

159 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 124. Zie in dit verband ook de empirische studie van Franks & Sussman, *Rev. Finance* 2005, waarin zij enig voorzichtig bewijs zien voor de stelling dat de sterke verhaalspositie van banken tot 'luiheid' in de *monitoring* leidt, specifiek doordat zij ten aanzien van de *timing* van de beslissing tot aanvragen van het faillissement sterk leunen op de waarde van het onderpand.

argument dat zij de schuldenaar juist intensiever zullen gaan monitoren.¹⁶⁰ Natuurlijk is het moeilijk denkbaar dat kleine schuldeisers van kortlopend krediet intensief (tegen relatief hoge kosten) zullen monitoren, maar ook deze ongesecureerde schuldeisers zouden hun krachten kunnen bundelen. In de praktijk gebeurt dit zelfs al door middel van kredietverzekeringen, waarbij een schuldeiser zich verzekert tegen betalingsonmacht van één of meer van zijn schuldenaren. In dit kader is het de kredietverzekeraar die de *monitoring* verricht ten behoeve van haar verzekerden en daarbij – als gespecialiseerde *monitor* – op gelijke wijze als een bank *financially sophisticated* is en schaalvoordelen geniet.¹⁶¹ 'Free-riding' door de ongesecureerde schuldeisers is daarmee in de praktijk, in ieder geval gedeeltelijk, niet aan de orde. Bovendien doet de intrede van kredietverzekeringen 'in de vergelijking' de vraag rijzen of hiermee niet een minstens zo goede en invloedrijke *monitor* als een gesecureerde bancaire kredietverstrekker opduikt. Immers, denkbaar is dat ook een kredietverzekeraar bij financiële moeilijkheden van de schuldenaar een vuist zal kunnen maken en veranderingen in de bedrijfsvoering zal kunnen bewerkstelligen, aangezien de schuldenaar het risico loopt dat de verzekeraar de vorderingen van zijn schuldeisers niet meer onder de kredietverzekering dekt (met daaropvolgend het risico dat zijn schuldeisers niet meer bereid zijn om bijv. nog langer op krediet te leveren).¹⁶²

Al met al lijken de kostenbesparingen die *monitoring* door een gesecureerde schuldeiser zou bieden bij nadere overweging minder groot dan is verondersteld. Hoewel zekerheidsrechten zeker de potentie hebben om positieve externe effecten teweeg te brengen (en via die weg een besparing van maatschappelijke kosten op te leveren), is het argument dat zij tevens een besparing van de totale monitoringskosten kunnen opleveren niet overtuigend.¹⁶³ Verdedigbaar is dat een dergelijke besparing beter te realiseren is door de enkele specialisatie in *monitoring* en dat juist zekerheidsrechten in handen van de monitorende schuldeiser deze kostenbesparing voor een deel weer tenietdoen.

3.3.3.3 Signaalfunctie

De mogelijke signaalfunctie van zekerheidsrechten is in de literatuur ook aangehaald als argument dat zekerheidsrechten efficiëntievoordelen bieden. Deze signaalfunctie ziet in de kern op het efficiënter laten functioneren van een kredietmarkt die wordt gekenmerkt door asymmetrische informatie, waar aldus de kredietverstrekkers het kredietrisico van de diverse 'vragers' op de markt onvoldoende van elkaar kunnen onderscheiden. Indien er in dat geval een manier is waarop vragers met een laag risicoprofiel een betrouwbaar, van vragers met een hoog risicoprofiel onderscheidend, signaal kunnen uitzenden over

160 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 124, onder verwijzing naar Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 10-11.

161 Zie bijv. Van der Velden & Den Brinker, *FD 7 december 2019*: 'Arthur Schellekens, directeur bij kredietverzekeraar Coface [...] "Wehkamp staat bij ons op een lijst met bedrijven die we intensief volgen voor onze klanten".'

162 Zie als succesvol voorbeeld van de slagkracht van een kredietverzekeraar Van der Velden & Den Brinker, *FD 7 december 2019*, waarin melding wordt gemaakt van een door een kredietverzekeraar afgedwongen herstructurering van het vermogen van het online warenhuis Wehkamp, te weten de omzetting van aandeelhoudersleningen in aandelen, zodat de aandeelhouders bij faillissement qua verhaalspositie niet meer in gelijke rang staan met de leveranciers.

163 Zie in vergelijkbare zin Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 48-49.

hun lage kredietrisico, dan bespaart dat de kredietverstrekkers informatiekosten bij het *screenen* van de potentiële kredietnemer.¹⁶⁴ Een dergelijk signaal is dan ook slechts effectief indien alleen de vragers met een laag risicoprofiel in staat zijn dit signaal uit te zenden; alleen dan heeft het signaal onderscheidend vermogen.¹⁶⁵

In de literatuur is gesuggereerd dat het aanbieden om zekerheidsrechten te vestigen ten behoeve van de kredietverstrekkers weleens een dergelijk onderscheidend signaal zou kunnen zijn.¹⁶⁶ Dat zou zo zijn indien het aanbieden van zekerheidsrechten duurder is voor vragers met een laag risicoprofiel dan voor vragers met een hoog risicoprofiel. De specifieke kenmerken van een zekerheidsrecht – zo beperken zij de mogelijkheid tot het aantrekken van extra krediet bij derden en geven zij de kredietverstrekker meer controle over de kredietnemer, in het bijzonder bij financiële moeilijkheden – zouden in deze richting wijzen. Immers, bij vragers met een hoog risicoprofiel zullen deze kenmerken sterker als beperkingen c.q. reële risico's voelen dan bij vragers met een laag risicoprofiel bij wie de verwachte winstgevendheid de negatieve kant van de zekerheidsrechten overstemt; de eerstgenoemden zullen dan ook terughoudender zijn in het aanbieden van zekerheidsrechten, zo wordt verondersteld.¹⁶⁷

Aan deze veronderstelling van zekerheidsrechten als onderscheidend signaal van kredietwaardigheid zitten evenwel nogal wat haken en ogen. Betoogd is dat dit signaal onvoldoende onderscheidend is. Zo hangt de bereidwilligheid van het aanbieden van zekerheidsrechten mede af van de mate van risico-aversie van de potentiële kredietnemer. Hebben twee vragers op de markt hetzelfde risicoprofiel, maar is de ene meer risico-avers dan de andere, dan zullen zij niet eenzelfde signaal over hun kredietwaardigheid uitzenden terwijl hun risicoprofiel gelijk is.¹⁶⁸ Bovendien is het risico onderkend dat vragers met een hoog risico, juist door zekerheidstelling aan te bieden, de schijn van kredietwaardigheid kunnen opwerpen om krediet te verkrijgen dat zij anders niet (onder die voorwaarden) zouden hebben verkregen.¹⁶⁹ Verder is betoogd dat, kijkend naar de kosten van zekerheidstelling, de bereidheid om zekerheidsrechten te vestigen evengoed een negatief kredietwaardigheidssignaal kan zijn. De kosten c.q. beperkingen werken namelijk het meest beknellend bij de meest kredietwaardige kredietnemers, die door de zekerheidstelling worden gehinderd in het aantrekken van aanvullend krediet; als het even kan zouden zij er juist de voorkeur aan geven geen zekerheidsrechten te hoeven vestigen om hun groeipotentieel optimaal te kunnen blijven benutten.¹⁷⁰ Dit is in lijn met empirisch onderzoek waaruit volgt dat in de praktijk juist kredietnemers met een hoog risicoprofiel op een gecureerde basis lenen.¹⁷¹ Dit sluit tevens aan bij het in de literatuur

164 Armour, *ECFR* 2008, p. 6; Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 98-99 en 122. Zie tevens uitgebreid over de gevolgen van dergelijke informatieasymmetrie voor het prijsevenwicht op een kredietmarkt: Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 14 e.v.

165 Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 15.

166 Zie, hoewel uiteindelijk kritisch: Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 15.

167 Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 15.

168 Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1981, p. 17-18.

169 Schwartz, *J. Leg. Stud.* 1989, p. 246-247; Finch, *MLR* 1999, p. 649; Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 122-123.

170 Bloemink, *MvV* 2018, p. 57; Armour, *ECFR* 2008, p. 6-7; vgl. Kripke, *U. Pa. L. Rev.* 1985, p. 969-970.

171 Armour, *ECFR* 2008, p. 6, onder verwijzing naar diverse studies, waaronder Berger & Udell, *J. Monet. Econ.* 1990; zie ook Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 4 e.v., met nadere verwijzingen naar empirische literatuur.

opgeworpen argument dat in de praktijk zekerheidsrechten juist worden *verlangd* door kredietverstrekkers in plaats van *aangeboden* door de potentiële kredietnemers; en voor zover zij daarmee nog een signaal opleveren, is het eerder een signaal van een beperkt vertrouwen in de kredietwaardigheid van de kredietnemer in kwestie.¹⁷²

Dit neemt evenwel niet weg dat zekerheidsrechten nooit een onderscheidend, positief kredietwaardigheidssignaal kunnen afgeven. Te denken valt aan de verlening van derdenzekerheid, zoals een borgtocht, waarbij een derde (al dan niet de bestuurder van de vennootschap in kwestie) instaat voor de terugbetaalverplichting van de potentiële kredietnemer.¹⁷³ Dit is een handeling waartoe een weinig kredietwaardige kredietnemer vermoedelijk minder snel geneigd zal zijn, alhoewel een kredietwaardige kredietnemer nog steeds de voorkeur zal geven aan het kunnen verkrijgen van volledig ongesecureerd krediet. Bovendien blijft ook hier het tegenargument overeind dat deze vorm van zekerheid in de praktijk juist door kredietverstrekkers zal worden *verlangd*. Het kan een betrouwbaarder signaal opleveren dan de 'standaard' zekerheidsrechten, maar écht onderscheidend zal het waarschijnlijk niet zijn.

Het overkoepelende beeld dat uit het voorgaande naar voren komt is dat het aanbieden van zekerheidsrechten een onvoldoende onderscheidend, positief signaal oplevert met betrekking tot de kredietwaardigheid van een potentiële kredietnemer. De veronderstelde kostenbesparing in de *screening* van de kredietnemers zal zich in de praktijk daarom waarschijnlijk niet voordoen; het argument dat zekerheidsrechten efficiënte kredietwaardigheidssignalen afgeven overtuigt dan ook niet.

3.3.3.4 Transparantie

Betoogd is dat zekerheidsrechten tevens op een andere manier de kosten verbonden aan asymmetrische informatie bij het aangaan van een kredietrelatie kunnen terugbrengen. Meer specifiek zouden zekerheidsrechten een rol vervullen in het terugbrengen van de kosten van het kredietwaardigheidsonderzoek dat voorafgaand aan de kredietverstrekking wordt verricht.¹⁷⁴ Dit kredietwaardigheidsonderzoek ziet – zo wordt aangenomen – op (in ieder geval) twee factoren, zijnde de kans op faillissement van de kredietnemer en de vermoedelijke verhaalspositie als dat faillissement intreedt. De vestiging van zekerheidsrechten voorziet potentiële kredietverstrekkers van transparantie over deze tweede factor, hun verhaalspositie bij faillissement, hetgeen het kredietwaardigheidsonderzoek van alle potentiële schuldeisers vereenvoudigt (en daarmee goedkoper maakt). Immers, kredietverstrekkers die overwegen geseecureerd krediet te verstrekken hoeven vanwege de aan het zekerheidsrecht verbonden voorrang in beginsel slechts de verwachte liquidatiewaarde van het aangeboden onderpand te onderzoeken. Is deze waarde hoger dan de hoogte van het krediet, dan is de kans op faillissement voor hen irrelevant; zij zijn dan immers – linksom of rechtsom – zeker van terugbetaling van het krediet.¹⁷⁵ Deze versterkte

172 Finch, *MLR* 1999, p. 649; Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 352. Zie in gelijke zin Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 122-123, i.h.b. voetnoot 158.

173 Armour, *ECFR* 2008, p. 7, voetnoot 12; zie ook Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 122, die de signaalfunctie van zekerheidsrechten specifiek illustreert met het voorbeeld van borgtocht.

174 Buckley, *Virginia L. Rev.* 1986, p. 1421 en 1424.

175 Buckley, *Virginia L. Rev.* 1986, p. 1426; Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 13-14; Posner, *Economic analysis of law* 2011, p. 540.

informatiepositie leidt tot lagere informatiekosten (en daarmee transactiekosten) bij het aangaan van de kredietrelatie en levert dus een kostenbesparing op, een kostenbesparing die mogelijk ook doorwerkt in de prijs van het krediet.¹⁷⁶

Ook voor de overige schuldeisers verbetert de informatiepositie bij het aangaan van hun kredietrelatie. Indien een onderneming ten behoeve van (een van) zijn kredietverstrekkers (alomvattende) zekerheidsrechten heeft gevestigd, dan is de kans groot dat de 'gewone' ongesecureerde schuldeisers in het faillissement van hun schuldenaar (nagenoeg) niets van hun vordering terugzien. Dat maakt dat zij zich bij hun kredietwaardigheidsonderzoek slechts hoeven te focussen op de eerste factor, de kans op faillissement van hun potentiële kredietnemer.¹⁷⁷ Om dit effect ook echt te bereiken dient evenwel de aanname te worden gemaakt dat de ongesecureerden op de hoogte zijn van de gevestigde zekerheidsrechten, althans de aanwezigheid ervan zullen verwachten.¹⁷⁸ Pas dan zullen zij – aldus deze theorie – hun kredietwaardigheidsonderzoek dienovereenkomstig beperken, met ook hier een informatiekostenbesparing tot gevolg. Deze theorie logisch doortrekkend, is de kostenbesparing het grootst indien de aan de zekerheidsrechten verbonden voorrangspositie absoluut is en het volledige verhaalsvermogen dekt, hoe ongelukkig dat ook uitpakt voor de verhaalspositie van de ongesecureerde schuldeisers.¹⁷⁹

Ten aanzien van deze theorie zijn evenwel ook tegenargumenten geuit. Zo is aangevoerd dat zelfs in het geval dat geen van de schuldeisers geselecteerd is, een klein deel van de potentiële schuldeisers het sowieso al niet de moeite waard zal vinden om bij hun kredietbeslissing hun mogelijke verhaalspositie bij faillissement in kaart te brengen. Dit maakt de welvaartstoename minder groot dan op het eerste gezicht zou lijken, en dat doet de vraag rijzen of de te realiseren kostenbesparing de extra kosten van geselecteerd krediet nog wel blijft overstijgen.¹⁸⁰ Daarnaast is betoogd dat de geselecteerde kredietverstrekker er steeds de voorkeur aan zal geven om 'gewoon' door de kredietnemer terugbetaald te worden in plaats van zich actief te moeten verhalen op het onderpand; immers, met de uitwinning van de zekerheidsrechten zijn executiekosten gemoeid en die komen als eerste ten laste van de executieopbrengst, met het risico dat de resterende netto-opbrengst niet meer toereikend is ter volledige terugbetaling van het dan nog uitstaande krediet.¹⁸¹ Tenzij de geselecteerde kredietverstrekker aanmerkelijk is overgesecureerd, zal enig onderzoek naar het insolventierisico van de kredietnemer daarom nodig blijven, hetgeen opnieuw de veronderstelde kostenbesparing doet slinken.¹⁸² Echter, het is voorstelbaar dat de geselecteerde kredietverstrekker, gelet op het beperkte financiële risico, zal kunnen

176 In gelijke zin Bloemink, *MvV* 2018, p. 58.

177 Buckley, *Virginia L. Rev.* 1986, p. 1424-1426; Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 14.

178 Bloemink, *MvV* 2018, p. 58, die daarbij de veronderstelling uitspreekt dat de potentiële schuldeisers er doorgaans van zullen mogen uitgaan dat het verhaalsvermogen nagenoeg volledig met zekerheidsrechten is bezwaard.

179 Bloemink, *MvV* 2018, p. 58.

180 Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 15.

181 Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 15.

182 Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 15-16, die daarbij opmerkt dat dit zich het meest zal doen voelen als het onderpand voorraden en vorderingen betreft, aangezien de waarde van het onderpand dan zal fluctueren en laag kan zijn in tijden van financiële moeilijkheden.

volstaan met een minder diepgravend onderzoek, hetgeen uiteindelijk nog steeds tot een nettobesparing zou kunnen leiden.¹⁸³

Daarmee vormt deze transparantietheorie – mits de veronderstellingen in de werkelijkheid juist blijken – een grondslag voor het argument dat zekerheidsrechten vanuit het oogpunt van bespaarde informatiekosten tot een nettowelvaartsstijging leidt.

3.3.3.5 Exclusiviteit

Aan zekerheidsrechten is tevens een rol toegedicht bij het terugbrengen van het welvaartsverlies door individuele verhaalsuitoefening door schuldeisers. Individuele verhaalsuitoefening leidt, zo veronderstelt deze theorie, namelijk in beginsel tot het probleem van de *common pool*: meerdere schuldeisers zullen bij financiële moeilijkheden van hun gemeenschappelijke schuldenaar proberen hun vordering (door beslag) te verhalen op diens goederen, met botsende verhaalsuitoefening tot gevolg.¹⁸⁴ De schuldeisers zullen immers proberen feitelijke voorrang te realiseren door vóór het eventuele faillissement van hun schuldenaar hun vordering nog voldaan te krijgen. Picker onderscheidt in dit verband drie specifieke vormen van welvaartsverlies.¹⁸⁵ In de eerste plaats bestaat de kans dat uitwinning leidt tot waardevernietiging, doordat de liquidatiewaarde van een goed in de regel (fors) lager ligt dan de reguliere verkoopwaarde. Ten tweede kan ook in de omstandigheid dat ondernemingsgoederen afzonderlijk, in plaats van gebundeld, worden verkocht (*piecemeal liquidation*) een waardeverlies besloten liggen, doordat de goederen tezamen een hogere waarde vertegenwoordigen dan ‘de som der delen’. Ten derde zal ook al het enkele risico op deze individuele verhaalsuitoefening volgens Picker kosten met zich brengen. Schuldeisers zullen elkaar namelijk in de gaten houden (*monitoring*) om te voorkomen dat anderen het verhaalsvermogen voor hun neus weggapen.¹⁸⁶ Deze *monitoring* voegt daarbij – voor de schuldeisers als geheel – geen waarde toe, maar leidt slechts tot herverdeling van de beschikbare waarde (het verhaalsvermogen).¹⁸⁷ Voor de schuldeisers als geheel is derhalve slechts sprake van extra kosten waar geen extra baten tegenover staan: per saldo aldus een welvaartsverlies.

Zekerheidsrechten zouden dit welvaartsverlies door botsende verhaalsuitoefening kunnen verkleinen, doordat zekerheidsrechten de *common pool* (het onbezwaarde verhaalsvermogen) verkleinen.¹⁸⁸ Door de aan deze zekerheidsrechten verbonden voorrangspositie dient individueel beslag op de bezwaarde goederen immers in de regel geen

183 Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 16.

184 Bloemink, *MvV* 2018, p. 58; Picker, *U. Chi. L. Rev.* 1992, p. 669; Armour, *ECFR* 2008, p. 8-9. Zie over het probleem van de *common pool* nader: Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* 2016, p. 33 e.v.

185 Picker, *U. Chi. L. Rev.* 1992, p. 670.

186 Picker, *U. Chi. L. Rev.* 1992, p. 670-671.

187 Picker, *U. Chi. L. Rev.* 1992, p. 671.

188 Bloemink, *MvV* 2018, p. 58. Een argument dat hieraan raakt, doch niet hetzelfde is, is dat de verhaalsuitoefening door een zekerheidsgerechtigde sowieso lagere (executie)kosten met zich brengt, doordat (onder meer) door de zekerheidstelling de verhaalsobjecten al zijn geïdentificeerd en de zekerheidsgerechtigde in de regel eenvoudiger tot uitwinning kan overgaan (vgl. het recht van parate executie naar Nederlands recht). Siebrasse, *A review of secured lending theory* 1997, p. 10-11, onder verwijzing naar o.a. Baird, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 2251-2252, alhoewel Baird dit niet zozeer ziet als een onderscheidend element van zekerheidsrechten, maar meer als een symptoom van slecht functionerende verhaalsprocedures voor ongesecureerde schuldeisers.

doel meer, aangezien de uitwinningsofbrengst eerst (en veelal volledig) ten goede zal komen aan de geseceureerde schuldeiser.¹⁸⁹ Ook hierbij geldt dat het logisch doortrekken van deze theorie de kostenbesparing optimaal doet zijn wanneer een zo groot mogelijk deel van de goederen van de schuldenaar met zekerheidsrechten is bezwaard.¹⁹⁰

Indien ook hier de veronderstellingen juist zijn, is in het exclusiviteitsaspect van zekerheidsrechten eveneens een efficiëntievoordeel gelegen in de zin dat door het terugdringen van het probleem van de *common pool* een nettowelvaartsstijging kan worden gerealiseerd.

3.3.3.6 De balans opmakend: zijn zekerheidsrechten economisch efficiënt?

De vraag die zich aandient is wat nu, het voorgaande in beschouwing genomen, het overkoepelende beeld is ten aanzien van de welvaartseffecten van zekerheidsrechten in het kader van de kredietverlening. Het lijkt ontegenzeggelijk dat zekerheidsrechten positieve welvaartseffecten teweegbrengen, hetgeen vooral naar voren komt in de transparantie- en exclusiviteitsaspecten van zekerheidsrechten, alsmede in enige mate ook – vanuit het perspectief van de schuldenaar – in de kosten en beschikbaarheid van krediet. Ook op het vlak van de *monitoring* door de schuldeisers lijkt enig positief welvaartseffect te behalen, ware het niet dat de vraag gerechtvaardigd is of dit welvaartseffect niet ook (en zelfs met meer positief effect) door sec specialisatie in monitoring te realiseren is. Hiertegenover staat dat zekerheidsrechten ook tot negatieve welvaartseffecten leiden, primair in de vorm van het extra kredietrisico dat de *non-adjusting creditors* door zekerheidsstellingen wordt opgedrongen. In termen van efficiëntie kunnen zekerheidsrechten daarom hooguit tot een *Kaldor-Hicks-verbetering* leiden, indien per saldo de positieve welvaartseffecten de negatieve welvaartseffecten overstijgen.¹⁹¹ Of dit ook daadwerkelijk het geval is, is – vanwege de vele veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de theorievorming over de welvaartseffecten – ongewis.¹⁹² Wat deze uitkomst in ieder geval wel laat zien, is dat de efficiëntievraag niet de laatste vraag is die gesteld moet worden in het kader van de rechtvaardiging van de voorrangpositie van de geseceureerde schuldeisers. Ook de wenselijkheid van de verdeling van de welvaartseffecten zal daarbij moeten worden meegenomen. Hoewel deze vervolgvraag buiten het bestek van deze paragraaf valt, zal in het navolgende wel worden gezien in hoeverre (verdere) *Kaldor-Hicks-verbeteringen* mogelijk zijn door het nadeel van de *non-adjusting creditors* te beperken.

3.3.4 Non-adjusting creditors

Zoals in § 3.3.3.1 is opgemerkt ondervinden bepaalde schuldeisers in het bijzonder nadeel van de vestiging van zekerheidsrechten door hun (toekomstige) schuldenaar. Dit betreft de *non-adjusting creditors*: schuldeisers die zich – om welke reden dan ook – tegenover

189 Vgl. Finch, *MLR* 1999, p. 638; Picker, *U. Chi. L. Rev.* 1992, p. 673-675; Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 351.

190 Bloemink, *MvV* 2018, p. 58.

191 In gelijke zin Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 131.

192 In gelijke zin Hoffmann, *Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung* (HeiRA nr. 13) 2016, p. 295.

de schuldenaar niet kunnen aanpassen aan het toegenomen kredietrisico dat op hun schouders komt te rusten, en het daaraan verbonden nadeel daarom zelf moeten dragen.

Deze schuldeisers zijn globaal in te delen naar de vraag of zij vrijwillig of onvrijwillig schuldeiser van de schuldenaar zijn geworden. De onvrijwillige schuldeisers zijn vanzelfsprekend per definitie niet in staat geweest zich aan te passen. Hun vorderingen zijn aan hen opgedrongen, bijvoorbeeld omdat de schuldenaar jegens hen aansprakelijk is geworden wegens een gepleegde wanprestatie of onrechtmatige daad.¹⁹³ Ten aanzien van de vrijwillige schuldeisers gaat het om de schuldeisers die, hoewel zij bewust krediet hebben verstrekt aan de schuldenaar, niet in de gelegenheid waren het verhoogde kredietrisico door te berekenen in de prijs van het krediet (of überhaupt mee te nemen in hun kredietbeslissing). Ook hierbij zijn twee categorieën te onderscheiden, te weten zij die niet of onvoldoende op de hoogte waren van het bestaan van het zekerheidsrecht en zij die, hoewel op de hoogte, anderszins niet in de positie verkeerden om zich aan te passen aan het verhoogde kredietrisico.¹⁹⁴

Kijkend naar de hiervoor in kaart gebrachte economische gevolgen van zekerheidsrechten in meer brede zin, valt met betrekking tot de *non-adjusting creditors* het volgende op. Hun nadeel is (inderdaad) geconcentreerd in het extra kredietrisico dat hen wordt opgedrongen. Voor zover dit schuldeisers zijn die vanwege hun gebrek aan aanpassingsvermogen ook niet goed zijn toegerust om dit toegenomen risico te dragen, ligt het nadeel tevens in de gevolgschade die hieruit kan ontstaan doordat het toegenomen risico zich verwezenlijkt en tot het faillissement van de betreffende schuldeiser leidt. Het gaat dan om schade zoals de onverhaalbaarheid van de vorderingen van de schuldeisers van die schuldeiser en het verlies van inkomen van zijn werknemers. Tegenover dit nadeel staat dat aan de *non-adjusting creditors* ook enig voordeel is toe te dichten in de vorm van een verlaagd risico op faillissement van de schuldenaar (§ 3.3.3.2) en van mogelijk een lagere prijs voor, en verhoogde beschikbaarheid van, bancaire krediet dat zij zelf zouden willen afnemen.¹⁹⁵ Dat doet de vraag rijzen wat dan per saldo resteert: een nadeel of misschien toch een voordeel? Dit is een vraag die zich moeilijk leent voor beantwoording in algemene zin, aangezien de uiteindelijke uitkomst in een individueel geval van vele variabelen afhankelijk zal zijn.¹⁹⁶ Hoe dit ook zij, in beide gevallen is welvaartswinst te

193 Desalniettemin is ten aanzien van vorderingen uit wanprestatie een argument te maken dat de schuldenaar *in concreto* toch enige aanpassingsmogelijkheid zou kunnen hebben, bijvoorbeeld door de uitvoering van de op hem rustende verbintenis(sen) op te schorten. Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 353.

194 Zie nader (bijv.) Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 353. De eerste categorie zal in de praktijk evenwel weinig voorkomen. De werking van de markt maakt dat marktpartijen die structureel niet in staat zijn (of niet de noodzaak voelen) om hun kredietrisico goed in te schatten in het algemeen geen lang leven toekomt. Zie hierover nader, met een ferm pleidooi *tegen* het beschermen van deze groep, Mokal, *Corporate Insolvency Law* 2005, par. 5.4.

195 In dezelfde zin HR 3 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BT6947, r.o. 4.9.3, NJ 2012/261, m.nt. F.M.J. Verstijlen (*Dix q.q./ING*): 'Ten tweede zijn ook concurrente schuldeisers, zij het indirect, in die zin gebaat bij aanvaarding van de voormelde constructie, dat de financiering van bedrijven door banken daardoor wordt bevorderd, zodat kredieten ruimer kunnen worden verleend en in kritieke situaties minder snel aanleiding is de verdere financiering te staken dan anders het geval zou zijn. Bovendien worden ook de belangen van anderen die bij het bedrijf zijn betrokken, zoals met name van de werknemers van dat bedrijf, daardoor gediend.'

196 Vgl. Finch & Milman, *Corporate insolvency law* 2017, p. 87.

behalen door het negatieve welvaartseffect voor deze groep te beperken. Immers, ook een verdere verhoging van een nettowelvaartswinst kan een efficiëntieverbetering opleveren.

In deze paragraaf zal worden gezien in hoeverre een voorrangspositie voor deze schuldeisers dit negatieve welvaartseffect kan beperken, en in breder verband, de economische efficiëntie van het gebruik van zekerheidsrechten in het kader van kredietverlening kan vergroten. Met andere woorden: is per saldo een stijging van de *maatschappelijke* welvaart te realiseren, die zich aldus voordoet indien de welvaartsstijging voor de *non-adjusting creditors* groter is dan de eventuele welvaartsdaling die deze voorrang bij anderen veroorzaakt? In het navolgende zullen enkele mogelijkheden tot bevoorrechtting worden besproken.

3.3.4.1 Fixed fraction priority rules

De meest in het oog springende mogelijkheid om het nadeel van de *non-adjusting creditors* te compenseren betreft de toepassing van *fixed fraction priority*. Dit houdt in dat hetgeen aan een geseceureerde schuldeiser conform zijn voorrangspositie zou toekomen, met een vast percentage (een *fixed fraction*) wordt verminderd ten behoeve van een andere groep schuldeisers. Deze verdelingssystematiek is dan ook niet per se toegesneden op het compenseren van de *non-adjusting creditors*, maar kan wel voor dit doel worden gebruikt. *Fixed fraction priority* doet zich voor in twee varianten, die in het navolgende nader zullen worden uitgewerkt.

'Fixed fraction' van de uitwinningsopbrengst

De eerste variant vindt haar oorsprong in de hervorming van het Britse insolventierecht, concreet in het voorstel van *The Cork Committee* (1982) tot invoering van het '10 per cent fund'.¹⁹⁷ Het '10 per cent fund' houdt, kort weergegeven, in dat 10% van de netto-opbrengst van de door een *floating charge* bezwaarde goederen zou worden geseceureerd ter verdeling (*pro rata*) onder de ongesecureerde concurrente schuldeisers.¹⁹⁸

The Cork Committee (voluit *Review Committee Insolvency Law and Practice*) had onder meer tot opdracht om voorstellen te doen ter herziening van het Britse faillissementsrecht. Een van de speerpunten van de commissie is het afzwakken van de *floating charge*, vanwege de 'real injustice' die zij kan aanrichten en om te bevorderen dat de werking van de *floating charge* binnen de EEG (in het licht van het op dat moment in voorbereiding zijnde EEG-Faillissementsverdrag) getolereerd blijft worden.¹⁹⁹ De commissie komt hiertoe tot het

197 Insolvency Law Review Insolvency Law Review Committee, *Insolvency Law and Practice* 1982; Finch & Milman, *Corporate insolvency law* 2017, p. 88.

198 Insolvency Law Review Insolvency Law Review Committee, *Insolvency Law and Practice* 1982, par. 1538. Opmerking verdient dat de afscheiding ten behoeve van specifiek de concurrente schuldeisers is ingegeven door de omstandigheid dat in deze fase van de verdeling van de faillissementsboedel de overige ongesecureerde schuldeisers (de preferente alsook de boedelschuldeisers) reeds volledig zijn voldaan. Zie s. 175 en 176ZA *Insolvency Act* 1986.

199 Insolvency Law Review Committee, *Insolvency Law and Practice* 1982, nr. 1527-1531. Zie hierover ook Goode, *Can. Bus. L. J.* 1983-1984, p. 66-67, ook voor wat betreft de 'geboorte' van het idee voor dit voorstel: 'I speak with the detachment of one who was responsible for suggesting it in the first place, in a jocular conversation on the train home with a friend who was a member of the Committee!'

voorstel tot invoering van het '10 per cent fund'. Dit voorstel gaat gepaard met wijzigingen in de bevoorrechte vorderingen, waarbij de commissie lijkt te hebben gestreefd naar het vinden van een balans tussen de verschillende belangen die bovendien acceptabel is voor de commerciële praktijk.²⁰⁰ Zo wordt tevens voorgesteld het mes te zetten in de bevoorrechte vorderingen: afschaffing van diverse fiscale voorrechten en beperking van de geldingsduur van andere fiscale en sociale voorrechten.²⁰¹ Dit zou de 'pijn' verdelen tussen de zekerheidsgerechtigde en de overheid, waarbij de commissie bovendien voorziet dat het netto-effect van alle maatregelen tezamen in veel gevallen zelfs voordelig voor de *floating-charge*-houder zou gaan uitpakken (een hogere uitkering uit de met een *floating charge* bezwaarde goederen).²⁰²

Het voorstel is in 2003 in enigszins gewijzigde vorm ingevoerd als het 'prescribed part' dat de voorrang van de *floating-charge*-houder op een gelijke wijze beperkt, ten gunste van de concurrente schuldeisers.²⁰³ De invoering van deze verdelingsregel komt daarbij voort uit de keuze van de Britse wetgever voor afschaffing van het fiscale voorrecht, de *Crown preference*.²⁰⁴

In de Britse rangorde van vorderingen zijn namelijk, na de voldoening van de *preferential debts*, de met een *floating charge* gecureerde vorderingen de eerstvolgende vorderingen die voor uitdeling in aanmerking komen. De afschaffing van de *Crown preference* zou dus tot gevolg hebben dat het voordeel hiervan bij deze zekerheidsgerechtigden zou neerslaan. Dit werd als onwenselijk beschouwd. Daarom is ervoor gekozen om dit voordeel bij de opvolgend gerangschikte groep schuldeisers te laten neerslaan: de concurrente schuldeisers.²⁰⁵ Via een gefixeerde inhouding op de uitkering aan de *floating-charge*-houder – ter grootte van wat voorheen door de bank genomen aan de *Crown* zou toekomen – profiteren de concurrente schuldeisers aldus van de afschaffing van de *Crown preference*. Deze inhouding betreft 50% over de eerste £ 10.000 van de uitkering, aangevuld met 20% van het meerdere, tot een maximale inhouding van in beginsel £ 800.000.²⁰⁶

De charme van deze verdelingsregel ligt in de zekerheid voor de *floating-charge*-houder: al bij het verstrekken van de financiering weet de financier welk deel van de

200 Zie Insolvency Law Review Committee, *Insolvency Law and Practice* 1982, nr. 1533.

201 Insolvency Law Review Committee, *Insolvency Law and Practice* 1982, hfdst. 32. Deze ingreep hangt samen met de visie van de commissie op voorrechten: zij leiden in de praktijk heel vaak tot een forse frustratie van het volgens de commissie 'fundamentele doel' van het faillissementsrecht dat gestreefd moet worden naar een *pari-passu*-verdeling (nr. 1396). Dit brengt de commissie tot de volgende beoordelingsmaatstaf: 'no debt should be accorded priority unless this can be justified by reference to principles of fairness and equity which would be likely to command general public acceptance' (nr. 1398).

202 Insolvency Law Review Committee, *Insolvency Law and Practice* 1982, nr. 1536.

203 s. 176A *Insolvency Act* 1986.

204 De reden voor deze afschaffing was erin gelegen dat dit voorrecht als een verouderd en in de huidige tijdgeest niet meer te rechtvaardigen voorrangrecht werd beschouwd. The Insolvency Service, *Insolvency – A Second Chance* 2001, par. 2.19. Deze tijdgeest was evenwel van relatief korte duur.

205 The Insolvency Service, *Insolvency – A Second Chance* 2001, par. 2.19.

206 The Insolvency Act 1986 (Prescribed Part) Order 2003, reg. 3, zoals aangepast in The Insolvency Act 1986 (Prescribed Part) (Amendment) Order 2020, reg. 2. Deze aanpassing geldt niet in de gevallen waarin de hoogst gerangschikte *floating charge* is gevestigd ('created') vóór 6 april 2020. De maximale inhouding is dan £ 600.000.

uitwinningsopbrengst hij in een eventueel faillissement tegemoet kan zien. Dit verlies is vooraf in te calculeren en te betrekken in de financieringsbeslissing.

De afschaffing van de Britse *Crown preference* was evenwel van relatief korte duur. In 2020 is deze voorrang opnieuw ingevoerd voor een aantal specifieke belastingen (omzetbelasting en diverse andere belastingen en premies die door een belastingschuldige ten behoeve van de fiscus zijn ingehouden of geïnd).²⁰⁷ De wetgever heeft de *prescribed part* hierbij (los van een indexering van de maximale inhouding) ongemoeid gelaten, waardoor de nadelige financiële consequenties van de herinvoering nagenoeg volledig voor rekening van de *floating-charge*-houders komen.

'Fixed fraction' van de geseceerde vordering

De tweede variant houdt in dat een vast percentage van de (totale) geseceerde vordering van de geseceerde schuldeiser als ongesecerd wordt beschouwd.²⁰⁸ Het bijzondere verhaalsrecht ten aanzien van het onderpand komt deze schuldeiser derhalve slechts toe ten aanzien van een (wettelijk vastgesteld) percentage van zijn vordering. Deze 'fixed fraction'-variant is in 1985 voorgesteld in het kader van de hervorming van het Duitse insolventierecht. Dit voorstel, afkomstig van de Duitse *Kommission für Insolvenzrecht*,²⁰⁹ betrof een aanvulling op een tevens voorgestelde *fixed fraction rule* ten aanzien van de uitwinningsopbrengst. Deze combinatie van *fixed fraction rules* hield in dat het voorrangrecht van de geseceerde schuldeiser zich in beginsel beperkte tot 75% van de uitwinningsopbrengst, tenzij de uitwinningsopbrengst de waarde van de geseceerde vordering oversteeg. In dit laatste geval werd de werking van het voorrangrecht beperkt tot 75% van de geseceerde vordering.²¹⁰ Met deze aanvullende afdrachtsregel beoogde de commissie te voorkomen dat kredietverstrekkers door oversecuring – meer zekerheden bedingen dan de hoogte van de geseceerde vordering rechtvaardigt²¹¹ – de werking van de eerste afdrachtsregel zouden ondermijnen.²¹² Het afdrachtsvoorstel was deels rechtseconomisch georiënteerd in de zin dat het gedeeltelijk werd gebracht als een compensatie voor de beperkte mogelijkheden tot *monitoring* van de schuldenaar door de ongesecerde schuldeisers.²¹³

Het Duitse voorstel tot deze dubbele *fixed fraction rule* heeft de eindstreep van het wetgevingsproces uiteindelijk niet gehaald.²¹⁴ Een van de redenen hiervoor was een gebrek aan draagvlak vanwege de deels herverdelende strekking van het voorstel. De commissie had met het voorstel een duidelijk herverdelend doel voor ogen. Zij beoogde met de afdrachtsregel de ongesecerde schuldeisers een compensatie te bieden voor de forse beperking van hun verhaalspositie door de erkenning van de zekerheidsoverdracht en het verlengd en

207 Zie hierover nader: West & James, *Insolv. Int.* 2021.

208 Bebchuk & Fried, *Yale L. J.* 1996, p. 909.

209 Deze commissie is in 1978 door de Duitse overheid ingesteld met de opdracht om voorstellen te doen ter herziening van het Duitse faillissementsrecht. Van der Linden van Sprankhuizen, *Tvl* 2020/3, p. 9.

210 *Kommission für Insolvenzrecht, Erster Bericht* 1985, p. 312.

211 Zie over oversecuring in de Duitse context ('*Übersicherung*') nader Van Uden, *Tvl* 2019/9.

212 *Kommission für Insolvenzrecht, Erster Bericht* 1985, p. 314.

213 Drukarczyk, *Int. Rev. Law & Econ.* 1991, p. 205.

214 Zie hierover uitgebreid: Van der Linden van Sprankhuizen, *Tvl* 2020/3.

verbreed eigendomsvoorbehoud in de Duitse rechtspraak.²¹⁵ Deze duidelijk herverdelende strekking werd negatief ontvangen, waarna het doel werd teruggebracht tot een streven naar een 'rechtvaardige verdeling'. Dit heeft de afdrachtsregel van kleur doen verschieten tot een regeling die voorkomt dat de kosten ter afwikkeling van de zekerheidsrechten nog op de boedel (en daarmee uiteindelijk de concurrente schuldeisers) kunnen worden afgewenteld. Aan de zekerheidsgerechtigden wordt hierin een afdracht opgelegd van in beginsel 9% van de uitwinningsopbrengst ter dekking van de door de curator gemaakte *Feststellungs- und Verwertungskosten* ter afwikkeling van de zekerheidsrechten in het faillissement (§§ 170 en 171 InsO).

De veronderstelde welvaartseffecten van fixed fraction priority

Aangezien beide *fixed fraction priority rules* het nadeel van de *non-adjusting creditors* voor een deel kunnen compenseren, ligt het in de rede dat er een (bescheiden) welvaartsstijging kan worden gerealiseerd ten opzichte van de situatie waar de geseceureerde schuldeiser *full priority* toekomt.²¹⁶ Voor een volledig beeld dient evenwel ook naar de andere zijde van de medaille te worden gekeken: de kosten die deze voorrangregels mogelijk creëren. In dit verband valt de eenvoud en voorspelbaarheid van beide voorrangregels positief op. Er hoeft in de eerste plaats geen aanvullend onderscheid te worden gemaakt naar welke (soorten) ongesecureerde schuldeisers voor de voorrang in aanmerking zouden moeten komen. Immers, aan alle (resterende) ongesecureerde schuldeisers komt deze voorrang toe. Ten tweede is voor de geseceureerde schuldeiser bij aanvang van diens kredietrelatie al duidelijk met welke afdracht (of inhouding) hij rekening moet houden.²¹⁷ Dat doet veronderstellen dat het onwaarschijnlijk is dat dit grote gevolgen heeft voor de prijs en beschikbaarheid van krediet, zeker indien de '*fixed fraction*' een bescheiden percentage behelst.²¹⁸

Tegelijkertijd is in de literatuur opgemerkt dat het voordeel voor de *non-adjusting creditors* mogelijk *ex ante* door gedragsverandering van professionele kredietverstrekkers teniet kan worden gedaan. Zo is voorstelbaar dat naarmate het aandeel van de '*fixed fraction*' toeneemt, tevens de kans toeneemt dat deze kredietverstrekkers hun toevlucht gaan zoeken in zekerheidsarrangementen waarop deze voorrangregels niet van toepassing zijn (te denken valt aan quasi-zekerheidsrechten zoals *sale-and-lease-back*-transacties).²¹⁹

215 Kommission für Insolvenzrecht, *Erster Bericht* 1985, p. 312.

216 Bebchuk & Fried, *Yale L.J.* 1996, p. 910.

217 Finch & Milman, *Corporate insolvency law* 2017, p. 89. In het Verenigd Koninkrijk is de rechtszekerheid van de geseceureerde schuldeiser er zelfs op vooruitgegaan, aangezien het '*prescribed part*' als vaste afslag in de plaats is gekomen van de *Crown preference*, (waar de 'afslag' afhankelijk was van de hoogte van de nog openstaande fiscale vorderingen). Althans, totdat de *Crown preference* in 2020 opnieuw is ingevoerd. De huidige combinatie van '*prescribed part*' en *Crown preference* wordt wel omschreven als '*the worst of all worlds*' voor de geseceureerde schuldeisers. Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 356-357.

218 Vgl. Finch & Milman, *Corporate insolvency law* 2017, p. 89.

219 Finch & Milman, *Corporate insolvency law* 2017, p. 87, 89; Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 357. Interessant is in dit verband de observatie van Finch en Milman dat de functionele benadering van het Amerikaanse Article 9 UCC wel de mogelijkheid biedt om ook quasi-zekerheidsrechten eenvoudig onder de reikwijdte van een dergelijke voorrangregel te laten vallen. Finch & Milman, *Corporate insolvency law* 2017, p. 95.

Empirische data uit het Verenigd Koninkrijk tonen de aannemelijkheid hiervan. Zo volgt uit een studie van Akintola over de periode 2006-2011²²⁰ dat van 1.160 onderzochte *administrations* en *creditor's voluntary liquidations* waar ten bate van een financier een *floating charge* was gevestigd, dit in 1.033 gevallen onderdeel was van een groter zekerhedenarrangement.²²¹ Uit deze studie volgt tevens dat in slechts 244 van deze 1.160 insolventieprocedures de *floating charge* daadwerkelijk een uitkering aan de *floating-charge*-houder genereerde.²²² Dit suggereert dat de *floating charge* in het Verenigd Koninkrijk door financiers vooral als '*mop-up debt realisation device*' wordt gebruikt.²²³ Voor zover deze cijfers niet al een gedragseffect in reactie op de invoering van de *prescribed part* laten zien (dat is niet onderzocht), laten de cijfers in ieder geval wel zien dat financiers al in veel gevallen voor diversificatie van hun zekerhedenportefeuille zorgen.

Een andere kanttekening met betrekking tot de regels aangaande '*fixed fractions*' van de uitwinningsopbrengst is dat zij – zoals de Duitse *Kommission für Insolvenzrecht* al voorzag – oversecuring in de hand kunnen werken. Gesecureerde schuldeisers die voorzien dat zij een bepaald percentage van de uitwinningsopbrengst zullen moeten afstaan, zullen mogelijk geneigd zijn zich voor dit percentage te oversecureren om hun vordering alsnog volledig uit het onderpand te kunnen verhalen.²²⁴ Dit risico is te ondervangen door de '*fixed fraction*' toe te spitsen op de gesecureerde vordering of door beide *fixed fraction rules* te combineren.

Tegen de *fixed fraction priority rule* is voorts nog aangevoerd dat zij het risico in zich zou bergen dat ongesecureerde schuldeisers worden geprikkeld om zich niet aan te passen (met welvaartsverlies tot gevolg). Immers, ook aan de schuldeisers die de mogelijkheid hadden zich aan te passen, maar daarvoor niet hebben gekozen, komt de voorrangspositie toe.²²⁵ Het is evenwel onwaarschijnlijk dat dit risico zich in de praktijk zal verwezenlijken, aangezien de ervaringen met het Britse *prescribed part* uitwijzen dat de individuele uitkeringen uit dit fonds doorgaans laag zijn; een écht voordeel (zodanig dat een gedragsverandering rendabel wordt) wordt derhalve niet gerealiseerd.²²⁶ Dit raakt tevens aan een verwante kritiek op de *prescribed part*. Zo laten de data uit de hiervoor aangehaalde empirische studie een verband zien tussen het aantal begunstigde schuldeisers en de kosten van het *prescribed part*. Hoe groter deze groep begunstigten, hoe hoger de kosten van de *office holder* (verbonden aan de verificatie van de vorderingen en verdere afhandeling van het fonds) uitvallen, met als gevolg dat een groot deel van de afgescheiden gelden dan niet bij deze schuldeisers terecht komt, maar opgaat aan

220 De studie betrof 2.129 ondernemingen die in de periode 2006-2011 in *administration of creditor's voluntary liquidation* raakten. Akintola, *What is left of the floating charge* 2016, p. 35-36.

221 Akintola, *What is left of the floating charge* 2016, p. 43-45.

222 Voor wat betreft de *floating charges* die zijn ontstaan na de inwerkingtreding van de Enterprise Act (leidend o.a. tot de invoering van de *prescribed part*), betrof dit 146 van in totaal 704 insolventieprocedures. Akintola, *What is left of the floating charge* 2016, p. 45-46.

223 Akintola, *What is left of the floating charge* 2016, p. 45. De auteur geeft in dit verband evenwel ook een tweede belangrijke reden voor het bedingen van een *floating charge*: het geeft de financier de bevoegdheid om bij naderende insolventie van de onderneming een *administrator* aan te stellen die het spreekwoordelijke roer overneemt. Dat is aldus het gebruik van de *floating charge* als '*management replacing device*'.

224 Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 356.

225 Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 357.

226 Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 357.

administratiekosten.²²⁷ Als het gaat om het opzetten van een *fixed fraction priority rule* ten bate van de *non-adjusting creditors* is het daarom voor het welvaartseffect van deze regel van belang dat de kring van begunstigen klein gehouden wordt. Dat pleit ervoor om een dergelijke voorrangsregel niet ten bate van alle ongesecureerde schuldeisers te laten gelden, maar juist zoveel mogelijk te beperken tot de *non-adjusting creditors*.

Hoewel het voorgaande geen louter positief beeld oplevert van de veronderstelde welvaartseffecten, volgt hieruit wel dat een *fixed fraction priority rule* – onder de juiste randvoorwaarden – enig efficiëntievoordeel zou kunnen opleveren. Het nadeel van de *non-adjusting creditors* wordt in enige mate gecompenseerd, terwijl de hieraan mogelijk verbonden negatieve welvaartseffecten mee lijken te vallen.

3.3.4.2 Adjustable priority rule

In de literatuur is ook de mogelijkheid geopperd om te komen tot een volledige compensatie van het nadeel van de *non-adjusting creditors*. Zo stellen Bebchuk en Fried de introductie van een *adjustable priority rule* voor.²²⁸ Deze voorrangsregel betreft – in zijn meest pure vorm – een 'superpreferentie' voor alle *non-adjusting creditors*. Hun vorderingen komen in rang boven de vordering van de zekerheidsrechtigde(n) aan wiens zekerheidsrechten zij zich niet konden aanpassen.²²⁹ De rang van de overige ongesecureerde schuldeisers (de '*adjusters*') blijft daarbij gelijk, achtergesteld ten opzichte van de zekerheidsrechtigde(n).

Alhoewel het ondoenlijk is om in een concrete *concursum creditorum* na te gaan welke individuele schuldeisers zich daadwerkelijk niet hebben kunnen aanpassen, wijzen Bebchuk en Fried erop dat het wel mogelijk is een aantal groepen schuldeisers te onderscheiden die in het algemeen als *non-adjusting creditors* zijn te kwalificeren en aan deze groepen vervolgens deze voorrangspositie toe te kennen. Zij onderscheiden daarbij primair: *i*) schuldeisers met vorderingen daterend van voor de vestiging van de zekerheidsrechten; *ii*) schuldeisers met vorderingen uit buitencontractuele aansprakelijkheid; *iii*) de fiscus; en *iv*) werknemers, klanten en andere schuldeisers buiten de kredietbranche die niet in staat waren de aanwezigheid van de zekerheidsrechten mee te wegen bij het sluiten van hun overeenkomsten met de schuldenaar.²³⁰ Dat zou het daadwerkelijk geleden nadeel van alle *non-adjusting creditors* in ieder geval voor een groot deel compenseren.

Zoals Bebchuk en Fried ook onderkennen, zit in de kracht van deze voorrangsregel (nagenoeg volledige nadeelcompensatie voor de *non-adjusting creditors*) tevens zijn zwakte. De regel gaat namelijk ten koste van de voorspelbaarheid van de verhaalspositie van de geseceureerde schuldeiser.²³¹ Onzeker is wat de precieze hoogte zal zijn van de vorderingen die in rang boven de geseceureerde vorderingen gaan. Het enige dat wel

227 Akintola, *Insolv. Int.* 2017, gebaseerd op data in Akintola, *What is left of the floating charge* 2016, p. 112-118. Een vervolgstudie van vijftig *prescribed part funds* in *administrations* geopend in de periode 2012-2016 laat hetzelfde resultaat zien. Akintola, *Insolv. Int.* 2019.

228 Bebchuk & Fried, *Yale L. J.* 1996, p. 905-909.

229 Bebchuk & Fried, *Yale L. J.* 1996, p. 905-906.

230 Bebchuk & Fried, *Yale L. J.* 1996, p. 908. Bovendien breken zij een lans voor het automatisch toekennen van de '*non adjusting treatment*' aan alle schuldeisers wier vorderingen onder een bepaald bedrag vallen, met als argument dat het voor zulke schuldeisers rationeel gezien niet de moeite waard is om onderzoek te doen naar de kredietwaardigheid van de schuldenaar. De door henzelf voorgestelde grens leggen zij evenwel relatief hoog: \$ 10.000 of 25.000 (p. 908-909).

231 Bebchuk & Fried, *Yale L. J.* 1996, p. 909.

zeker zal zijn, is dat het (gelet op voorgaande opsomming) geenszins een gering bedrag zal zijn. Het kredietrisico van de geseceerde schuldeiser zal door deze voorrangsregel dan ook zeker toenemen én bovendien moeilijk kwantificeerbaar zijn. Het ligt daarmee voor de hand dat dit de beschikbaarheid van krediet onder druk zal zetten.²³² Daarom is – als middenweg – ook wel voorgesteld om de schuldeisers met vorderingen uit buitencontractuele aansprakelijkheid alsmede de fiscus buiten deze voorrangsregel te houden. Van de overgebleven schuldeisers zou het risico namelijk beter te overzien zijn.²³³ Desalniettemin neemt het kredietrisico van de geseceerde schuldeisers ontegenzeggelijk toe, nog steeds tot een niet te kwantificeren niveau. Dat zal de prijs en beschikbaarheid van krediet vervolgens in negatieve zin beïnvloeden, waarbij voorts de kernvraag is of het daarmee gemoede welvaartsverlies (in bijv. gemiste investeringskansen) hoger is dan de welvaartswinst voor de bevoordeelde *non-adjusting creditors*. Bovendien zal – meer nog dan in het geval van de *fixed fraction priority rule* – het risico op de loer liggen dat de professionele kredietverstrekkers deze voorrangsregel zullen proberen te ontwijken door hun toevlucht te zoeken in (zekerheids)arrangementen waarop deze voorrangsregel niet van toepassing is; met als gevolg dat de veronderstelde welvaartseffecten van deze voorrangsregel (in ieder geval deels) in de praktijk niet zullen worden gerealiseerd.

Al met al lijkt het dan ook onwaarschijnlijk dat de invoering van een *adjustable priority rule*, primair vanwege de beperkte voorspelbaarheid van de verhaalspositie van de geseceerde schuldeisers, per saldo een stijging van de maatschappelijke welvaart teweeg zal kunnen brengen.

3.3.4.3 Superpreferentie voor onvrijwillige schuldeisers

Een met de *adjustable priority rule* verwant voorstel komt van LoPucki en betreft de toekenning van een superpreferente positie, rangschikkend boven de zekerheidsge-rechtigde(n), aan specifiek de onvrijwillige schuldeisers.²³⁴ Dit voorstel komt voort uit LoPucki's fundamentele kritiek op het instituut van zekerheidsrechten, dat een prikkel zou geven aan ondernemingen om hun (primair buitencontractuele) aansprakelijkheid weg te poetsen. Immers, indien feitelijk de gehele onderneming met zekerheidsrechten is bezwaard voor de vorderingen van de zekerheidsge-rechtigden, en de onderneming heeft tevens een aantal schuldeisers wier vorderingen voortkomen uit een door de onderneming jegens hen gepleegde onrechtmatige daad, dan zou de onderneming geprikkeld worden om door middel van haar eigen faillissement deze vorderingen onverhaalbaar te maken en vervolgens zelf een nieuwe start te maken (in een nieuwe rechtspersoon).²³⁵ Omdat de ongesecureerde vorderingen van de onvrijwillige schuldeisers zijn achtergesteld op de vorderingen van de zekerheidsge-rechtigde(n), zal er voor deze schuldeisers praktisch niets resteren in de faillissementsboedel. De enige reden waarom het systeem van gese-cureerd krediet desondanks werkt, is, aldus LoPucki, dat de aan faillissement verbonden

232 In gelijke zin Helsen, *The Law and Economics of Secured Lending* (PLS nr. XII) 2021, nr. 387. Zie in dit verband ook Spath & Bartels, in: *Capita Civilologie* 2013, p. 640, waarin aan de hand van anekdotisch empirisch bewijs de aanname dat onzekerheid leidt tot een gebrek aan financieringsbereidheid wordt bevestigd.

233 Finch & Milman, *Corporate insolvency law* 2017, p. 94.

234 LoPucki, *Virginia L. Rev.* 1994.

235 LoPucki, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 1903.

transactiekosten en reputatieschade veel ondernemingen van deze praktijken zullen weerhouden.²³⁶

Dit vertrekpunt brengt LoPucki tot zijn voorstel, dat – zo veronderstelt hij – potentiële geseceureerde schuldeisers terughoudender zal maken in het verstrekken van krediet. Zij zullen het extra kredietrisico dat zij lopen verdisconteren in ofwel de hoogte ofwel de prijs van het krediet.²³⁷ De welvaartswinst schuilt daarbij in de omstandigheid dat activiteiten waarbij de te verwachte welvaartsstijging kleiner is dan het aan de activiteiten verbonden aansprakelijkheidsrisico, niet zullen worden gefinancierd en om die reden geen doorgang kunnen vinden.²³⁸ Met andere woorden, kredietbeslissingen die leiden tot economisch inefficiënte uitkomsten (per saldo dalende maatschappelijke welvaart) worden verhinderd.

Deze voorgestelde voorrangspositie is niet zonder kritiek gebleven. Zo is tegengevoerd dat het maar de vraag is of de onvrijwillige schuldeisers daadwerkelijk beter af zijn. Natuurlijk staan zij bij faillissement vooraan, maar denkbaar is dat een dergelijke schuldeiser *in concreto* de voorkeur geeft – en aldus een hoger nut toekent – aan het buiten faillissement verhalen van zijn vordering, waarbij dan verhaal op een (vanwege ruim verstrekt krediet) bloeiende onderneming is te prefereren boven verhaal op een onderneming die vanwege gemiste groeipotentie (door negatieve kredietbeslissingen) überhaupt weinig verhaal biedt.²³⁹ Tevens is de vraag opgeworpen hoe reëel LoPucki's veronderstelling van strategische faillissementen in de praktijk is, en of het voorstel dan ook daadwerkelijk die verwachte kostenbesparing oplevert. Zo heeft Mokal betoogd dat vooral bij kleinere ondernemingen de kosten van een strategisch faillissement veel te hoog zijn om hieruit een financieel voordeel te genereren. Deze ondernemingen zijn in de praktijk namelijk niet volledig met vreemd vermogen gefinancierd, en veelal zullen door de kredietverstrekker private borgstellingen zijn bedongen in aanvulling op de goederenrechtelijke zekerheidsrechten.²⁴⁰

Dit roept dan ook de vervolgvraag op in hoeverre de oplossing niet eigenlijk schadelijker is voor de maatschappelijke welvaart dan het probleem dat zij tracht op te lossen. Indien immers de besparing zich niet vaak zal voordoen, doch professionele kredietverstrekkers hun verhoogde kredietrisico wel consequent doorberekenen, bestaat het risico dat ook economisch efficiënte kredietbeslissingen (waarbij het verwachte welvaartseffect klein maar wel nog steeds positief is) worden verhinderd.²⁴¹ Om deze reden is als alternatief voor deze superpreferentie voorgesteld de compensatie van deze schuldeisers eerder te zoeken in het opleggen van een wettelijke plicht tot het afsluiten van (aansprakelijkheids)-verzekeringen voor specifieke risico's.²⁴²

236 LoPucki, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 1905.

237 LoPucki, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 1909-1910, onder verwijzing naar Shupack, *Rutgers L. Rev.* 1988-1989, p. 1100-1101. Bovendien zou volgens LoPucki dit extra kredietrisico van de geseceureerde schuldeiser verzekeraar en daarmee beheersbaar zijn, waarbij de verzekeringspremie in de vorm van extra risico-opslag wordt doorbelast aan de kredietnemer (p. 1911-1912).

238 LoPucki, *Virginia L. Rev.* 1994, p. 1910-1911.

239 Shupack, *Rutgers L. Rev.* 1988-1989, p. 1112, door Shupack samengevat als 'Tort claimants might therefore prefer subordination, combined with survival of the debtor, to the debtor's liquidation.'

240 Mokal, *Corporate Insolvency Law* 2005, p. 145-147.

241 Vgl. Finch & Milman, *Corporate insolvency law* 2017, p. 91.

242 Zie nader Finch & Milman, *Corporate insolvency law* 2017, p. 90-92; Gullifer & Payne, *Corporate Finance Law* 2020, p. 354.

3.3.5 Afronding economische efficiëntie

In deze paragraaf stond de vraag centraal in hoeverre economische efficiëntie een rechtvaardiging biedt voor de voorrangpositie van de zekerheidsgerechtigden en van de *non-adjusting creditors*. Uit het voorgaande volgt in de eerste plaats dat, ten aanzien van de voorrang van de zekerheidsgerechtigden, de aan zekerheidsrechten verbonden positieve welvaartseffecten – die ten dele ook uit de voorrang voortkomen – inderdaad voorzien in een verklaring voor deze voorrang.²⁴³ De positieve welvaartseffecten komen vooral naar voren in de transparantie- en exclusiviteitsaspecten van zekerheidsrechten, alsook in enige mate in de kosten en beschikbaarheid van krediet en op het vlak van de *monitoring* door de schuldeisers. Tegelijkertijd is hiermee niet gezegd dat geen verdere welvaartsverbeteringen te bereiken zijn. Wanneer het rechtseconomisch streven naar efficiëntie als een sturende factor wordt beschouwd in het denken over rangorde bij verhaal, dan kan dat aanleiding geven om de plaats van zekerheidsgerechtigden in de rangorde aan een nadere beschouwing te onderwerpen. Zo is bijvoorbeeld verdedigbaar dat het positieve welvaartseffect uit *monitoring* groter wordt naarmate de *monitorende* partij in een potentiële *concurfus* een lagere voorrangpositie zal hebben, zolang er maar specialisatie in *monitoring* is.²⁴⁴ In de praktijk vindt dergelijke gespecialiseerde monitoring ook al plaats, door kredietverzekeraars die in een *concurfus* de verhaalspositie van hun verzekerden (veelal concurrente handelsschuldeisers) overnemen. Voor de positie van zekerheidsgerechtigden in de rangorde bij verhaal betekent dit dat er ruimte ontstaat voor de verlaging van hun voorrangpositie. Dat heeft – sec vanuit monitoring bekeken – een positief welvaartseffect. Daarnaast staat tegenover de veronderstelde positieve welvaartseffecten ook een negatief welvaartseffect voor de *non-adjusting creditors*, die om welke reden dan ook hun toegenomen kredietrisico (door de zekerheidsrechten van een derde) niet kunnen verdisconteren in hun verhouding tot de schuldenaar. Er is dan een efficiëntieverbetering te behalen indien dit negatieve welvaartseffect kan worden verminderd op een manier die een nettowelvaartsstijging oplevert. Met andere woorden: het welvaartsvoordeel van deze groep moet groter zijn dan de eventueel daarmee gepaard gaande welvaartsdaling van anderen. Dit brengt economische efficiëntie als rechtvaardiging voor de voorrang van deze *non-adjusting creditors* in beeld. Voor deze voorrang zijn reeds initiatieven ontplooid, die neerkomen op de introductie van – al dan niet partiële – voorrangposities boven de rang van zekerheidsgerechtigden.²⁴⁵ De ruimte voor efficiëntieverbeteringen ligt dan in rangordewijzigingen waarbij de welvaartsstijging (primair liggend bij de *non-adjusting creditors*) groter is dan de welvaartsdaling (primair liggend bij de zekerheidsgerechtigden). Van de onderzochte initiatieven heeft een *fixed fraction priority rule*, zoveel mogelijk toegespitst op voorrang voor de *non-adjusting creditors*, de beste kaarten om per saldo tot een efficiëntieverbetering te leiden.

243 Zie § 3.3.3.

244 Zie § 3.3.3.2.

245 Zie § 3.3.4.

3.4 Continuïteit van (de onderneming van) de schuldenaar

3.4.1 Inleiding

Het bevorderen van de continuïteit van (de onderneming van) de schuldenaar als rechtvaardigingsgrond voor het beïnvloeden van de rangorde tussen schuldeisers is een rechtvaardigingsgrond die in de literatuur in twee gedaanten voorkomt. Zo ziet een frequent aangevoerde alternatieve rechtvaardigingsgrond voor de voorrang van specifiek bancaire zekerheidsgerechtigden op de positieve rol die bancaire kredietverleners vervullen in het kader van kredietverlening en op het belang van zekerheidsrechten hierbij.²⁴⁶ Zij bevorderen daarmee de continuïteit van de onderneming van de schuldenaar en dat zou de hoge voorrang van deze schuldeisers in een *concurfus* rechtvaardigen. In het geval van (dreigende) insolventie van de schuldenaar komt het continuïteitsargument eveneens naar voren, maar nu tegen de voorrang van de (bancaire) zekerheidsgerechtigden. Het belang van de ondernemingscontinuïteit wordt hier concreet gebruikt als argument voor het beknotten van de hen toekomende separatistenpositie. In deze paragraaf zal voor beide gevallen worden onderzocht in hoeverre het continuïteitsargument overtuigt.

3.4.2 Continuïteit buiten insolventie: de voorrang van bancaire zekerheidsgerechtigden

Een van de stemmen die zich in dit kader roert is van Van den Heuvel, die in haar dissertatie op zoek is naar een nieuwe maatstaf aan de hand waarvan de reikwijdte van zekerheidsrechten *zou moeten* worden vastgesteld.²⁴⁷ Zij komt tot een nieuw beoordelingskader voor de aan zekerheidsrechten verbonden voorrang, waarbij de verhouding tussen de schuldeisers onderling centraal staat. Zij noemt dit 'de verbintenisrechtelijke benadering van zekerheidsrechten' en zij richt zich daarbij concreet op het aanwijzen van omstandigheden die de negatieve gevolgen van zekerheidstelling voor de overige schuldeisers kunnen rechtvaardigen.²⁴⁸ In haar opvatting is de enige mogelijke rechtvaardiging gelegen in de aan zekerheidsrechten verbonden kredietverlening en de monitoringsactiviteiten van de huisbank. Beide leiden er namelijk toe dat de schuldenaar voldoende *cash flow* genereert en zal blijven genereren, waarmee de vorderingen van de overige schuldeisers kunnen worden voldaan. Van den Heuvel beschouwt dit wel als een *voorwaardelijke* rechtvaardiging: de kredietverlening en de *monitoring* vormen slechts een rechtvaardiging van de voorrang onder de voorwaarde dat zij daadwerkelijk worden ingezet in het belang van de overige schuldeisers.²⁴⁹

3.4.2.1 Kredietverlening

Wanneer nader wordt ingezoomd op het belang van bancaire kredietverlening voor de ondernemingscontinuïteit, dan vindt Van den Heuvel diverse medestanders op haar pad. Zo wijzen Blomkwist en Van Eeghen erop dat krediet het mogelijk maakt om met meer

246 Zie bijv. McCormack, *JBL* 2003, p. 401; Blomkwist, *Tvl* 2007/19.

247 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 7.

248 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 200.

249 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 131-137.

vermogen te investeren dan enkel het eigen vermogen, hetgeen bij een gelijk winstpercentage een hogere opbrengst oplevert.²⁵⁰ Het bankkrediet werkt aldus als hefboom. Dat betekent dat bankkrediet – mits geïnvesteerd in winstgevendende projecten – rechtstreeks bijdraagt aan economische groei. Tevens geldt, aldus Blomkwist, dat hoe langer een onderneming op deze manier dit krediet aanwendt, hoe langer dit hefboomeffect zich voor blijft doen.²⁵¹ Tollenaar formuleert het belang van bankkrediet zelfs nog scherper, onder verwijzing naar het werk van de Britse financieel historicus Niall Ferguson: 'kredietverlening staat aan de basis van onze welvaart: zonder kredietverlening, geen economische activiteit, geen welvaart'.²⁵² De voordelen slaan hierbij niet slechts neer bij de schuldenaar. Evenals Van den Heuvel wijst Blomkwist erop dat ook de leveranciers profiteren in de zin dat de schuldenaar door het bankkrediet in staat is om meer bij hen af te nemen en zij bovendien uit het bankkrediet kunnen worden betaald. Zij hoeven dan ook geen – of althans minder langlopend – leverancierskrediet te verstrekken. Het terugbetalingsrisico verschuift naar de bank.²⁵³ Blomkwist noemt dit de waarborgfunctie van bankkrediet.²⁵⁴ Daarnaast genieten de afnemers van de schuldenaar het voordeel dat zij op hun beurt meer af kunnen nemen, een voordeel dat zich althans doet gelden zolang het aanbod de vraag niet overschrijdt.²⁵⁵

Bij het voorgaande past een kanttekening. Hoewel de argumentatie overtuigend overkomt, valt niet in te zien dat dit belang van kredietverlening zich beperkt tot bancaire kredietverlening. In feite komt de redenering namelijk op het volgende neer: 'omdat een entiteit krediet verleent en zo de ondernemingscontinuïteit bevordert, verdient zij voorrang'. Zo gesteld gaat deze argumentatie op voor alle vormen van kredietverstrekking, zoals leverancierskrediet en zelfs ook de periodieke loonbetaling aan werknemers aan het einde van de maand. Ook deze kredietvormen stellen een onderneming in staat om meer te investeren dan enkel het op dat moment beschikbare eigen vermogen en om (eerst) andere schuldeisers te voldoen. Weliswaar zijn de bedragen kleiner dan bij bankkrediet en is de looptijd van het krediet korter, maar wanneer al deze andere kredieten tezamen en over een langere periode worden beschouwd, dan vormen zij feitelijk ook een groot, fluctuerend langetermijnkrediet bij wisselende kredietverleners. Immers, continu worden nieuwe kredieten verstrekt en worden bestaande kredieten afgelost.

Het belang van kredietverlening voor de ondernemingscontinuïteit is daarom een argument om aan *alle* kredietverleners voorrang te geven. Dit zou dan neerkomen op een soort voorrecht wegens kredietverlening, dat dan overigens aan een breed palet van schuldeisers zal toekomen.²⁵⁶ Als rechtvaardiging voor enkel bancaire kredietverlening, met als gevolg dat andere kredietverleners ten opzichte van de bancaire kredietverlener worden achtergesteld, overtuigt het niet.

250 Blomkwist, *Tvl* 2007/19, par. 3; Van Eeghen, *Het schemergebied vóór faillissement* 2006, p. 121-123.

251 Blomkwist, *Tvl* 2007/19, par. 5.

252 Tollenaar, *Tvl* 2016/9, p. 55.

253 Blomkwist, *Tvl* 2007/19, par. 3.

254 Blomkwist, *Tvl* 2007/19, par. 3.

255 Vgl. Blomkwist, *Tvl* 2007/19, par. 3.

256 Namelijk *alle* schuldeisers met een onmiddellijk opeisbare vordering.

Het argument doemt in de literatuur ook in een andere gedaante op. Zo betoogt Blomkwist dat een aanvullende rechtvaardigingsgrond voor de voorrang van de bancaire financier ligt in de omstandigheid dat bankkrediet slechts *kan* worden verstrekt indien banken tegenover dit krediet voldoende zekerheden kunnen verkrijgen om hun eigen bedrijfseconomische positie veilig te stellen, zoals hen dat ook wordt opgelegd door de toepasselijke regels over het banktoezicht.²⁵⁷ Anders gezegd: de huidige hoge voorrang van de goederenrechtelijke zekerheidsrechten opent de weg naar de economische voordelen van bancaire kredietverlening, in het bijzonder voor de overige schuldeisers van de schuldenaar. Dit is evenwel niet zozeer een rechtvaardigingsgrond voor voorrang, maar juist een verklaring voor de huidige praktijk van bankkrediet. Banken zijn vanuit hun marktmacht in staat om voldoende zekerheden te bedingen en om anders het krediet niet te verstrekken.²⁵⁸ Een antwoord op de normatieve vraag of het belang van bancaire kredietverlening voor de ondernemingscontinuïteit tot voorrang in een *concurfus* dient te leiden, levert het niet op.

3.4.2.2 Monitoringsactiviteiten van de huisbank

Voor wat betreft de monitoringsactiviteiten van de huisbank benoemt Van den Heuvel vergelijkbare omstandigheden als hiervoor in § 3.3.3.2 in het kader van economische efficiëntie van zekerheidsrechten is besproken. In het kader van de kredietverlening zal een bank inzicht verlangen in de financiële positie van de onderneming van de kredietnemer, en in het geval van financiële problemen gebruikt de bank haar bijzondere positie om de onderneming bij te sturen en zo te voorkomen dat de onderneming ten onder gaat.²⁵⁹ De dreiging van uitwinning van zekerheden draagt bij aan de bereidheid van de onderneming om de aanwijzingen van de bank op te volgen.²⁶⁰ Het wakende oog van de bank, tezamen met haar expertise in *turnaround management* en de reële dreiging van ingrijpen door de bank, kunnen dus de ondernemingscontinuïteit bevorderen. Wanneer zij vervolgens ook daadwerkelijk worden ingezet in het belang van alle schuldeisers, vormen zij – tezamen met het verstrekte krediet – de enige mogelijke rechtvaardiging voor de hoge voorrangpositie van de geseceureerde bancaire kredietverlener.²⁶¹ In het door Van den Heuvel uiteindelijk voorgestelde stelsel van voorrang wordt deze *monitoring* ten bate van *alle* schuldeisers vervolgens als norm aan de bancaire kredietverlener opgelegd, waarbij overschrijding van die norm leidt tot het verlies van de aan de zekerheden verbonden voorrang.²⁶²

Blomkwist ziet hier een schijntegenstelling geschetst worden. In zijn recensie van Van den Heuvels dissertatie merkt hij op dat de *monitoring* van de bank per definitie is gericht op de continuïteit van de onderneming van haar cliënten ('hoe beter de kredietnemer draait, hoe meer de bank aan hem kan verdienen') en dat aldus de belangen van de bank en de andere schuldeisers pas uiteen gaan lopen wanneer de bank tot kredietopzegging en uitwinning

257 Blomkwist, *Tvl* 2007/19, par. 6. Zie in dezelfde zin ook: Tollenaar, *Tvl* 2016/9, p. 56; Hoffmann, *Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung* (HeiRA nr. 13) 2016, p. 300.

258 Daarbij speelt mee dat de toepasselijke toezichtregels voorkomen dat een kredietvrager verschillende banken tegen elkaar kan uitspelen, hetgeen hun marktmacht tegenover de kredietvrager bevestigt.

259 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 132.

260 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 132.

261 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 133.

262 Van den Heuvel, *Zekerheid en voorrang* 2004, p. 172-173.

van de zekerheden overgaat.²⁶³ Zodoende bevestigt hij in feite deze rechtvaardigingsgrond, zonder deze evenwel als een norm te willen aanvaarden.²⁶⁴

Ook hier past een kanttekening. Hoewel het de huidige praktijk is dat banken hun kredietnemers monitoren en het aantrekkelijk is om dit gegeven als bouwsteen van de rechtvaardiging van voorrang van bancaire zekerheidsgerechtigden te zien, bestaat het risico dat dit een tunnelvisie oplevert. Wanneer namelijk deze bouwsteen wordt gebruikt, dan dient breder te worden gekeken naar alle schuldeisers die aan *monitoring* doen, of via wie aan *monitoring* wordt gedaan. Het met voorrang belonen van specifiek de bank voor de monitoringsactiviteiten die zij in het belang van de ondernemingscontinuïteit van haar kredietnemers heeft verricht, zou alleen terecht zijn indien zij de enige *monitor* zou zijn en alle andere schuldeisers aldus zouden *free-riden* op deze monitoring. Zijn er evenwel andere schuldeisers die ook aan *monitoring* doen – en dit ook *kunnen* op een manier die de ondernemingscontinuïteit van de schuldenaar bevordert –, dan zouden ook zij op deze grond een vorm van voorrang verdienen.

Zoals ik hiervoor heb aangegeven, gebeurt dit in de praktijk ook al.²⁶⁵ Zo doen kredietverzekeraars op grootschalige wijze aan *monitoring* om voortdurend de dekking van hun kredietverzekeringen te bepalen en zo nodig te herzien. Zij doen dit in feite als toekomstige schuldeiser: indien de schuldenaar faillieert en de openstaande vordering van een verzekerde schuldeiser onder de dekking van de verzekering valt, dan zal die vordering bij wege van cessie (of subrogatie ex art. 7:962 lid 1 BW) overgaan op de kredietverzekeraar. Kenmerkend voor deze vorm van *monitoring* is dat zij geschiedt door de bril van een concurrente schuldeiser. Dat zal immers doorgaans de positie zijn waarin de kredietverzekeraar dan zal komen te verkeren. Een van de wapenfeiten van deze *monitoring* is de door kredietverzekeraars afgedwongen omzetting van aandeelhoudersleningen in aandelen bij het online warenhuis Wehkamp in 2019, ter verbetering van de verhaalspositie van leveranciers in het geval dat het tot een faillissement van het online warenhuis zou komen.²⁶⁶ Deze ingreep is duidelijk in het belang van de concurrente schuldeisers geweest, en ik vraag mij af of een monitorende bank hier oog voor zou hebben gehad. Vanuit haar hoge voorrang zal een bank zich hier mogelijk niet om bekommeren.

Hier toont zich evenwel een systematische moeilijkheid, die *monitoring* een slechte bouwsteen maakt voor de rechtvaardiging van voorrang. Wanneer namelijk wordt aangenomen dat de belangen van alle schuldeisers het beste worden gediend door een partij die de *monitoring* verricht door de bril van een laag gerangschikte schuldeiser, dan dient die partij in een toekomstig faillissement juist géén voorrang in het vooruitzicht te worden gesteld. Ook de ontplooiing van monitoringsactiviteiten ten behoeve van de ondernemingscontinuïteit van de schuldenaar overtuigt daarom niet als rechtvaardiging voor de voorrang van bancaire zekerheidsgerechtigden.

263 Blomkwist, *Tvl* 2004/69, par. 7.

264 Blomkwist, *Tvl* 2007/19, par. 6.

265 Zie § 3.3.3.2.

266 Van der Velden & Den Brinker, *FD* 7 december 2019.

3.4.3 Continuïteit binnen (dreigende) insolventie: (tijdelijke) afzwakking van de separatistenpositie

In het geval van (dreigende) insolventie van de schuldenaar komt het continuïteitsargument eveneens bovendien in het kader van de rangorde tussen schuldeisers. Ditmaal alleen niet ten gunste van de (bancaire) zekerheidsgerechtigden, maar ten nadele van hen. In deze paragraaf staat daarom de vraag centraal in hoeverre een beroep op de continuïteit van de onderneming van de schuldenaar bij (dreigende) insolventie een argument vormt voor het beknotten van de separatistenpositie van de zekerheidsgerechtigden.

3.4.3.1 De separatistenpositie van zekerheidsgerechtigden

De gerechtvaardigheid van de separatistenpositie van zekerheidsgerechtigden – hun bevoegdheid ex artikel 57 Fw om hun recht van parate executie ook in faillissement door te zetten – is sinds *grosso modo* het einde van de vorige eeuw onderwerp van debat, in het kader van een dan spelend breder debat over een algehele herziening van de Faillissementswet.²⁶⁷ Afschaffing van die positie is daarbij geregeld bepleit. Dit pleidooi richt zich daarbij vooral op de regierol van de separatist, die een belemmering zou vormen voor de voortzetting van de failliete onderneming door de curator (ook wel in verband gebracht met het streven naar opbrengstmaximalisatie).²⁶⁸

Het navolgende richt zich op deze kritiek op de regierol van de separatist.²⁶⁹ Gelet op de reikwijdte van het onderzoek wordt de bespreking beperkt tot pand- en hypotheekhouders die hun recht van separatisme uitoefenen. 'Eigenaar-separatisten', zoals schuldeisers die zich op een eigendomsvoorbehoud kunnen beroepen, blijven buiten beschouwing.

Het is van belang om op te merken dat de continuïteit van de failliete onderneming geen belang is dat de Faillissementswet bij haar invoering beoogde te behartigen. Voorop stond, zo volgt uit de wetsgeschiedenis, juist het belang van de gezamenlijke schuldeisers: het doel van het faillissement is de billijke verdeling van het vermogen van de failliet onder de schuldeisers.²⁷⁰ De kerntaak van de curator sluit hierop aan: het beheren en vereffenen van de failliete boedel (art. 68 lid 1 Fw), met als uiteindelijke doel de verdeling van de opbrengst onder de schuldeisers.²⁷¹ Ook bij de in 1925 ingevoerde mogelijkheid tot bedrijfsvoortzetting in de vereffeningsfase (art. 173-174 Fw) was het achterliggende belang het belang 'van den schuldenaar, doch bovenal ook van de schuldeisers' dat voortzetting in zich daarvoor lenende faillissement tot een meer geleidelijke liquidatie leidt, en in het verlengde daarvan 'in menig geval aanzienlijk grootere baten [zoude] kunnen opleveren'.²⁷²

267 Zie bijvoorbeeld Van Hees, *TvI* 1997.

268 Hummelen, *Distress dynamics* 2015, p. 153; Franken, *Het insolventiepassief (RE&P nr. InsR13)* 2019/8.6.2, p. 199.

269 Afschaffing is ook wel bepleit vanuit het perspectief van de verdeling van de opbrengst: de separatist zou net als iedere andere schuldeiser moeten bijdragen in de algemene faillissementskosten. Zie hierover nader Kaptein, *Pandrecht* 2016, p. 187-189. Dit perspectief blijft in deze paragraaf buiten beschouwing, aangezien het geen verband houdt met ondernemingscontinuïteit.

270 *Van der Feltz-I (O&R nr. 2-I)* 2016, p. 27; zie nader Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 28-29.

271 Wessels, *Bestuur en beheer na faillietverklaring (Wessels Insolventierecht nr. IV)* 2020/4090. In gelijke zin ook Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 35.

272 Kortmann, Faber & Schuijling, *Geschiedenis Fw – Wetswijzigingen (O&R nr. 2-III)*, art. 173 Fw, aant. 3 (MvT) (online, bijgewerkt 6 mei 2019).

Continuïteit van de onderneming speelde hierbij aldus als zelfstandig na te streven belang geen rol.²⁷³ Een succesvolle voortzetting die voldoende baten genereert om de schuldeisers volledig te kunnen afbetalen, wordt bijvoorbeeld enkel belicht vanuit het belang van de schuldenaar: zij leidt tot 'het gunstig gevolg, dat de gewezen failliet een nog werkend bedrijf onder zijn beheer terugkrijgt'.²⁷⁴

Pas veel later, tegen het einde van de vorige eeuw, eisen ook andere belangen hun plaats op bij de afwikkeling van noodlijdende ondernemingen. In het oog springt daarbij het belang van werknemers, die voor het behoud van hun baan gebaat zijn bij continuïteit van de onderneming.²⁷⁵ Voor de wetgever blijft evenwel het schuldeisersbelang voorop staan, ook bij de invoering van de afkoelingsperiode (art. 63a Fw) in 1992.²⁷⁶ Pas in 2000, wanneer een wijziging van de afkoelingsperiode wordt voorbereid, lijkt dit te veranderen: er wordt voorgesteld om de duur van de afkoelingsperiode te verlengen, als 'één van de maatregelen [...] om continuïteit van levensvatbare ondernemingen te bevorderen'.²⁷⁷ Ondernemingscontinuïteit lijkt dan ook op te komen als zelfstandig belang. Desalniettemin blijft in de ogen van de wetgever het belang van de gezamenlijke schuldeisers voorop staan bij de taakuitoefening door de curator. Onder verwijzing naar, en erkenning van, onder meer het *Sigmacon II*-arrest – waarin de Hoge Raad overwoog dat het takenpakket van de curator ook omvat het in zijn beleidsafwegingen betrekken van 'belangen van maatschappelijke aard, zoals de continuïteit van de onderneming en de werkgelegenheid voor de werknemers die in het bedrijf van de gefailleerde [...] werkzaam waren'²⁷⁸ – benadrukt de wetgever in 2015 in het kader van het wetsvoorstel 'Wet versterking positie curator' dat de curator 'vooral beheerder en vereffenaar van de failliete boedel ten bate van de gezamenlijke crediteuren [is en blijft]'.²⁷⁹ Daarmee is ondernemingscontinuïteit voor een curator slechts een legitiem na te streven belang zolang dit niet ten koste gaat van het belang van de gezamenlijke schuldeisers (zijnde een zo hoog mogelijke boedelopbrengst).²⁸⁰

Hoe past het belang van de separatist hierin? Het belang van de gezamenlijke schuldeisers is geen optelsom van *alle* belangen van de individuele schuldeisers. Slechts het (deel)-belang van voldoening van hun vordering(en) via het faillissement wordt als onderdeel

273 Wessels, *Vereffening van de boedel (Wessels Insolventierecht nr. VII)* 2021/7029.

274 Kortmann, Faber & Schuijling, *Geschiedenis Fw – Wetswijzigingen (O&R nr. 2-III)*, art. 173 Fw, aant. 3 (MvT) (online, bijgewerkt 6 mei 2019).

275 Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 29-30, onder verwijzing naar o.a. Van het Kaar & Knegt, *NJB* 1996.

276 Blijkens de memorie van toelichting had de afkoelingsperiode vooral tot doel om de curator tijd te geven 'om zich een oordeel te vormen over de vraag welke goederen in de boedel vallen of welke goederen hij in elk geval voor de boedel wil behouden, bij voorbeeld in verband met een mogelijke voortzetting of verkoop van het bedrijf'. Kortmann, Faber & Schuijling, *Geschiedenis Fw – Wetswijzigingen (O&R nr. 2-III)*, art. 63a Fw, aant. 2 (MvT) (online, bijgewerkt 1 mei 2018). Zie ook *Kamerstukken II* 1999/2000, 27 244, nr. 3, p. 6 (MvT), waarin de minister (van Justitie) erkent dat het bevorderen van de continuïteit van een onderneming niet de primaire doelstelling was van de invoering van de afkoelingsperiode. Zie in vergelijkbare zin: Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 35.

277 Kortmann, Faber & Schuijling, *Geschiedenis Fw – Wetswijzigingen (O&R nr. 2-III)*, art. 63a Fw, aant. 19 (online, bijgewerkt 1 mei 2018).

278 HR 24 februari 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZC1643, r.o. 3.5, *NJ* 1996/472, m.nt. W.M. Kleijn (*Sigmacon II*).

279 *Kamerstukken II* 2014/15, 34 253, nr. 3, p. 2-3.

280 Vgl. Wessels, *Bestuur en beheer na faillietverklaring (Wessels Insolventierecht nr. IV)* 2020/4223.

hiervan beschouwd.²⁸¹ Dat betekent dat het belang van een separatist – voor zover dat ziet op verhaal door uitoefening van zijn separatistenpositie – hierbuiten valt; dit betreft immers verhaalsuitoefening buiten het faillissement om.²⁸² Dat maakt dat, wanneer de ondernemingscontinuïteit tegenover het individuele belang van een separatist staat, het primaat van de schuldeisers er voor een curator *niet* aan in de weg staat om in een voorkomend geval de ondernemingscontinuïteit boven het separatistenbelang te verkiezen.²⁸³

Het vertrekpunt van de kritiek op de regierol van de separatist ligt erin dat met zijn positie samenhangt dat de curator niet bevoegd is om onbezwaard te beschikken over de goederen waarop de separatisten een goederenrechtelijke aanspraak hebben.²⁸⁴ Indien de curator mogelijkheden ziet voor een verkoop van (een gedeelte van) de onderneming *going concern*, waar ook deze goederen onderdeel van uitmaken, is hij afhankelijk van instemming en medewerking van de separatist. Dit doet zich in het bijzonder voor wanneer zekerheidsrechten rusten op bedrijfsmiddelen die nodig zijn voor de voortzetting van de onderneming. Verstijlen wijst erop dat dit het risico creëert dat de separatist deze macht aangrijpt om van de curator een (onredelijk hoge) tegenprestatie te bedingen voor zijn medewerking aan de ‘doorstart’ en daarmee de voortzetting van de onderneming als een breekijzer gebruikt.²⁸⁵ Immers, in een situatie van onderverzekering zal de zekerheidsgerechtigde de executiewaarde van de bezwaarde goederen als startpunt van de onderhandelingen nemen en hierbovenop een percentage bedingen, waarmee hij meer zal ontvangen dan waartoe zijn zekerheidsrechten strekken.²⁸⁶ Verstijlen wijst daarbij tevens op een ander risico, namelijk dat de zekerheidsgerechtigde in het geheel niet openstaat voor een voortzetting omdat hij de voorkeur geeft aan een snelle *piecemeal liquidation* van de betrokken goederen.²⁸⁷ Beide risico’s zijn loten van dezelfde stam: het niet noodzakelijkerwijze parallel lopen van de belangen van de boedel en het eigenbelang van de zekerheidsgerechtigde, terwijl de zekerheidsgerechtigde wel een bepalende stem heeft bij het van de grond komen van een voortzetting.²⁸⁸ Verstijlen vindt hierbij Hummelen aan zijn zijde, die dezelfde beren op de weg ziet.²⁸⁹ In vergelijkbare zin noemt

281 Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 80-81; Wessels, *Bestuur en beheer na faillietverklaring (Wessels Insolventierecht nr. IV)* 2020/4171.

282 Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 81; Wessels, *Bestuur en beheer na faillietverklaring (Wessels Insolventierecht nr. IV)* 2020/4189.

283 Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 159-160, onder verwijzing naar HR 19 april 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2047, NJ 1996/727, m.nt. W.M. Kleijn (*Maclou en Prouvost*). Verstijlen merkt hierbij terecht op dat dit niet bijzonder veel om het lijf heeft; het behoort immers niet tot de taak van de curator om buiten de boedel gelegen belangen te behartigen. Zie in gelijk zin: Wessels, *Bestuur en beheer na faillietverklaring (Wessels Insolventierecht nr. IV)* 2020/4223.

284 Waar buiten faillissement aan de schuldenaar een dergelijke beschikkingsbevoegdheid in de regel wel door de separatist pleegt te worden toegekend, in het kader van vervreemding in de normale bedrijfsuitoefening van voor (door)verkoop bestemde zaken, is de heersende opvatting dat ook dan – behoudens andersluidende afspraak – deze bevoegdheid eindigt wanneer de schuldenaar faillieert. Van Hoof, *Tvl* 2018/10, p. 56-57; Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring (1) (Wessels Insolventierecht nr. II)* 2019/2630.

285 Verstijlen, in: Verstijlen & Van Nieuwstadt, *Tvl* 2005/14, in samenhang met Verstijlen, *TPR* 2006, nr. 25.

286 Verstijlen, in: Verstijlen & Van Nieuwstadt, *Tvl* 2005/14.

287 Verstijlen, in: Verstijlen & Van Nieuwstadt, *Tvl* 2005/14.

288 Verstijlen, in: Verstijlen & Van Nieuwstadt, *Tvl* 2005/14.

289 Hummelen, *Distress dynamics* 2015, p. 153.

Van Hees de vereiste medewerking van de zekerheidsgerechtigde in dit kader 'onnodig en ongewenst'.²⁹⁰ Zij gaat de strekking van het zekerheidsrecht – het zoveel mogelijk waarborgen dat de vordering van de zekerheidsgerechtigde wordt voldaan – in ieder geval te buiten.²⁹¹ In hun kielzog wijst Franken erop dat de curator – bij het streven naar opbrengstmaximalisatie – gericht moet kunnen zijn op onderhandelingen met potentiële kopers, zonder daarbij (tegelijktijd) gehinderd te worden door onderhandelingen met separatisten over de verdeling van de opbrengst.²⁹² In dat geval zouden bovendien opbrengstmaximalisatie en de verdelingsproblematiek ten onrechte worden vermengd.²⁹³

Natuurlijk kan de curator, om aan deze 'greep' van de separatist ontkomen, de bezwaarde goederen ex artikel 58 lid 2 Fw lossen, maar daarvoor dient de boedel wel over – doorgaans aanzienlijke – liquide middelen te beschikken.²⁹⁴ Het is dan ook de vraag hoe realistisch dit scenario is.

Het zal niet verbazen dat deze stemmen op repliek hebben kunnen rekenen vanuit het bankwezen. Een belangrijk kritiekpunt dat wordt aangedragen, is dat de separatistenpositie – als de discussie wordt toegespitst op bancaire zekerheidsgerechtigden – onder het huidige recht juist zorgt voor evenwicht in de afwikkeling van faillissementen. Zo wijst Timmermans erop dat de separatist weet dat hij doorgaans de curator nodig heeft om, idealiter via onderhandse verkoop van de onderneming *going concern*, tot opbrengstmaximalisatie te komen, en dat de curator tegelijkertijd weet dat hij het belang van de boedel het beste dient door samen met de separatist te zoeken naar de meest profijtelijke wijze van afwikkeling van het faillissement;²⁹⁵ ze houden elkaar als het ware in de houdgreep. Daarbij speelt mee dat de bancaire separatist in het kader van een mogelijk reeds eerder gepoogde informele reorganisatie in een bijzonder beheertraject een voor de curator waardevolle informatiepositie heeft (over de onderneming zelf, de markt waarin zij opereert en mogelijk ook geschikte overnamekandidaten).²⁹⁶ Timmermans beschrijft in dat verband drie hoofdvarianten van afwikkeling: i) de curator zet met steun van een boedelkrediet van de bank de onderneming voort om te komen tot een geleidelijke doch zo snel mogelijke verkoop *going concern*; ii) indien in het voortraject duidelijk is geworden dat voortzetting en geleidelijke verkoop onhaalbaar zijn, dan kan door de onderneming en de bank een doorstart (al dan niet van een gedeelte van de onderneming) worden voorbereid en direct na de faillietverklaring door verkoop door de curator worden uitgevoerd; en iii) als de bank beide eerdere scenario's niet haalbaar acht, dan zal reeds vóór faillietverklaring de financieringsovereenkomst zijn opgezegd en zal het faillissement leiden tot liquidatie van de activa.²⁹⁷ Hierin valt wel op dat de bank sterk 'in het zadel zit'; zij heeft de lijnen als het ware al uitgestippeld en de curator heeft weinig andere keuze dan het volgen van deze lijn. Desalniettemin leidt deze mix van het

290 Van Hees, *Tvl* 1997, p. 105.

291 Van Hees, *Tvl* 1997, p. 105-106.

292 Franken, *Het insolventiepassief (R&P nr. InsR13)* 2019/8.6.2, p. 199.

293 Franken, *Het insolventiepassief (R&P nr. InsR13)* 2019/8.6.2, p. 199.

294 Verstijlen, in: Verstijlen & Van Nieuwstadt, *Tvl* 2005/14.

295 Timmermans, in: *Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd* 2008, p. 59-60. In vergelijkbare zin ook Beekhoven van den Boezem, *Tvl* 2008/13, par. 4, die spreekt over 'het dualisme' dat zorgt voor maximalisatie van de opbrengst van de in zekerheid gegeven goederen.

296 Timmermans, in: *Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd* 2008, p. 59.

297 Timmermans, in: *Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd* 2008, p. 59-60.

voorwerk van de bancaire separatist en de rolverdeling die de separatistenpositie met zich brengt, er volgens Timmermans toe dat doorgaans tot een soepele afwikkeling van het faillissement wordt gekomen.²⁹⁸ Afschaffing van de separatistenpositie zou er dan toe leiden dat dit evenwicht wordt verstoord: de curator wordt vervreemdingsbevoegd, zal daarmee autonoom van de bank kunnen optreden en dat leidt ertoe dat een bestaand systeem van *checks and balances* verloren gaat.²⁹⁹

In wat Timmermans vervolgens schrijft, onthult zich evenwel waar de schoen voor de critici mogelijk wringt: veelal is het intreden van het faillissement de uitkomst van een mislukt reorganisatietraject onder begeleiding van de bijzonder-beheerafdeling van de bank (het *iii*-scenario).³⁰⁰ Dat maakt dat de bank dan begrijpelijkerwijze minder optimistisch is over continuering van de onderneming dan een later in het proces betrokken curator nog zou kunnen zijn. Hij baseert zich hierbij op onderzoeken die laten zien dat grofweg 75% van de informele reorganisaties onder begeleiding van de huisbank met succes, zonder insolventie, wordt afgerond.³⁰¹ Vanuit dit perspectief boet het belang van continuïteit van de onderneming gedurende faillissement aan belang in: voortzetting en verkoop *going concern* is bij het uitspreken van een faillissement in die andere 25% van de gevallen veelal geen haalbare kaart (meer). De bank zal daar in ieder geval geen vertrouwen meer in hebben. Beekhoven van den Boezem bevestigt deze praktijk: een bank zal pas overgaan tot zelfstandige uitwinning van haar zekerheden als haar in de informele reorganisatiefase duidelijk is geworden dat voortzetting van de onderneming bedrijfseconomisch onverantwoord is; een beslissing die vervolgens, vanwege de expertise van de banken op dit gebied, veelal door de curator zal worden gedeeld.³⁰² Daarmee is het ook onwaarschijnlijk dat een bank een voortzetting van de onderneming zou frustreren door over te gaan tot zelfstandige uitwinning als er naar objectieve maatstaven nog mogelijkheden tot behoud van de onderneming zijn; sterker nog, juist vanwege het waardeverlies bij liquidatie hebben ook banken belang bij het zo lang mogelijk behouden van de onderneming.³⁰³ Anders gezegd, de vrees voor het uiteenlopen van de belangen van separatist en boedel is ongegrond.

Vanuit het perspectief van het bankwezen levert de separatistenpositie aldus geen belemmering op voor voortzetting van gefailleerde ondernemingen, althans voor ondernemingen die naar objectieve maatstaven nog levensvatbaar zijn. Het bankwezen vreest juist het omgekeerde, namelijk dat het verlies van de separatistenpositie een belemmering

298 Timmermans, in: *Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd* 2008, p. 60.

299 Van Nieuwstadt, in: Verstijlen & Van Nieuwstadt, *Tvl* 2005/14; Timmermans, in: *Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd* 2008, p. 60 en 70.

300 Timmermans, in: *Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd* 2008, p. 61.

301 Timmermans, in: *Het Voorontwerp Insolventiewet nader beschouwd* 2008, p. 61, onder verwijzing naar Van Amsterdam, *Insolventie in economisch perspectief* 2004, par 6.5, Couwenberg, *Resolving financial distress in the Netherlands* 1997; Adriaanse e.a., *Informele reorganisatie* (O&b nr. 224) 2004. In bevestigende zin ook Beekhoven van den Boezem, *Tvl* 2008/13, par. 1, over de interne cijfers van ING: 'Van onze totale kredietportefeuille heeft minder dan 5% extra aandacht nodig. 80% daarvan keert terug naar de groep van gezonde kredietrelaties. Van de overblijvende 20% slaagt meer dan de helft erin zijn schuld aan de bank af te lossen, zonder dat daarvoor een insolventiescenario nodig is. De wettelijke faillissementsprocedure bestrijkt dus slechts ongeveer 0,4% van de kredietportefeuille, een in economisch opzicht vrijwel verwaarloosbaar getal!'

302 Beekhoven van den Boezem, *Tvl* 2008/13, par. 4.

303 Beekhoven van den Boezem, *Tvl* 2008/13, par. 4.

kan opleveren. Een goede voortzettingsbeslissing kan niet louter op juridische gronden (het domein van de curator) worden gemaakt, zeker niet als de informatiepositie van de bank niet tevens in die beslissing wordt betrokken. Aan de kwaliteit van het toezicht dat dan in de plaats komt van dat van de separatist, dat van de rechter-commissaris, wordt bovendien getwijfeld: de rechter-commissaris zou door tijdgebrek nauwelijks invulling kunnen geven aan zijn toezichthoudende taak.³⁰⁴

Om de beide stromingen in de literatuur goed tegenover elkaar af te kunnen wegen, moet op twee aspecten van het debat nader worden ingegaan:

- i. In hoeverre heeft de separatist in een concreet faillissement echt de marktmacht om stevig te onderhandelen over zijn medewerking aan voortzetting van de failliete onderneming door de curator?
En:
- ii. In hoeverre is er een reëel risico op het uiteenlopen van het belang van de separatist en het belang van de boedel?

Over dit belang van de boedel dient in dit verband vooraf nog de volgende opmerking te worden gemaakt. Het boedelbelang is niet altijd gericht op continuïteit van de onderneming; pas wanneer continuïteit van de onderneming voor de gezamenlijke schuldeisers meer oplevert dan liquidatie van de onderneming, is het boedelbelang tevens gericht op deze continuïteit. Tegelijkertijd lijkt het mij aannemelijk dat de levensvatbaarheid van een (failliete) onderneming wordt weerspiegeld in de *going-concern*-waarde van de onderneming, en dat bij een *levensvatbare* onderneming (en dit is het type onderneming dat vanuit het belang van continuïteit van de onderneming het voortzetten waard is) de verkoop *going concern* altijd meer oplevert dan liquidatie ervan. Vanuit die aanname geredeneerd is bij levensvatbare ondernemingen het door de curator vanuit zijn wettelijke taak na te streven boedelbelang altijd primair gericht op continuïteit van de onderneming.

Ik ben mij er evenwel van bewust dat 'levensvatbaarheid' in werkelijkheid een voorwaardelijk begrip is. De levensvatbaarheid van een failliete onderneming zal afhangen van (o.a.) de vraag of de curator erin slaagt de schuldenlast van de onderneming te herstructureren, en daarmee ook van de bereidheid van de schuldeisers (ook de separatist) om offers te brengen. Het (vooraf) waarden van de levensvatbaarheid in een *going-concern*-waarde is daarmee een moeilijke exercitie, die verder bemoeilijkt wordt doordat ook vele andere verwachtingen (zoals de marktontwikkeling) een rol spelen. Omwille van de eenvoud wordt hier op deze plaats overheen gestapt.

De twee opgeworpen vragen zijn *in abstracto* moeilijk te beantwoorden, en met name het risico op uiteenlopen van belangen is moeilijk in algemene zin te waarderen. De opvatting dat de vrees voor uiteenlopende belangen ongegrond is, klinkt niet onaannemelijk, al ligt hierin dan een aanname besloten dat de separatist een bank is en dat diens bereidheid tot medewerking aan voortzetting van de onderneming niet door andere factoren dan levensvatbaarheid wordt vertroebeld (zoals een strategiewijziging ten aanzien van de

³⁰⁴ Van Nieuwstadt, in: Verstijlen & Van Nieuwstadt, *TvJ* 2005/14, p. 52. Vgl. Pool, *De rol van de curator bij de aanpak van onregelmatigheden* 2022, p. 67.

inhoud van de kredietportefeuille van de bank). Het is met andere woorden een risico dat zich pas in een concreet geval zal verwezenlijken.

Een goede analyse van de onderhavige problematiek kan slechts plaatsvinden wanneer de persoon van de separatist als variabele buiten beschouwing wordt gelaten. Als we vervolgens tot uitgangspunt nemen dat zich een levensvatbare onderneming in faillissement bevindt (verkoop *going concern* levert meer op dan liquidatie), dan zijn er twee scenario's denkbaar:

1. Openbare verkoop van de bezwaarde goederen door de separatist zal naar verwachting onvoldoende opleveren om diens gecureerde vordering volledig voldaan te krijgen.
2. Openbare verkoop van de bezwaarde goederen door de separatist zal naar verwachting wel voldoende opleveren om diens gecureerde vordering volledig voldaan te krijgen.

Openbare verkoop door separatist levert naar verwachting onvoldoende op

Indien openbare verkoop van de bezwaarde goederen door de separatist onvoldoende oplevert om diens gecureerde vordering volledig voldaan te krijgen, dan heeft de separatist in beginsel de curator nodig om tot een afwijkende wijze van verkoop te komen. Zoals Timmermans en Van Nieuwstadt onderkennen, zal een onderhandse verkoop in de regel meer opleveren dan een openbare verkoop.³⁰⁵ Een pandhouder kan echter niet zelfstandig tot onderhandse verkoop overgaan; daarvoor heeft hij ofwel toestemming van de pandgever (art. 3:251 lid 2 BW) ofwel verlof van de voorzieningenrechter (art. 3:251 lid 1 BW) nodig. Een hypotheekhouder heeft bovendien altijd verlof van de voorzieningenrechter nodig voor een van openbare verkoop afwijkende wijze van verkoop (art. 3:268 lid 2 BW), hetgeen te omzeilen is door met de curator een 'oneigenlijke lossing' overeen te komen; een afspraak waarbij de curator zich ertoe verbindt het bezwaarde registergoed te verkopen en uit de opbrengst direct de vordering van de hypotheekhouder te voldoen, zonder dat het registergoed meedeelt in de omslag in de algemene faillissementskosten.³⁰⁶ In het faillissement van een mkb-onderneming zullen de bezwaarde goederen vooral bestaan uit (handels)vorderingen op afnemers. De hierop gevestigde pandrechten zal de separatist primair door inning (art. 3:246 BW) uitwinnen, waarbij in beginsel de nominale waarde van de vordering zal worden gerealiseerd. Van waardevernietiging zal niet snel sprake zijn.

Dat bij inning door de pandhouder niet snel sprake zal zijn van waardevernietiging, is af te leiden uit de inhoud van de inningsbevoegdheid bij medegedeelde pandrechten. In het arrest *Megalim Investments/De Veenbloem* verduidelijkt de Hoge Raad onder verwijzing naar de wetsgeschiedenis dat de inningsbevoegdheid die bij mededeling overgaat op de pandhouder dient te worden onderscheiden van andere schuldeisersbevoegdheden zoals het verlenen van kwijtschelding.³⁰⁷ Die andere schuldeisersbevoegdheden blijven achter bij de pandgever. Dat maakt dat de innende pandhouder niet de bevoegdheid heeft om bijvoorbeeld een tegenstribbelende debiteur tot betaling aan te zetten door de vordering

305 Van Nieuwstadt, in: Verstijlen & Van Nieuwstadt, *TvI* 2005/14.

306 Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring (2)* (*Wessels Insolventierecht nr. III*) 2019/3453. Veelal zal wel een boedelbijdrage conform de Separatistenregeling worden overeengekomen.

307 HR 9 december 2016, ECLI:NL:HR:2016:2833, r.o. 3.3.3, *NJ* 2017/2 (*Megalim Investments/De Veenbloem*).

tot slechts het beloop van zijn eigen vordering op de pandgever te innen en het restant kwijt te schelden.³⁰⁸

Desalniettemin kunnen de verpande vorderingen ook ex artikel 3:248 lid 1 BW door de separatist worden verkocht, bijvoorbeeld aan een factoringbedrijf, waarbij het eerdergenoemde regime van verlof of toestemming (art. 3:251 BW) geldt.³⁰⁹ Denkbaar is dat hiervoor gekozen wordt wanneer de betreffende vorderingen nog niet opeisbaar zijn of wanneer de separatist zich de moeite van het innen wil besparen. Ook in deze context zal een onderhandse verkoop in de regel meer opleveren dan een executoriale verkoop, waardoor de separatist dan een onderhandse verkoop zal prefereren.³¹⁰

Dit betekent dat in dit scenario de separatist juist – omgekeerd – de medewerking van de curator nodig heeft, waarbij de curator in het belang van de boedel de macht heeft om aan te sturen op verkoop *going concern*, en daarmee op voortzetting van de onderneming. Continuïteit van de onderneming levert in dit scenario dus geen argument op tot afzwakking van de positie van de separatist. Het levert eerder nog een argument op tot behoud van deze positie, zoals Timmermans hiervoor maakte: ook de curator kan het als beschikkingsonbevoegde niet alleen af, hetgeen leidt tot een noodgedwongen samenwerking tussen de curator en de separatist en daarmee – in het geval van een bancaire separatist – tot bundeling van juridische en economische inzichten. Een bundeling die in mijn ogen in veel gevallen de continuïteit van de onderneming ten goede zal komen.

Openbare verkoop door de separatist levert naar verwachting wel voldoende op

In dit tweede scenario zijn de rollen omgedraaid. De separatist kan zich in beginsel volledig op zijn eigen belang richten en zich zelfstandig door middel van openbare verkoop, buiten het faillissement om, op de bezwaarde goederen verhalen. Het is in dit scenario dat van een machtsevenwicht tussen separatist en curator geen sprake is; de separatist heeft het volledig voor het zeggen en kan aldus de voortzetting van een levensvatbare doch gefailleerde onderneming frustreren door zelfstandig over te gaan tot *piecemeal liquidation* van de bezwaarde goederen. De vraag is wel hoe reëel dit scenario in werkelijkheid is. Betreft het een situatie waar een bancaire separatist zekerheidsrechten heeft op nagenoeg alle bedrijfsactiva, dan is sprake van het onwaarschijnlijke scenario dat de bank geen levensvatbaarheid ziet, maar dat tegelijkertijd zo veel en waardevol (bezwaard) actief aanwezig is dat met de liquidatie daarvan het volledige bancaire krediet kan worden voldaan. Waarschijnlijker is het scenario waar de separatist dan een niet-bancaire speler is (bijvoorbeeld een verstrekker van een flitskrediet) met een pandrecht op een voor de bedrijfscontinuïteit belangrijk goed, zoals een vorkheftruck van een kleinschalig overslagbedrijf. In deze situatie kan zich het risico verwezenlijken dat de separatist zich een waardevernietigende houding aanmeet, al ligt het in de rede dat de curator het bezwaarde goed dan ex artikel 58 lid 2 Fw lost. Hiervoor is evenwel

308 Desalniettemin kan over deze bevoegdheid wel rechtsgeldig worden gecontracteerd. Omstreden is of een dergelijke afspraak ook goederenrechtelijke werking heeft. Zie in bevestigende zin Rb. Midden-Nederland 18 december 2019, ECLI:NL:RBMNE:2019:5998, *JOR* 2020/100, m.nt. N.E.D. Faber. Zie nader Steneker, *Pandrecht (Mon. BW nr. B12a)* 2022/5.91 en Verdaas, in: *Overeenkomst en Zekerheid (R&P nr. InsR20)* 2023/14.

309 Reehuis & Heisterkamp, *Pitlo Goederenrecht* 2019/824.

310 Reehuis & Heisterkamp, *Pitlo Goederenrecht* 2019/824.

vereist dat het daarvoor benodigde geldbedrag in liquide vorm in de boedel aanwezig is of via een (overbruggings)krediet beschikbaar komt. Is dit niet het geval, dan vergt het belang van continuïteit van de onderneming dat de macht van de separatist kan worden afgezwakt. In het huidige Nederlandse recht is hierin al voorzien, hetgeen in het hiernavolgende aan bod komt.

3.4.3.2 De afkoelingsperiode ex artikel 63a en 376 Fw

Sinds 1992 kent de Faillissementswet de afkoelingsperiode, een door de rechter-commissaris of de rechtbank af te kondigen periode van ten hoogste twee maanden (en na verlenging hoogstens vier maanden) waarin onder meer elke bevoegdheid van derden tot verhaal op tot de boedel behorende goederen niet dan met machtiging van de rechter-commissaris kan worden uitgeoefend (art. 63a lid 1 jo. 4 Fw). Met deze periode wordt beoogd om de curator in de eerste tijd na de faillietverklaring de tijd te geven om zich een oordeel te vormen 'over de vraag welke goederen in de boedel vallen of welke goederen hij in elk geval voor de boedel wil behouden, bijvoorbeeld in verband met een mogelijke voortzetting of verkoop van het bedrijf'.³¹¹ Gedurende deze periode wordt de verhaalsbevoegdheid van de separatist als het ware opgeschort. Dit houdt in dat een voorgenomen – en in het voorgaande voorbeeld waardevernietigende – openbare verkoop door de separatist, voor de duur van de afkoelingsperiode in ieder geval kan worden vertraagd.

De vraag die in dit verband rijst, is of een curator gedurende deze afkoelingsperiode bevoegd is tot zelfstandige verkoop van de bezwaarde goederen. Kan hij, met andere woorden, deze openbare verkoop naast vertragen ook frustreren door zelf een onderhandse verkoop *going concern* te arrangeren? In de aanvankelijke regeling was hierover niets geregeld en in het kader van de wijziging van de regeling in 2005 heeft een voorgestelde bepaling tot verlening van een gebruiks-, verbruiks- en vervreemdingsbevoegdheid aan de curator de eindstreep van het wetgevingsproces uiteindelijk niet gehaald.³¹² Daarmee luidt het antwoord in beginsel negatief: de afkoelingsperiode is slechts bedoeld om de boedel te bewaren, niet ook om de curator zelfstandige bevoegdheden over de door de afkoelingsperiode getroffen goederen toe te kennen.³¹³

In de rechtspraak is evenwel een aanknopingspunt te vinden voor een tegengesteld antwoord. Zo heeft de Hoge Raad in het arrest *Maclou en Prouvost* in meer algemene zin overwogen dat 'aan de bij de wijze van beheren en vereffenen van de boedel betrokken belangen van maatschappelijke aard onder omstandigheden voorrang kan toekomen boven die van de individuele schuldeisers'.³¹⁴ In dit arrest stond (onder meer) de vraag centraal of de curatoren van de failliete onderneming Van Schuppen hun taak onbehoorlijk hadden vervuld door in het kader van een doorstart (een activatransactie met o.a. de Leidse Wolspinnerij NV) ook de onder eigendomsvoorbehoud geleverde zaken over te dragen, waarbij bovendien door de curatoren was bedongen dat de Leidse Wolspinnerij NV alle aanspraken van derden op deze zaken zou eerbiedigen en afwikkelen. Een klein anderhalf jaar nadien ging ook de Leidse Wolspinnerij NV failliet, zonder dat het eigendomsvoorbehoud

311 *Parl. Gesch. BW Inv. 3, 5 en 6 Wijziging Rv, Wet RO en Fw 1992*, p. 414 (MvT).

312 *Kamerstukken II 2001/02*, 27 244, nr. 5, p. 23-24.

313 Vgl. Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring (1)* (Wessels *Insolventierecht nr. II*) 2019/2627.

314 HR 19 april 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2047, r.o. 3.5.2, NJ 1996/727, m.nt. W.M. Kleijn (*Maclou en Prouvost*).

van de vennootschappen Maclou en Prouvost correct was afgewikkeld, met als gevolg dat deze vennootschappen de curatoren (pro se) op voornoemde grond aanspraken. De Hoge Raad houdt in dit arrest het oordeel van het hof in stand dat geen sprake is van onzorgvuldig handelen jegens Maclou en Prouvost, en acht daarbij drie omstandigheden van belang: *i*) door de doorstart door de Leidse Wolspinnerij NV kon de onderneming van Van Schuppen worden voortgezet, hetgeen het belang van werknemers en schuldeisers diende; *ii*) de curatoren hebben bij de overdracht van de onder eigendomsvoorbehoud geleverde zaken uitdrukkelijk bedongen dat de Leidse Wolspinnerij NV alle rechten van derden moest eerbiedigen en afwikkelen; en *iii*) de curatoren mochten in redelijkheid erop vertrouwen dat deze verplichting ook zou worden nagekomen.³¹⁵

Aldus is uit dit arrest af te leiden dat een curator onder omstandigheden maatschappelijke belangen zoals het continueren van een (levensvatbare) onderneming mag verkiezen boven het belang van een separatist.³¹⁶ Verstijlen ziet in zijn dissertatie dit arrest als aanleiding voor een grensverkenning van de 'beschikkingsbevoegdheid' van de curator – gedefinieerd als het niet persoonlijk aansprakelijk zijn jegens de separatist – gedurende de afkoelingsperiode.³¹⁷ Toegesplitst op de vervreemdingsbevoegdheid identificeert hij twee factoren die in zijn opvatting met name van belang zijn voor het aannemen van deze bevoegdheid in een concreet geval: *i*) de noodzaak van de inbreuk op het recht van de separatist; en *ii*) de aard van diens recht. Kort en goed is een inbreuk op het recht van de separatist door vervreemding van de bezwaarde goederen volgens Verstijlen pas gerechtvaardigd, *i*) wanneer dit handelen *noodzakelijk* is voor het behoud van de failliete onderneming en de werkgelegenheid; en *ii*) indien het recht van de separatist een zekerheidskarakter heeft (het is hem te doen om de *waarde* van het goed, niet om het goed zelf) én indien door de vervreemding de zekerheidspositie van de separatist niet wordt ondergraven (bijvoorbeeld door de separatist meteen uit de opbrengst te voldoen, het hem toekomstige bedrag op depot te zetten of vervangende zekerheid te stellen).³¹⁸

Deze opvatting van Verstijlen lijkt ook naar voren te komen in de lagere rechtspraak. Zo oordeelde de Rechtbank Middelburg dat het in de afkoelingsperiode vervreemden van onder eigendomsvoorbehoud geleverde zaken door de curator met het oog op het mogelijk maken van een doorstart, mét de toezegging de verkoopopbrengst aan de eigendomsvoorbehouders af te dragen, geen onrechtmatig handelen behelst.³¹⁹ In vergelijkbare zin oordeelde de Rechtbank Den Haag over de verkoop van onder eigendomsvoorbehoud geleverde zaken tijdens de afkoelingsperiode dat dit in beginsel is toegestaan ingeval zwaarwegende, boven de belangen van de individuele separatist prevalerende, belangen dit vergen, maar dat de rechten van de betreffende eigendomsvoorbehouders dan wel door de curatoren dienen te worden gewaarborgd. Een aanbod tot vergoeding van 70%

315 HR 19 april 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2047, r.o. 3.5.3, NJ 1996/727, m.nt. W.M. Kleijn (*Maclou en Prouvost*).

316 In gelijke zin Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 159-160.

317 Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 196 en 346-352.

318 Verstijlen, *De faillissementscurator* 1998, p. 347-350.

319 Rb. Middelburg 31 augustus 2011, ECLI:NL:RBMID:2011:BU9774, JOR 2012/58. Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring (1)* (*Wessels Insolventierecht nr. II*) 2019/2630.

van de kostprijswaarde door de curatoren werd door de rechtbank als onrechtmatig handelen beoordeeld.³²⁰

Het voorgaande biedt evenwel geen soelaas indien de curator aanleiding ziet voor het beëindigen van het faillissement via de herstructurering van de schuldenlast door het aanbod van een faillissementsakkoord aan de schuldeisers. In die situatie is de curator niet uit op het zelfstandig verkopen van de verpande goederen, maar op behoud ervan. Heeft de curator ook in die situatie middelen om met een beroep op de ondernemingscontinuïteit de door de separatist gedwongen verkoop af te wenden?

Het is denkbaar dat hem in die situatie een succesvol beroep op misbruik van bevoegdheid kan toekomen: een door het recht toegekende bevoegdheid kan niet worden ingeroepen voor zover deze wordt misbruikt (art. 3:13 lid 1 BW). Hieronder valt onder meer de situatie waar door onevenredigheid tussen het belang bij de uitoefening van de bevoegdheid en het daardoor te schaden belang naar redelijkheid niet tot die uitoefening kan worden gekomen (lid 2). Het komt dan aan op een weging van enerzijds het belang van de separatist bij een snelle openbare verkoop van het onderpand en anderzijds het continuïteitsbelang van de failliete onderneming. Hoewel de uitkomst sterk van de omstandigheden zal afhangen, zou de curator in deze situatie wel invloed kunnen uitoefenen op het belang van de separatist. Indien hij in staat is om een akkoord aan te bieden dat de schuldeiserspositie van de separatist maar in beperkte mate aantast (bijvoorbeeld louter betalingssuitstel), lijkt mij dat het persisteren van de separatist al snel riekt naar misbruik en daarmee een blokkade opwerpt voor de uitoefening van zijn separatistenbevoegdheid.

Een vergelijkbare situatie doet zich voor in de voorbereiding van een onderhands dwangakkoord buiten faillissement (en surseance van betaling), een akkoordprocedure in het kader van de Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA). Deze procedure onderscheidt zich van het faillissement in de zin dat het aan een schuldenaar die toekomstige betalingsmoeilijkheden voorziet, een gereedschapskist geeft om zelf problematische schulden af te wikkelen door wijziging van de rechten van zijn schuldeisers. Aldus biedt een WHOA-procedure een alternatief voor de faillissementsprocedure, voor levensvatbare ondernemingen om weer toekomstperspectief te verkrijgen en voor ondernemingen zonder overlevingskansen om gecontroleerd te worden afgewikkeld.³²¹ Ook in deze procedure kan een afkoelingsperiode door de rechtbank worden afgekondigd, waarin onder meer de bevoegdheid van derden tot verhaal op tot de boedel behorende goederen niet dan met machtiging van de rechtbank kan worden uitgeoefend (art. 376 Fw).³²²

320 Rb. Den Haag 20 april 2016, ECLI:NL:RBDHA:2016:9398, r.o. 4.3-4.5 (kern), *JOR* 2016/284. Wessels ziet ook ruimte voor de opvatting dat het handelen van de curatoren op zich rechtmatig is, maar dat – via analoge toepassing van art. 6:168 lid 1 BW – zij toch schadeplichtig zijn jegens de eigendomsvoorbehoudsverkoper. Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring (1) (Wessels Insolventierecht nr. II)* 2019/2631a.

321 *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 1-2.

322 Anders dan bij de afkoelingsperiode in faillissement geldt dat deze derden pas aan de afkoelingsperiode gebonden zijn indien zij over de afkondiging van de afkoelingsperiode zijn geïnformeerd of op de hoogte zijn van het feit dat er een akkoord wordt voorbereid (art. 376 lid 2 sub a Fw).

Desalniettemin verschilt een WHOA-procedure fors van een faillissementsprocedure. Zo zullen in een WHOA-procedure de pand- en hypotheekhouders veelal nog niet bevoegd zijn tot parate executie. Immers, zolang de schuldenaar nog in staat is zijn lopende verplichtingen te voldoen (art. 370 lid 1 Fw), zal van verzuim in de voldoening van zijn verplichtingen jegens de separatist geen sprake zijn. Dat neemt evenwel niet weg dat een bezitloos resp. stil pandhouder bevoegd kan zijn om zijn pandrechten – ter bewaring van zijn rechten – om te zetten naar een vuistpand (art. 3:237 lid 3 BW) resp. medegedeeld pandrecht (art. 3:239 lid 3 BW). Daarnaast zal in een WHOA-procedure de focus van de schuldenaar in de regel niet liggen op *verkoop* van de onderneming, maar op herstructurering van de schuldenlast.

In deze context lijkt de benodigde en tevens ook gerealiseerde mate van de afzwakking van de separatist relatief beperkt te zijn: het is vooral de bevoegdheid tot omzetting van pandrechten die wordt geraakt, waarbij bovendien geldt dat een afkoelingsperiode pas wordt afgekondigd indien summierlijk is gebleken dat de geraakte schuldeisers niet wezenlijk in hun belangen worden geschaad (art. 376 lid 4 sub b Fw) en het verlies van de omzettingsbevoegdheid van artikel 3:239 lid 3 BW door de schuldenaar wordt gecompenseerd door het op toereikende wijze stellen van vervangende zekerheid (art. 376 lid 7 Fw). Bovendien wordt de afkoelingsperiode pas afgekondigd indien dit – toegespitst op het voortzettingsscenario – noodzakelijk is om de onderneming van de schuldenaar te kunnen blijven voortzetten gedurende de voorbereiding van en de onderhandelingen over het akkoord (art. 376 lid 4 sub a Fw).

Tegelijkertijd is de vraag naar de volledige beschikkingsbevoegdheid van de schuldenaar ten behoeve van een verkoop *going concern* slechts in beperkte mate relevant. Evenals bij het eerdergenoemde faillissementsakkoord zal de focus liggen op herstructurering van de schuldenlast en daarmee op het komen tot een duurzame en toekomstgerichte overeenstemming met onder andere de separatisten (gericht op gedeeltelijke kwijtschelding en/of betalingsuitstel), niet op het vereffenen van de onderneming en het (eenmalig) verdelen van de opbrengst onder de schuldeisers. In deze situatie lijkt mij hetgeen hiervoor is besproken over de figuur van misbruik van bevoegdheid in het kader van het faillissementsakkoord eveneens van toepassing. Zolang de rechten van de separatist onder het akkoord zodanig zijn dat dit '*an offer he can't refuse*' is, zal de parate executie in beginsel kunnen worden verhinderd.

Desalniettemin heeft de beschikkingsbevoegdheid van de schuldenaar gedurende de WHOA-afkoelingsperiode een plaats in de wet. Artikel 377 Fw voorziet hierin, maar deze bepaling heeft blijkens het eerste lid een beperkt werkingsbereik. Zij is gericht op behoud van een reeds voor de afkoelingsperiode bestaande vervreemdingsbevoegdheid, althans voor zover die voortgezette uitoefening past binnen de normale voortzetting van de onderneming. Dit betreft dan ook slechts de bevoegdheid over de voor (door)verkoop bestemde zaken van de schuldenaar. Toch komt hier hetzelfde beeld naar voren als bij de afkoelingsperiode in faillissement. Het tweede lid van artikel 377 Fw schrijft namelijk voor dat de schuldenaar deze bevoegdheid slechts mag blijven gebruiken voor zover de belangen van de derden met aanspraken op de betreffende goederen voldoende worden

gewaarborgd.³²³ De zekerheidspositie van – in de context van de huidige paragraaf – de separatist dient dus intact te worden gelaten.

Aldus tekent zich de lijn af dat het belang van continuïteit van de onderneming inderdaad kan vergen dat de macht van de separatist wordt afgezwakt, via een zelfstandige verkoop door de curator of de schuldenaar in een WHOA-procedure of via een beroep op misbruik van bevoegdheid. Wel geldt daarbij dat de zekerheidspositie van de separatist niet – of althans hooguit zeer beperkt – mag worden ondergraven.

3.4.4 Afronding continuïteit van (de onderneming van) de schuldenaar

In deze paragraaf stond centraal in hoeverre het continuïteitsargument overtuigt als rechtvaardiging voor enerzijds de hoge voorrang van bancaire zekerheidsgerechtigden en anderzijds voor het beknotten van specifiek de separatistenpositie.

De twee aangevoerde bouwstenen voor de rechtvaardiging van de hoge voorrangspositie, kredietverlening en *monitoring*, overtuigen niet. De positieve bijdrage van bancaire kredietverlening aan de ondernemingscontinuïteit onderscheidt zich in mijn ogen namelijk onvoldoende van andere vormen van kredietverlening (zoals leverancierskrediet) om als rechtvaardiging voor specifiek de voorrang van bancaire zekerheidsgerechtigden te gelden. De positieve bijdrage van bancaire *monitoring* is eveneens niet per definitie exclusief door banken te behalen. Bovendien lijken de belangen van alle schuldeisers het beste gediend indien de monitorende schuldeiser een laag gerangschikte verhaalspositie heeft. Dat maakt *monitoring* per definitie een slechte bouwsteen voor de rechtvaardiging van een voorrangspositie voor de *monitor*.

Het continuïteitsargument als rechtvaardiging voor de beknutting van de separatistenpositie ziet erop dat de regierol van de separatist een belemmering kan vormen voor de voortzetting van een failliete onderneming door de curator. Uit het voorgaande volgt dat dit zich slechts zal kunnen voordoen in het scenario dat een openbare verkoop van de ten gunste van de separatist bezwaarde goederen voldoende zal opleveren om zijn gecureerde vordering volledig voldaan te krijgen, hetgeen zich tot atypische gevallen zal beperken. In die gevallen vergt het belang van continuïteit van de onderneming van de schuldenaar dat de macht van de separatist kan worden afgezwakt. Het huidige Nederlandse recht heeft hierin reeds voorzien met een regeling voor de afkoelingsperiode. Waar deze regeling geen soelaas biedt, verwacht ik dat de figuur van misbruik van bevoegdheid voorziet in de benodigde tegenmacht ten bate van het continuïteitsbelang.

3.5 Afronding

Uit dit hoofdstuk volgt dat in de theorievorming over voorrang bij verhaal vooral aandacht is voor de hoge voorrang van zekerheidsgerechtigden. De drie geanalyseerde voorrangstheorieën laten zich namelijk bundelen in de overkoepelende vraag of er een rechtvaardiging kan worden aangewezen voor de hoge voorrang van deze zekerheidsgerechtigden.

³²³ Uit de memorie van toelichting volgt dat aan dit waarborgen onder meer wordt voldaan door het stellen van vervangende zekerheid. *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 56. Ook contante betaling (voor gebruik, verbruik of vervreemding) is denkbaar. Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement (O&R nr. 118)* 2020/5.8.5.3, nr. 288.

De theorie die de beschikkingsvrijheid van een zekerheidsgever als rechtvaardigingsgrond voor de hoge voorrang van de zekerheidsgerechtigde aanwijst, overtuigt in mijn ogen niet. De aan deze theorie ten grondslag liggende aanname dat de vestiging van een zekerheidsrecht op een goed niet wezenlijk verschilt van de overdracht van dat goed en daarom op gelijke wijze behandeld dient te worden, gaat namelijk niet op. Er zijn goede gronden aan te wijzen dat de vestiging van een zekerheidsrecht een eigen, van overdracht te onderscheiden aard heeft.³²⁴ Daarmee biedt de beschikkingsvrijheid weliswaar een rechtvaardiging voor de *aanwezigheid* van voorrang voor de zekerheidsgerechtigde, maar laat zij ruimte voor de nadere *vormgeving* (rangbepaling) van deze voorrang door andere rechtvaardigingsgronden.

Ook de rechtseconomie voorziet in theorievorming over de rechtvaardiging van aan zekerheidsrechten verbonden voorrang bij verhaal. De theorie op dit punt is dat de aan zekerheidsrechten verbonden positieve welvaartseffecten – die ten dele ook uit de voorrang voortkomen – een verklaring geven voor deze voorrang.³²⁵ Tegelijkertijd is hiermee niet gezegd dat geen verdere welvaartsverbeteringen te bereiken zijn. Wanneer het rechtseconomisch streven naar efficiëntie als een sturende factor wordt beschouwd in het denken over rangorde bij verhaal, dan kan dat aanleiding geven om de plaats van zekerheidsgerechtigden in de rangorde aan een nadere beschouwing te onderwerpen.

Zo is bijvoorbeeld verdedigbaar dat het positieve welvaartseffect uit *monitoring* groter wordt naarmate de *monitorende* partij in een potentiële *concurfus* een lagere voorrangspositie zal hebben, zolang er maar specialisatie in *monitoring* is.³²⁶ In de praktijk vindt dergelijke gespecialiseerde monitoring ook al plaats, door kredietverzekeraars die in een *concurfus* de verhaalspositie van hun verzekerden (veelal concurrente handelsschuldeisers) overnemen. Voor de positie van zekerheidsgerechtigden in de rangorde bij verhaal betekent dit dat er ruimte ontstaat voor de verlaging van hun voorrangspositie. Dat heeft – sec vanuit *monitoring* bekeken – een positief welvaartseffect.

Tegenover de positieve welvaartseffecten staat een negatief welvaartseffect voor de *non-adjusting creditors*, die om welke reden dan ook hun (door de zekerheidsrechten van een derde) toegenomen kredietrisico niet kunnen verdisconteren in hun verhouding tot de schuldenaar. Er is dan een efficiëntieverbetering te behalen indien dit negatieve welvaartseffect kan worden verminderd op een manier die een nettowelvaartsstijging oplevert. Met andere woorden: het welvaartsvoordeel van deze groep moet groter zijn dan de eventueel daarmee gepaard gaande welvaartsdaling van anderen. In de context van de rangorde bij verhaal zijn hiertoe reeds initiatieven ontplooid, die neerkomen op de introductie van – al dan niet partiële – voorrangspolitieën boven de rang van zekerheidsgerechtigden.³²⁷ De ruimte voor efficiëntieverbeteringen ligt dan in rangordewijzigingen waarbij de welvaartsstijging (primair liggend bij de *non-adjusting creditors*) groter is dan de welvaartsdaling (primair liggend bij de zekerheidsgerechtigden). Van de onderzochte initiatieven heeft een *fixed fraction priority rule*, zoveel mogelijk toegespitst op voorrang

324 Zie § 3.2.

325 Zie § 3.3.3.

326 Zie § 3.3.3.2.

327 Zie § 3.3.4.

voor de *non-adjusting creditors*, de beste kaarten om per saldo tot een efficiëntieverbetering te leiden.

In de literatuur is ook het belang van ondernemingscontinuïteit buiten (dreigende) insolventie wel gebruikt ter rechtvaardiging van de hoge voorrang van specifiek de *bancaire* zekerheidsgerechtigden. Deze rechtvaardigingsgrond schiet evenwel tekort, althans de daartoe aangevoerde bouwstenen – de aan zekerheidsrechten verbonden kredietverlening en de monitoringsactiviteiten van de (huis)bank – overtuigen niet, omdat zij onvoldoende onderscheidend zijn. Daarnaast heb ik betoogd dat het op deze grond belonen van *monitoring* via het toekennen van een voorrangpositie per definitie niet passend is.³²⁸ De (vanuit het perspectief van alle schuldeisers) beste *monitoring* vindt namelijk plaats door een partij die in een toekomstig faillissement juist geen voorrangpositie zal toekomen.

In een situatie van (dreigende) insolventie zijn de kaarten iets anders geschud. Ik heb onderzocht in hoeverre het belang van ondernemingscontinuïteit hier een grond geeft voor de afzwakking van de separatistenpositie van pand- en hypotheekhouders. Dit speelt met name bij de herstructurering van schulden – binnen faillissement of een WHOA-procedure –, waar zich de situatie kan voordoen dat een separatist de continuïteit van de te herstructureren onderneming doorkruist door eigenhandige executie. In deze situatie kan het belang van continuïteit van de onderneming vergen dat de macht van de separatist wordt afgezwakt, alhoewel hieraan wel de voorwaarde is verbonden dat de zekerheidspositie van de separatist niet wordt ondergraven.³²⁹ Aldus levert deze rechtvaardigingsgrond geen grond op voor het verlagen van de rang van de zekerheidsgerechtigde.

Al met al komt uit de in dit hoofdstuk geanalyseerde theorievorming naar voren dat primair de beschikkingsvrijheid van de schuldenaar en de rechtseconomie een rechtvaardigingsgrond aanreiken voor het toekennen van voorrang aan zekerheidsgerechtigden in de rangorde bij verhaal. De rechtseconomie voorziet daarbij als enige tevens in theorievorming voor het nader bepalen van de aan deze voorrang te verbinden rang. Deze theorievorming laat daarbij ruimte voor een andere opvatting dan dat aan zekerheidsgerechtigden hoge voorrang dient toe te komen. Immers, verdere optimalisatie van de maatschappelijke welvaart lijkt mogelijk door aanpassing van de rangorde bij verhaal ten gunste van de *non-adjusting creditors*.

³²⁸ Zie § 3.4.2 en § 3.4.4.

³²⁹ Zie § 3.4.3 en § 3.4.4.