



Universiteit  
Leiden  
The Netherlands

## Lessen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst

Haentjens, M.; Frima, J.C.A.T.; Schmieman, E.; Weert, B.P.C. van

### Citation

Haentjens, M. (2021). Lessen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. In J. C. A. T. Frima, E. Schmieman, & B. P. C. van Weert (Eds.), *Preadviezen / Nederlandse Vereniging voor Rechtsvergelijkend en Internationaal Insolventierecht, NVRII = Reports / Netherlands Association for Comparative and International Insolvency Law, NACIIL* (pp. 61-73). Den Haag: Boom Juridisch. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3243940>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3243940>

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

# LESSEN UIT HET VERLEDEN BIEDEN GEEN GARANTIE VOOR DE TOEKOMST

*Prof. mr. drs. M. Haentjens\**

“De specifieke vorm van rechtvaardigheid, en dat wat in dezelfde specifieke betekenis rechtvaardig is, zijn in twee soorten te verdelen: één vorm manifesteert zich bij het verdelen van eerbewijzen, geld of andere dingen die onder de mensen als leden van een politieke gemeenschap verdeeld kunnen worden.”  
(Aristoteles, *Ethica Nicomachea*, V, 1130b30<sup>1</sup> – over distributieve rechtvaardigheid)

## 1 VRAGEN

Het preadvies van Bas van Weert is reeds uitvoerig ingegaan op overheidsondersteuning, met name ten aanzien van bankfinanciering met overheidsgarantie. Geconstateerd kan echter worden dat het Openbaar Ministerie het (faciliteren van) aantrekken van extra financiering ertoe leidt dat ondernemingen nieuwe schulden aangaan, hetgeen de reeds bestaande schuldenlast vergroot en de financiële positie van ondernemingen in financiële problemen aldus nog precairder maakt. In dit preadvies staat meer in algemene zin de vraag centraal onder welke omstandigheden en op welke wijzen de overheid kan (en wellicht: moet) bij- of inspringen. In de financiële crisis van 2008 zijn in dat verband harde lessen geleerd waar het de bancaire sector betreft. Zijn die lessen ook voor de huidige crisis relevant? Dient de overheid bij steun bijvoorbeeld aandeelhouder van de onderneming te worden? Zou het huidige resolutieregime voor falende banken ook kunnen (of wellicht: moeten) worden toegepast op niet-bancaire ondernemingen?

Om de zojuist genoemde vragen te kunnen beantwoorden, zal ik uiteenzetten om welke redenen de overheid kapitaal moet verschaffen aan noodlijdende banken (*bail-out*) en van welk middel de regelgevers hadden gehoopt dat het dergelijke kapitaalverschaffing overbodig zou maken (namelijk: *bail-in*).<sup>2</sup> Vervolgens geef ik kort de opgedane ervaringen met *bail-in* weer en onderzoek ik in hoeverre dit alles relevant zou kunnen zijn voor

---

\* Matthias Haentjens is hoogleraar aan de Universiteit Leiden en rechter-plaatsvervanger in de rechtbank Amsterdam.

1 In vertaling van Ch. Hupperts en B. Poortman, Kallias 1997, p. 174.

2 Versterking van de bancaire kapitaalsopbouw op grond van, onder andere, het Basel III-akkoord en de Capital Requirements Directive IV laat ik hier buiten beschouwing.

de huidige, door de coronapandemie veroorzaakte economische crisis. Voordat ik hierop inga, wijd ik enkele woorden aan het fenomeen *too big to fail* en de nadelen van *bail-out*.

Met deze bijdrage hoop ik te laten zien hoe Aristoteles' ideaal van rechtvaardigheid kan worden nagestreefd in tijden van crisis: niet zozeer door het rechtvaardig verdelen van "eerbewijzen, geld of andere dingen", maar door het spiegelbeeld daarvan, te weten: door het op rechtvaardige wijze verdelen van (financiële) verliezen.

## 2 TOO BIG TO FAIL EN NADELEN VAN BAIL-OUT

Als een van de kernelementen van het kapitalisme wordt wel beschouwd zijn zogeheten zelfreinigend vermogen, dat wil zeggen het fenomeen dat ondernemingen die niet effectief (genoeg) zijn, insolvent raken, worden vereffend en aldus 'de markt' verlaten.<sup>3</sup> In de financiële crisis van 2008 bleken enkele banken echter dermate systeemrelevant, dat hun falen de stabiliteit van het financieel stelsel ernstig in gevaar zou brengen. Deze banken waren derhalve *too big to fail*. Toen deze banken daadwerkelijk in de financiële problemen kwamen, is een aantal dan ook met overheidskapitaal overeind gehouden. Een overheidsinjectie of (in het uiterste geval) nationalisatie heeft behalve op korte termijn heilzaam effect echter ook grote nadelen op middel- en langere termijn en kan worden gezien als een inbreuk op het kapitalistisch 'zelfreinigend' vermogen.<sup>4</sup>

De nadelen van kapitalisatie door de overheid zijn velerlei. Een greep: ten eerste drukt overheidskapitalisatie op de overheidsbegroting. Met name in tijden van economische neergang kan een dergelijke druk zowel politiek als economisch moeilijk te verteren zijn, omdat het de kosten van overheidsfinanciering kan doen toenemen naar mate de omvang van de injectie significanter is. Extreme voorbeelden hiervan zijn Ierland en IJsland, landen die in de crisis van 2008 enorme kapitaalinjecties hebben moeten doen en daardoor hun begrotingstekorten tot ongekende proporties hebben zien oplopen.<sup>5</sup> Bovendien openbaarde zich een *doomloop*: waar banken significante portefeuilles staatsobligaties op de balans hadden staan, verzwakten de genoemde begrotingstekorten, veroorzaakt door kapitaalsteun aan de bancaire sector, de financiële positie van die banken verder, hetgeen op haar beurt de overheidsfinanciën nog meer onder druk zette, en zo verder. Ten tweede kan worden gevreesd voor *moral hazard* aan de zijde van het bankmanagement en grote aandeelhouders na of door overheidskapitalisatie, als die kapitalisatie niet bestaat uit, respectievelijk, het vervangen van dat management en onteigening/

3 Zie ook M. Haentjens, "Corona, krediet en kapitalisme", *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2020/5.

4 Zo schreef Martin Wolf van de *Financial Times* bijvoorbeeld over de dag dat de Amerikaanse bank Bear Stearns werd gered "the day the dream of global free-market capitalism died". Zie A. Tooze, *Crashed, How a Decade of Financial Crises Changed the World*, Penguin Books 2018, p. 166.

5 Zie bijv. Tooze (2018), p. 322.

nationalisatie. Het management en grote aandeelhouders worden dan immers niet afgestraft voor het nemen van (mogelijk) buitensporige risico's, maar kunnen de negatieve gevolgen afwentelen op derden, te weten de belastingbetaler.<sup>6</sup> Ten derde kan het overeind houden van noodlijdende banken leiden tot zogeheten 'zombiebanken', dat wil zeggen banken die zonder overheidssteun niet levensvatbaar zijn, ook niet als het economisch voorspoediger gaat. Algemeen wordt aangenomen dat dergelijke zombiebanken per saldo een negatief effect op de welvaart hebben.<sup>7</sup>

De zojuist genoemde nadelen niettegenstaande, verstrekten overheden in de financiële crisis van 2008 en daarna op grote schaal kapitaal aan noodlijdende banken. Zij deden dat op verschillende wijzen. Overheidskapitalisatie of *bail-out* werd ten eerste verstrekt in de vorm van direct kapitaal tegen aandelen. De meest extreme vorm hiervan is onteigening, waarbij het gehele aandeelkapitaal door de overheid wordt gehouden. Voorbeelden hiervan in de Nederlandse rechtssfeer zijn de nationalisaties van SNS REAAL en Fortis/ABN AMRO. Ten tweede verstrekte de overheid garanties aan crediteuren van de te steunen onderneming. Dergelijke garanties verlagen de kosten van (nieuwe) leningen. Ten derde nam de overheid verlieslatende goederen of activiteiten over. In Nederland kan daarvan als voorbeeld dienen de constructie die is gehanteerd ten aanzien van de zogeheten Alt A-portefeuille van ING, waarvan de Staat het risico overnam.<sup>8</sup> Daarnaast is op grote schaal van noodliquiditeit (*emergency liquidity assistance, ELA*) gebruikgemaakt.<sup>9</sup> Bovendien zijn (deels) met overheidskapitaal gefinancierde noodfondsen als het Europees StabiliteitsFonds (thans: Europees StabiliteitsMechanisme) en op nationaal niveau depositogarantiestelsels gebruikt voor noodsteun. ELA en laatstgenoemde fondsen worden veelal niet gezien als staatssteun en blijven in het vervolg van deze bijdrage buiten beschouwing (ook omdat deze voor niet-bancaire ondernemingen van minder belang zijn).

### 3 (DWINGENDE) REDENEN VOOR BAIL-OUT

De zojuist genoemde nadelen van overheidskapitalisatie gelden waar het banken betreft, maar ook voor andere, niet-bancaire ondernemingen (zij het met uitzondering van het *doomloop* scenario). Ook als overheidskapitalisatie niet-bancaire ondernemingen betreft, kan dat immers een buitensporige druk op de overheidsbegroting meebrengen, zou van

---

6 Verg. M. Lousse-Read, *Public Funding of Failing Banks in the European Union* (diss. Nijmegen), Kluwer 2020, p. 581-582 en aldaar genoemde literatuur. Kritisch is S. Schwarcz, in, o.a., "Corporate Governance of SIFI Risk-Taking: An International Research Agenda", in Matthias Haentjens en Bob Wessels (eds.) *Cross-Border Bank Resolution*, Edward Elgar 2019, p. 177 e.v.

7 Zie, bijv. *The Economist*, 26 september 2020, *The Corporate Undead*, p. 61 e.v.

8 Zie hierover, zeer onderhoudend, bijv. R. Janssen, *De afrekening*, Balans 2019.

9 Zie bijv. Lousse-Read (2020), p. 81.

*moral hazard* sprake kunnen zijn en zou het kunnen resulteren in een aantal zombiebedrijven dat strikt genomen (dat wil zeggen: zonder overheidssteun) geen (economisch) bestaansrecht heeft en aldus de algemene welvaart eerder remt dan bevordert. De zojuist genoemde nadelen van overheidskapitalisatie gelden dan ook evenzeer voor de huidige overheidskapitalisatie van ondernemingen die door de coronapandemie noodlijdend zijn geraakt (opnieuw: met uitzondering van het *doomloop* scenario). Dat overheidskapitalisatie toch op enorme schaal plaatsvond in de financiële crisis van 2008,<sup>10</sup> kan in algemene zin worden teruggevoerd op het eerdergenoemde *too big to fail*-fenomeen, en meer in het bijzonder op de volgende, specifieke eigenschappen van het bankbedrijf.

Ten eerste brengt de interne verwevenheid van de financiële sector mee dat het falen van een bank onmiddellijke negatieve gevolgen heeft voor andere banken en andere financiële ondernemingen. Die gevolgen worden in de eerste plaats gevoeld in de eigen jurisdictie, maar ook regionaal en zelfs wereldwijd. Deze verwevenheid wordt onder andere veroorzaakt door onderlinge financieringstransacties (denk aan *repurchase agreements* en *securities lending* transacties), waarin het verstrekte onderpand wordt ‘hergebruikt’ en daarmee een domino-effect kan veroorzaken als een partij in de keten van transacties het onderpand niet kan (terug)leveren en andere partijen daardoor hun (contractuele) verplichtingen ook niet meer kunnen nakomen.<sup>11</sup> Grootschalige executie van het onderpand leidt bovendien tot neerwaartse druk op de prijs van de verpande goederen, hetgeen verdere verzwakking veroorzaakt van de financiële positie van alle banken die dezelfde en vergelijkbare goederen bezitten. Daarnaast leidt het verzuim van een grote marktpartij tot kostbaarder financiering ook van andere marktpartijen, en daarmee tot verminderde liquiditeit. De laatste twee omstandigheden hebben een grote rol gespeeld in de insolventie van Lehman Brothers en de daarop volgende, wereldwijde financiële crisis.<sup>12</sup>

Voorts brengt het depositogarantiestelsel (DGS) mee dat als een bank failliet, de overige banken in de desbetreffende jurisdictie (*ex ante* of *ex post*) het kapitaal moeten opbrengen om de gedupeerde deposanten te vergoeden. Als een falende bank een substantiële depositobasis heeft en de overige banken in de jurisdictie er ook niet goed voorstaan, kan het DGS aldus leiden tot een dominoreactie en een dwingende reden zijn een bank niet te (willen) laten failleren. Een sprekend voorbeeld daarvan vormt de nationalisatie van SNS REAAL, waarover de Minister schreef “(...) heb ik omwille van de waarborging van de financiële stabiliteit het uiterste middel van de nationalisatie moeten inzetten, omdat SNS

---

10 Overheidskapitalisatie in de huidige crisis zal hieronder, in paragraaf 6 nader worden besproken.

11 Zie, bijv. M. Haentjens, *Financial Collateral, Law and Practice*, OUP 2020, p. 232 en Considerans (21) van de Verordening (EU) 2015/2365 van het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2015 betreffende de transparantie van effectenfinancieringstransacties en van hergebruik en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, OJ L 337.

12 Zie, bijv. Haentjens (2020), p. 112. Allicht zou Lehman Brothers om deze reden alleen reeds hebben moeten worden gered.

Bank, en daarmee SNS REAAL, anders failliet zouden zijn gegaan. De inwerkingtreding van het DGS zou een enorme kostenpost betekenen voor de overige banken”.<sup>13</sup>

Ten tweede kan een bancaire faillissement vergaande, negatieve consequenties hebben voor het dagelijks leven van klanten en overige wederpartijen van de falende bank. Banken vervullen (nog altijd) een spilfunctie in het betalingsverkeer, zodat een storing daarvan meebrengt dat klanten – in ieder geval tijdelijk – niet meer kunnen beschikken over hun geldrekening. Hoezeer dat tot sociale onrust kan leiden, liet bijvoorbeeld het faillissement van DSB Bank zien. DSB Bank was een relatief kleine bank, maar haar faillissement veroorzaakte desalniettemin grote onrust.<sup>14</sup>

Ten derde heeft het faillissement van een bank negatieve gevolgen voor de reële economie, omdat ondernemingen en consumenten dan niet meer kunnen lenen van de falende bank, hetgeen echter ook negatieve consequenties heeft voor hun financieringsmogelijkheden bij andere banken in dezelfde markt.<sup>15</sup>

De drie zojuist genoemde omstandigheden, die overheden ertoe hebben gebracht over te gaan tot kapitaalsinjecties bij noodlijdende banken, vatte de Europese wetgever kernachtig samen als redenen om een bank niet te (willen) laten failleren, althans niet volgens de regels van algemeen insolventierecht: “Liquidatie volgens een normale insolventieprocedure kan echter de financiële stabiliteit in gevaar brengen, de verrichting van kritieke functies verstoren en de bescherming van depositanten aantasten.”<sup>16</sup>

#### 4 RESOLUTIE EN BAIL-IN

De zojuist besproken, specifieke omstandigheden die maken dat het toepassen van algemeen insolventierecht op banken vaak wordt vermeden en overheidskapitalisatie aangevoerd kan zijn, lijken op eerste gezicht minder aanwezig waar het niet-financiële ondernemingen betreft. Niet-financiële ondernemingen zijn immers niet, althans veel minder intensief onderling financieel verweven, vervullen geen spilfunctie in het betalingsverkeer en financieren niet op grote schaal de reële economie. Dat betekent echter niet dat niet-

13 Brief van de Minister van Financiën van 1 februari 2013, *Kamerstukken II 2012-2013*, 33532, nr. 1.

14 Zie, bijv. *Het Parool*, “Onrust rond DSB Bank neemt toe”, 2 oktober 2009.

15 Zie bijv. S. Swensen Ellingsaeter, *Creditor Priority and Financial Stability* (diss. Oslo), 2019, p. 55.

16 Considerans (45) van de Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 82/891/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU en 2013/36/EU en de Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 648/2012, van het Europees Parlement en de Raad, PB L 173 (BRRD).

financiële ondernemingen nooit (ook) *too big to fail* kunnen zijn. Zo verantwoordde de Minister de recente kapitaalsteun van EUR 3,4 miljard aan KLM aldus: “Het kabinet acht het noodzakelijk deze steun te verlenen vanwege het belang van KLM voor het intercontinentale bestemmingsnetwerk op Schiphol. Dit netwerk is van groot belang voor de Nederlandse economie en werkgelegenheid.”<sup>17</sup>

De desastreuze gevolgen van overheidskapitalisatie van de bancaire sector hebben nationale, regionale en mondiale regelgevers in de loop van de financiële crisis van 2008 ertoe gebracht voor financiële ondernemingen een specifiek insolventieregime in te voeren. Dit regime wordt veelal resolutieregime genoemd. Volgens de Europese wetgever zou een dergelijk resolutieregime in ieder geval tot doel moeten hebben

“de continuïteit van kritieke functies te waarborgen, negatieve gevolgen voor de financiële stabiliteit te voorkomen, overheidsmiddelen te beschermen door het beroep van falende instellingen op buitengewone openbare financiële steun zoveel mogelijk te beperken, en gedekte depositanten en beleggers, alsmede gelden en activa van cliënten te beschermen”.<sup>18</sup>

Een van de uitgangspunten van het nieuwe regime is echter dat falende banken in beginsel volgens “normale insolventieprocedures”, dat wil zeggen volgens de nationale regels van algemeen insolventierecht worden geherstructureerd of vereffend.<sup>19</sup> Resolutie zou uitzondering (en geen regel) moeten zijn en overheidskapitalisatie slechts een *ultimum remedium*.<sup>20</sup> Aldus is met de resolutieregimes die sinds 2008 wereldwijd zijn opgetuigd, getracht het kapitalistisch zelfreinigend vermogen te herstellen.

Als gezegd, wordt het verstrekken van overheidskapitaal in resolutie zoveel mogelijk vermeden. Het belangrijkste mechanisme om dit te bewerkstelligen is de zogeheten *bail-in*: de afschrijving van kapitaalinstrumenten en de afschrijving of omzetting van vorderingen in aandelen van de falende bank. De *Financial Stability Board* introduceerde *bail-in* in 2011 als een van de ‘Key Attributes’ van een goed werkend resolutieregime en de Euro-

---

17 Kamerbrief van de Ministers van Financiën en Verkeer en Waterstaat, “Steunmaatregelen KLM” van 26 juni 2020. Voor een kritisch geluid: R. Squire, “U.S. airlines don’t need a bailout to stay in business”, *Washington Post*, 22 maart 2020.

18 Considerans (45) BRRD.

19 Zie, bijv. art. 32 lid 1 en 5 BRRD.

20 Zie, o.a. Considerans (49) en art. 37 lid 10 BRRD.

pese wetgever heeft deze innovatie verwerkt in de Herstel- en Afwikkelrichtlijn (BRRD) en de Resolutieverordening (SRMR).<sup>21</sup> Met *bail-in* worden verliezen afgewenteld, althans in de eerste plaats gedragen door aandeelhouders en crediteuren van de noodlijdende onderneming, en daarmee door private financiers in plaats van publieke.

*Bail-in* in de zojuist gehanteerde, ruime zin, betreft een solvabiliteitsinstrument dat de balans verkort en de verhouding tussen activa en passiva herstelt, maar geen liquiditeit verschaft, hoewel veel bancaire insolventies in de eerste plaats worden veroorzaakt door liquiditeits- en niet door solvabiliteitsproblemen. *Bail-in* (in ruime zin) kan ingevolge de BRRD (en de implementatie daarvan in Deel 3A van de Wet op het financieel toezicht, Wft) en de SRMR bovendien in twee stadia plaatsvinden. Eerst vereisen BRRD en SRMR dat ten minste 8% kapitaalinstrumenten (aandelen en bepaalde categorieën achtergestelde obligaties) worden afgeschreven (AFOMKI).<sup>22</sup> Pas als dat is gebeurd, worden bepaalde vormen van overheidskapitalisatie beschikbaar, waaronder financiering door het resolutiefonds (SRF) of het DGS. Als tot resolutie is besloten (een formeel besluit te nemen door de bevoegde resolutieautoriteit), kan nog verdere afschrijving van vorderingen en/of het omzetten daarvan in aandelen plaatsvinden (*bail-in* in strikte zin).<sup>23</sup>

De introductie van het *bail-in* mechanisme betekent overigens niet dat *bail-out* of traditionele vormen van overheidskapitalisatie niet meer mogelijk of toegestaan zijn. Ook de BRRD erkent dat *bail-out* (in de terminologie van de BRRD: overheidsinstrumenten voor stabilisatie) nog aangewezen kan zijn, maar stelt daaraan wel eisen. Zo dient eerst de reeds besproken AFOMKI te hebben plaatsgevonden.<sup>24</sup> Vervolgens is – ook op grond van de BRRD – nog directe overheidskapitalisatie mogelijk in ruil voor aandelen en achtergestelde obligaties (in de terminologie van de BRRD: het publieke-kapitaalsteuninstrument<sup>25</sup>). Daarnaast voorziet de BRRD in de mogelijkheid van (volledige) nationalisatie (in de terminologie van de BRRD: instrument voor tijdelijke overheidseigendom<sup>26</sup>). Beide instrumenten kunnen slechts tijdelijk worden toegepast. Het publieke-kapitaalsteuninstrument en instrument voor tijdelijke overheidseigendom zijn niet als zodanig in de Wft geïmplementeerd, nu die wet reeds de mogelijkheden van onteigening/nationalisatie en “onmiddellijke voorzieningen” kende in, respectievelijk, artikelen 6:2 en 6:1 Wft. Bij

---

21 Respectievelijk FSB, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* (2011, herzien in 2014), beschikbaar via [https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_111104cc.pdf](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104cc.pdf); BRRD; en Verordening (EU) Nr. 806/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 juli 2014 tot vaststelling van eenvormige regels en een eenvormige procedure voor de afwikkeling van kredietinstellingen en bepaalde beleggingsondernemingen in het kader van een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme en een gemeenschappelijk afwikkelingsfonds en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 1093/2010, Pb. L 225/1.

22 Art. 3a:21 e.v. Wft.

23 Art. 3a:44 e.v. Wft.

24 Art. 37 lid 10 BRRD.

25 Art. 57 BRRD.

26 Art. 58 BRRD.



dat laatste moet worden gedacht aan, bijvoorbeeld, dat een goedkeuringsrecht van houders van (prioriteits)aandelen ten aanzien van een besluit dat cruciaal is voor de verbetering van de toestand van de vennootschap, tijdelijk buiten werking wordt gesteld of dat een reeds genomen besluit van een van de organen van de vennootschap wordt geschorst.<sup>27</sup>

## 5 BAIL-IN IN DE PRAKTIJK

Sinds de inwerkingtreding van de BRRD (en SRMR) is het nieuwe resolutieregime met gemengd resultaat toegepast in verschillende lidstaten en op verschillende soorten banken. Met name in Italië werd overheidskapitalisatie om politieke en economische redenen vrijwel zonder uitzondering onvermijdelijk geacht. Te denken valt bijvoorbeeld aan de insolventies van Banca Monte dei Paschi di Siena, Veneto Banca en Banca Popolare di Vicenza, die alle drie overheidsgeld in reddingsoperaties ontvingen waarin geen *bail-in* werd toegepast. Een uitzondering vormt de insolventie van de Spaanse bank Banco Popular Español, waarin wel degelijk *bail-in* werd toegepast alvorens deze bank werd overgenomen door Santander.

Het schamele succes van het *bail-in* instrument kan aan verschillende omstandigheden worden toegeschreven. Ten eerste blijken het met name in Italië consumenten te zijn geweest, die op grond van onheuselijke advisering door de bank zelf zijn bewogen hun spaargeld te investeren in (achtergestelde) obligaties van de bank. Een *bail-in* zou juist deze consumenten treffen, hetgeen als (politiek) onverteerbaar resultaat wordt ervaren. Voorts worden *bail-inable* obligaties vaak gehouden door andere banken, gevestigd in dezelfde jurisdictie als de uitgevende bank. Als alle banken in die jurisdictie er slecht voorstaan, zou een *bail-in* de stabiliteit van het desbetreffende financiële systeem in gevaar kunnen brengen.<sup>28</sup>

In technische zin is *bail-in* ten aanzien van Veneto Banca en Banca Popolare di Vicenza voorkomen doordat de *Single Resolution Board* besliste dat resolutie van deze banken niet in het publiek belang zou zijn – hetgeen een van de voorwaarden is om tot resolutie te kunnen besluiten, ook al was de ECB tot de slotsom gekomen dat deze banken beide zouden “falen of waarschijnlijk falen” (hetgeen ook een van de voorwaarden is voor resolutie). Veneto Banca en Banca Popolare di Vicenza konden dientengevolge worden overgenomen door Intesa Sanpaolo, welke transactie zwaar was gesubsidieerd door de Italiaanse staat.<sup>29</sup>

<sup>27</sup> *Kamerstukken II* 2011-2012, 33059, nr. 3 (MvT), p. 67.

<sup>28</sup> Zie Lousse-Read (2020), p. 542 e.v. en aldaar genoemde literatuur.

<sup>29</sup> Zie [https://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case\\_details.cfm?proc\\_code=3\\_SA\\_45664](https://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=3_SA_45664).

In het geval van Banca Monte dei Paschi maakte de Italiaanse overheid gebruik van het instrument van “injecties die noodzakelijk zijn om kapitaaltekorten aan te zuiveren die bij de door de Europese Centrale Bank, de EBA of nationale autoriteiten verrichte nationale of Unie- of GTM-brede stresstests, doorlichtingen van de kwaliteit van activa of andere exercities zijn vastgesteld en, waar van toepassing, door de bevoegde autoriteit zijn bevestigd” (zogeheten *precautionary measures*). Het gaat hier derhalve weliswaar om “voorzorgsmaatregelen van tijdelijke aard” en “buitengewone openbare financiële steun” als gedefinieerd in de BRRD, maar deze maatregelen zijn beperkt tot het aanzuiveren van in stress-testen gesignaleerde tekorten. Dat laatste maakt dat deze vorm van overheidskapitalisatie niet wordt gezien als overheidskapitalisatie die anders wel degelijk zou betekenen dat de desbetreffende instelling wordt “geacht te falen of waarschijnlijk te zullen falen” (en ten gevolge van welke kwalificatie resolutiemaatregelen kunnen worden genomen).

Om het instrument van *bail-in* te versterken heeft de Europese wetgever recentelijk een nieuw pakket gedetailleerde regelgeving aangenomen dat banken ertoe dwingt een substantiële hoeveelheid kapitaalinstrumenten uit te geven die onderworpen kunnen worden aan *bail-in* (het zogeheten *minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL).<sup>30</sup> Deze regels, die zullen gelden per 28 december 2020 en in samenhang met artikel 108 BRRD moeten worden gelezen, bepalen aldus de rangorde van crediteuren van een bank. Kort gezegd komt deze volgorde erop neer dat mogelijke verliezen met name zullen moeten worden gedragen door achtergestelde crediteuren. Het wordt echter betwijfeld of deze buitengewoon complexe regelgeving zal werken. Nog los van het reeds genoemde, politieke bezwaar om obligaties af te schrijven die ten onrechte zijn verkocht aan particuliere klanten, is het niet geheel zeker of voor de nieuw uit te geven *bail-inable* instrumenten voldoende markt is, en of een afschrijving daarvan niet een domino-effect heeft op de financiële sector als geheel en daarmee de stabiliteit in gevaar brengt.<sup>31</sup>

## 6 WAT BETEKENT DIT ALLES VOOR DE HUIDIGE CRISIS?

Reeds in april van dit jaar werd de huidige, door de coronapandemie veroorzaakte crisis als zwaarste economische crisis sinds de Grote Depressie beschouwd.<sup>32</sup> Ook nu weer is duidelijk geworden dat de insolventie van bepaalde ondernemingen een zodanig groot risico meebrengt voor de financiële stabiliteit, dat dit zou moeten worden voorkomen. Anders dan de financiële crisis van 2008, is de crisis ditmaal echter dermate systematisch dat economen en beleidsmakers het erover eens zijn dat de insolventie van ondernemin-

30 Zie arts. 45 BRRD en 12-12k SRMR.

31 Zie Swensen Ellingsaeter (2019), p. 282 e.v.

32 Zie, bijv. C. Giles, “Global economy set for sharpest reversal since Great Depression”, *FT*, 3 april 2020.

gen over de volle breedte van de economie zou moeten worden voorkomen.<sup>33</sup> Door onder meer afname in productie, afname van belastinginkomsten en waardevernietiging trekken grootschalige insolventies en werkeloosheid namelijk een dermate grote wissel op het economisch bestel dat verschillende overheidsmaatregelen zijn genomen en nog zullen moeten worden genomen om dit te voorkomen, althans te beperken.

In Nederland kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de regeling Garantie Ondernemingsfinanciering (uitgebreid in de zogeheten GO-C regeling<sup>34</sup>), op grond waarvan leningen aan midden- en grootbedrijf (deels) door de Staat worden gegarandeerd, en de Borgstelling MKB Kredieten, op grond waarvan de Staat borg staat voor kredieten aan midden- en kleinbedrijf. Dergelijke macro-economische maatregelen hebben ook op microniveau ingrijpende gevolgen. Deze maatregelen verlagen de bestaande schuldenlast namelijk niet, maar faciliteren het aangaan – tegen gunstige voorwaarden – van nieuwe schulden. Zoals hierboven, in paragraaf 1 reeds beschreven, kan worden afgevraagd of het faciliteren van nieuwe schulden de huidige crisis adequaat adresseert.

Voor het Verenigd Koninkrijk is bijvoorbeeld voorspeld dat door de overheid gegarandeerde “COVID-19 leningen” al in maart 2021 voor een bedrag van GBP 32-36 miljard niet meer zullen kunnen worden terugbetaald.<sup>35</sup> Dat betekent enerzijds waarschijnlijk dat alsdan een groot aantal ondernemingen alsnog zal failleren met alle waardevernietiging van dien. Onwaarschijnlijk is immers dat een marktconforme verkoop op dat moment van systeemcrisis nog mogelijk is. Anderzijds zullen alsdan de door de overheid verstrekte garanties worden ingeroepen en zullen de door de overheid zelf verstrekte leningen moeten worden kwijtgescholden om faillissementen te voorkomen. Dit komt neer op een *bail-out* met alle hierboven, in paragrafen 2 en 3 reeds besproken nadelen: negatieve druk op de overheidsbegroting, *moral hazard* en de creatie van welvaartremmende zombiebedrijven. In ieder geval kan worden geconcludeerd dat het faciliteren van nieuwe schulden niet het probleem ten gronde oplost maar dat slechts uitstelt.

Zou *bail-in*, het hierboven beschreven instrument dat in de financiële crisis van 2008 als oplossing is gepresenteerd, soelaas kunnen bieden in de huidige crisis? Of zijn nog andere alternatieven beschikbaar? Om die vragen te kunnen beantwoorden, is het nodig nader te beschouwen waaruit de huidige financiële problemen voortvloeien. Vastgesteld moet worden dat in de huidige crisis (en anders dan in de financiële crisis van 2008) voor veel ondernemingen de financiële problemen worden veroorzaakt doordat kosten tijdens

---

33 Zie bijv. M. Draghi, “We must mobilise as if for war”, *FT*, 27 maart 2020.

34 Zie uitgebreid het preadvies van B.P.C. van Weert, *Financiële ondersteuning door de GO-C-garantie*.

35 K. van Zwieten, H. Eidenmüller en O. Sussman, “Bail-outs and Bail-ins are better than Bankruptcy: A Comparative Assessment of Public Policy Responses to COVID-19 Distress”, *ECGI Law Working Paper N° 535/2020* (beschikbaar via [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3669541](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3669541)), p. 29.

*lockdowns* doorlopen, waar de inkomsten achterblijven. Die doorlopende kosten kunnen financiële kosten zijn, zoals renteverplichtingen die uit bestaande leningen voortvloeien, maar ook arbeidskosten, huurtermijnen en dergelijke.<sup>36</sup> Deze constatering is belangrijk, omdat zij onmiddellijk duidelijk maakt dat insolventie geen adequate oplossing is voor deze ondernemingen. Nog los van het hierboven genoemde macro-economische perspectief dat systeem-brede insolventies op dit moment een te grote wissel op het economisch bestel zouden trekken, vervult insolventie hier namelijk niet haar kapitalistische functie, te weten: het doen verlaten van de markt van niet-levensvatbare ondernemingen. Een heel aantal ondernemingen zal immers wel degelijk levensvatbaar zijn, zij het niet opgewassen of voldoende voorbereid op een crisis die niet voorspelbaar was.

Mits ondernemingen ook na de coronapandemie levensvatbaar zijn, zouden zij de coronapandemie dus moeten kunnen overleven. Hoe zou moeten worden bepaald welke ondernemingen (ook na de pandemie) levensvatbaar zijn en welke niet, is derhalve een essentiële vraag die het bestek van dit preadvies echter te buiten gaat.<sup>37</sup> Hoe dan ook kan, afgezien van het reeds besproken – en negatief beoordeelde – middel van het faciliteren van nieuwe leningen, als overlevingsstrategie aan ten minste drie andere middelen worden gedacht: 1) herstructurering; 2) *bail-out* waarbij de overheid de aandelen in noodlijdende ondernemingen geheel overneemt (nationalisatie). Ook is denkbaar dat de overheid schulden direct betaalt of overneemt. Voorstelbaar is bijvoorbeeld dat de overheid arbeidskosten van personeel overneemt; en 3) *bail-in* waarbij schulden worden afgeschreven of uitgesteld, en mogelijk worden omgezet in aandelen.

Herstructurering heeft als groot nadeel dat het een intensief proces is dat vaak langdurige onderhandelingen met crediteuren vereist. Dit proces heeft zowel hoge directe kosten (te weten: tijd die niet kan worden besteed aan de onderneming zelf, etc.), als hoge indirecte kosten, nu mag worden aangenomen dat het vertrouwen van crediteuren in deze ondernemingen zal zijn afgenomen. Dat zal uiteindelijk tot hogere financieringskosten leiden. Bovendien is herstructurering met name geschikt waar het financiële kosten betreft en minder voor arbeidskosten en dergelijke.<sup>38</sup> Herstructurering zal derhalve geschikter zijn voor grote ondernemingen met complexer financieringsmodellen dan voor het midden- en kleinbedrijf. Anderzijds is echter denkbaar dat rechtspraak en praktijk een gestandaardiseerd onderhands akkoord ontwikkelt, dat de zojuist besproken bezwaren deels wegneemt.

---

<sup>36</sup> Zie, bijv., Van Zwieten et al. (2020).

<sup>37</sup> Als anekdotische adstructie kan in herinnering worden gebracht dat het steunpakket voor KLM voorwaarden kent die de *sustainability* van de onderneming zouden moeten bevorderen. Zie persbericht Rijksoverheid van 3 november 2020: <https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2020/11/03/kabinet-stemt-in-met-herstructureringsplan-klm>.

<sup>38</sup> Van Zwieten et al. (2020), p. 26.

*Bail-out* heeft de reeds besproken nadelen, te weten: negatieve druk op de overheidsbegroting, *moral hazard* en de creatie van welvaartremmende zombiebedrijven. Met name het eerste nadeel kan een prohibitief nadeel zijn in een systeemcrisis waarin belastinginkomsten afnemen. Nationalisatie op grote schaal lijkt derhalve onverstandig, maar zal in individuele gevallen, dat wil zeggen waar ondernemingen *too big to fail* lijken, wellicht onvermijdelijk zijn. Ten aanzien van het midden- en kleinbedrijf lijkt een betere beleidskeuze te zijn dat de overheid schulden direct betaalt of overneemt, en dit middel wordt thans ook gedeeltelijk gehanteerd. Voorstelbaar is bijvoorbeeld dat de overheid arbeidskosten van personeel overneemt of voorziet in de financiering van hun omscholing.<sup>39</sup> Ook deze oplossing drukt echter op de begroting, levert wellicht *moral hazard* op en kan tot zombiebedrijven leiden. Bovendien zal de selectie van (categorieën) schulden die de overheid betaalt of overneemt economisch en politiek uiterst netelig zijn.

Zoals hierboven, in paragraaf 5 beschreven, heeft de praktijk inmiddels geleerd dat ook *bail-in* geen wondermiddel is. De reeds beschreven nadelen van *bail-in* komen kort gezegd erop neer dat de schulden die worden afgeschreven of uitgesteld crediteuren kunnen treffen die om politieke of economische redenen niet zouden moeten worden getroffen. Voorts kan de afschrijving of uitstel van schulden een domino-effect veroorzaken dat de financiële stabiliteit in gevaar brengt. Beide nadelen gelden onverkort in de huidige crisis. Ten eerste is het politiek waarschijnlijk onverteerbaar dat, bijvoorbeeld, werknemers onderwerp worden gemaakt van *bail-in*. Deze groep crediteuren zou uiteraard kunnen worden uitgesloten van *bail-in*, maar ook hier zal de selectie van (categorieën) crediteuren die wel en niet worden uitgesloten economisch en politiek uiterst netelig zijn.

Ten tweede is niet onwaarschijnlijk dat ook in de huidige crisis *bail-in* een domino-effect kan veroorzaken dat de financiële stabiliteit in gevaar brengt. Ingeval van financieringskosten, bijvoorbeeld, zal het veelal een bank zijn die de *bail-in* zal moeten ondergaan. De bancaire sector is thans weliswaar (veel) beter gekapitaliseerd dan in 2008 en heeft voorts nog de coronacrisis kunnen doorstaan, maar het is goed voorstelbaar dat een grootschalige afschrijving zal leiden tot een volgende financiële crisis.<sup>40</sup> Het is met andere woorden de vraag hoeveel *non-performing loans* de bancaire sector nog kan dragen zonder zelf ook in de financiële problemen te raken, met alle negatieve gevolgen van dien.<sup>41</sup>

---

39 Zie bijv. "Cultuurminister probeert te redden wat er te redden valt", *Leidsch Dagblad* 24 november 2020.

40 Zie bijv., reeds J. Plender, "The seeds of the next debt crisis", *FT*, 4 maart 2020.

41 Zo voorspelt Andrea Enria, het hoofd banktoezicht van de ECB dat de portefeuille *non-performing loans* van banken in de eurozone in een donker (maar realistisch) scenario zal kunnen oplopen tot EUR 1,4 biljoen, ruim meer dan tijdens de crises van 2008 en 2011: A. Enria, "ECB: the EU needs a regional 'bad bank'", *FT*, 26 oktober 2020.

Ten slotte vergt *bail-in* een wettelijke basis die zal moeten worden gecreëerd, waarschijnlijk op nationaal niveau. Aangenomen kan immers worden dat een dergelijke wettelijke basis niet snel op Europees of wereldwijd niveau tot stand zal komen. Van een nationale *bail-in* regeling – en anders dan van *bail-out* – is echter niet zeker dat zij zonder meer zal kunnen worden toegepast als de crediteuren of hun vermogensbestanddelen zich in het buitenland bevinden.<sup>42</sup> Tegen tenuitvoerlegging van een *bail-in* kan de buitenlandse crediteur immers waarschijnlijk opkomen bij de rechter in de eigen jurisdictie, die vervolgens genegen moet zijn de Nederlandse *bail-in* te erkennen.<sup>43</sup> Bovendien zal een overheidsorgaan of bewindspersoon de bevoegdheid moeten krijgen te bepalen welke categorieën schulden worden afgeschreven of uitgesteld. Een dergelijke afschrijving zou kunnen worden gecombineerd – in nauwkeurig te omschrijven gevallen – met een (gedeeltelijke) omzetting van die schulden in aandelen in het kapitaal van de desbetreffende debiteur.

## 7 CONCLUSIES

Het kapitalistisch marktmodel brengt mee dat niet-levensvatbare ondernemingen de markt moeten verlaten door vereffening. In crises zoals de financiële crisis van 2008 en de huidige coronacrisis blijkt dit model echter niet onverkort toepasbaar. Ten eerste omdat ondernemingen *too big to fail* kunnen zijn en ten tweede omdat massale insolventies in een systeemcrisis een te grote wissel op het economisch bestel trekken. Een alternatieve oplossing dient zich echter niet onmiddellijk aan. Besproken mogelijke oplossingen zijn het faciliteren van nieuwe leningen, herstructurering, *bail-out* en *bail-in*. De laatste twee instrumenten lijken in de huidige crisis het meest geschikt, maar kennen elk hun eigen nadelen. *Bail-out* wordt bekostigd door de belastingbetaler, *bail-in* door crediteuren. Als *bail-in* leidt tot een systeemcrisis zijn het echter alsnog de belastingbetalers die de kosten dragen. In ieder geval zal moeten worden erkend dat bepaalde ondernemingen (nog steeds) *too big to fail* zijn en daarom in aanmerking moeten komen voor overheidskapitalisatie. Uiteindelijk komt alles neer op een rechtvaardige distributie (niet van kapitaal, maar) van kosten.

---

42 Anders: Van Zwieten et al. (2020), p. 28.

43 Zie over de erkenning en tenuitvoerlegging van *bail-in* in de bancaire sector uitgebreid S. Guo, *Recognition of foreign bank resolution actions* (diss. Leiden), 2020.