

B.18.2. Het beginsel van gelijkheid en niet-discriminatie sluit niet uit dat een verschil in behandeling wordt ingevoerd tussen categorieën van personen, op voorwaarde dat dat verschil berust op een objectief criterium en redelijk verantwoord is. Hetzelfde beginsel verzet zich bovendien ertegen dat categorieën van personen die zich ten aanzien van de aangevochten maatregel in wezenlijk verschillende situaties bevinden, op identieke wijze worden behandeld zonder dat hiervoor een redelijke verantwoording bestaat.

Het onderzoek van de verenigbaarheid van een wetsbepaling met dat beginsel veronderstelt met name dat de twee categorieën van personen die het voorwerp van een verschillende of identieke behandeling uitmaken, nauwkeurig worden geïdentificeerd.

B.18.3. De formulering van de prejudiciële vraag maakt het mogelijk twee categorieën van schuldeisers in de opschorting te identificeren: enerzijds, diegenen die aandeelhouder zijn van de schuldenaar die een plan van gerechtelijke reorganisatie uitwerkt, en met die laatstgenoemde een leningsovereenkomst hebben gesloten die gepaard gaat met een algemeen pand dat alle schuldvorderingen van die schuldenaar betreft en, anderzijds, alle titularissen van een gewone schuldvordering in de opschorting.

B.19.1. In de regel komt het rechtscollege dat het Hof een vraag stelt, toe te beoordelen of het antwoord op een prejudiciële vraag nuttig is om het voorgelegde geschil te beslechten.

Enkel wanneer het antwoord klaarblijkelijk niet nuttig is om het geschil te beslechten, kan het Hof beslissen dat de prejudiciële vraag geen antwoord behoeft.

B.19.2. Noch uit de motieven van de verwijzingsbeslissing of het dossier dat het verwijzende rechtscollege aan het Hof heeft meegedeeld, noch uit enig ander procedurestuk blijkt dat een aandeelhouder van de onderneming die het voorwerp

uitmaakt van het plan van gerechtelijke reorganisatie dat aan de homologatie van dat rechtscollege is voorgelegd, titularis is van een schuldvordering waarvan de betaling wordt gewaarborgd door een pand.

Uit die documenten blijkt evenmin dat dat plan voorziet in een vermindering van 85% van alle gewone schuldvorderingen in de opschorting.

B.19.3. Het onderzoek van de grondwettigheid van de situatie van de twee in B.18.3. omschreven categorieën van personen is derhalve kennelijk niet nuttig om het geschil te beslechten dat voor het verwijzende rechtscollege hangende is.

De tweede prejudiciële vraag behoeft geen antwoord.

Ten aanzien van de derde prejudiciële vraag

B.20. In de derde prejudiciële vraag wordt het Hof verzocht zich uit te spreken over de bestaanbaarheid van artikel 55, § 3 van de wet van 31 januari 2009 met de artikelen 10 en 11 van de Grondwet.

B.21. Zoals vermeld in B.18.2., veronderstelt het onderzoek van de bestaanbaarheid van een wetsbepaling met het beginsel van gelijkheid en niet-discriminatie met name de nauwkeurige identificatie van twee categorieën van personen die het voorwerp van een verschillende of identieke behandeling uitmaken.

B.22. De bewoordingen van de derde prejudiciële vraag geven niet aan of het Hof wordt verzocht zich uit te spreken over de grondwettigheid van een verschil in behandeling dan wel over die van een identieke behandeling.

Daarin worden evenmin de beoogde categorieën van personen aangegeven.

B.23. De derde prejudiciële vraag behoeft geen antwoord.

Noot

All creditors are equal, but some creditors are more equal than others

Frederik De Leo¹

I. INLEIDING

1. *Feiten van de bodemzaak* – De aanleiding van het geannoteerde arrest was een verzoek tot homologatie van een reorganisatieplan van de CVBA GT Holding, goedgekeurd door de vereiste meerderheid van schuldeisers, aan de Franstalige rechtbank van koophandel te Brussel. Het reor-

ganisatieplan voorzag in een uitbetaling van 20% (aan de openbare schuldeisers en werknemers die houder zijn van niet-salariële schuldvorderingen) dan wel 15% (aan de leveranciers) van de gewone schuldvorderingen in de opschorting. De BVBA Synapsys kreeg als buitengewone schuld-

¹ Doctoraatsbursaal, Instituut voor Handels- en Insolventierecht, KULeuven. Dank aan Matthias E. Storme en Arie Van Hoe voor hun waardevolle opmerkingen op eerdere versies van deze bijdrage.

eiser in de opschorting de volledige terugbetaling van haar schuldvordering. De BVBA Synapsys had immers enkele maanden eerder een pand op alle bestaande en toekomstige schuldvorderingen verkregen van de CVBA GT Holding, in ruil voor een lening die BVBA Synapsys aan CVBA GT Holding had verstrekt. Tot hertoe zijn de feiten van de bodemzaak relatief eenvoudig. De rechtbank stelt echter vast dat de BVBA Synapsys de managementvennootschap is of is geweest van een natuurlijke persoon (X.) die de bestuurder en voornaamste vennoot van de CVBA GT Holding is of is geweest. De rechtbank gaat verder en stelt dat voornoemde positie van natuurlijke persoon X. het mogelijk heeft gemaakt dat het plan in de integrale terugbetaling van die persoon, via zijn vennootschap, voorziet. X. had immers de controle over BVBA Synapsys, die de lening had toegestaan, en CVBA GT Holding, die het algemene pand had verstrekt. Bijgevolg was de schuldvordering van BVBA Synapsys op CVBA GT Holding door het loutere toedoen van X. een buitengewone schuldvordering in de opschorting, ook al waren er op de dag van de opening van de gerechtelijke reorganisatie geen schuldvorderingen (als onderpand) aanwezig in het vermogen van CVBA GT Holding. De strijdigheid met het rechtvaardigheidsgevoel van de rechter zorgde ervoor dat de rechtbank ambtshalve drie prejudiciële vragen stelde aan het Grondwettelijk Hof².

2. Prejudiciële vragen – Het Grondwettelijk Hof werd geconfronteerd met de vraag of het gelijkheidsbeginsel geschonden is in zoverre:

- (i) aan de schuldeiser die in zijn overeenkomst zelf een beding heeft ingevoegd dat een mechanisme instelt dat kan worden gelijkgesteld met een pand en/of een voorrecht, zoals een beding van (bestaande en toekomstige) algemene inpandgeving van de schuldvorderingen van zijn schuldenaar te zijnen gunste of een beding van eigendomsvoorbehoud, in een gerechtelijk reorganisatieplan bij collectief akkoord gestemd met dubbele meerderheid van de schuldeisers zoals bepaald in artikel 54 van de wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen³ (hierna: WCO), geen enkele schuld-

vermindering, noch een aanzuiveringsplan van meer dan 24 maanden kan worden opgelegd, terwijl de grondslag van dat beding per hypothese of in het algemeen niet overeenstemt met enig actief in het vermogen van de onderneming in gerechtelijke reorganisatie, en de andere schuldeisers, die niet eraan hebben gedacht een dergelijk beding in hun overeenkomst in te voegen, een vermindering van hun schuldvordering tot hoogstens 85% kunnen krijgen;

- (ii) de WCO een homologatie lijkt toe te staan van een gerechtelijk reorganisatieplan bij collectief akkoord waarbij wordt voorzien in, enerzijds, de terugbetaling van de integrale schuldvordering van de schuldeiser in de opschorting die eveneens de hoedanigheid heeft van aandeelhouder van de onderneming in gerechtelijke reorganisatie, door het loutere feit dat de schuldvordering van die laatste haar grondslag vindt in een leningsovereenkomst die een beding van algemene inpandgeving van de schuldvorderingen bevat en, anderzijds, een vermindering van 85% van alle gewone schuldvorderingen in de opschorting;
- (iii) de controle van de feitenrechter wordt beperkt tot het nagaan van de inachtneming van de vormvereisten die zijn opgelegd bij de wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen en van de naleving van de openbare orde, zonder de naleving van de fundamentele beginselen van de belangenafweging te kunnen controleren, waardoor misschien, zonder objectieve, relevante en evenredige verantwoording, een daadwerkelijke jurisdictionele bescherming wordt ontzegd aan de weliswaar gewettigde privébelangen van sommige schuldeisers.

Hoewel het Hof enkel een antwoord heeft geformuleerd op de eerste prejudiciële vraag, beperken we ons in deze bijdrage niet tot een louter juridische analyse van het antwoord op deze vraag. Zowel het antwoord op de eerste vraag als de onderliggende problematiek bij de tweede en derde vraag worden op een juridische wijze, doch met oog voor de economische realiteit (lees: rechtseconomisch) geanalyseerd.

II. JURIDISCHE REDENERING EN ECONOMISCHE REALITEIT

3. (Buiten)gewone schuldvorderingen in de opschorting – Bij de beantwoording van de eerste prejudiciële vraag herhaalt het Hof vooreerst het onderscheid tussen gewone en buitengewone schuldvorderingen in de opschorting. Buitengewone schuldvorderingen in de opschorting zijn schuldvorderingen in de opschorting die gewaarborgd zijn door een

bijzonder voorrecht of een hypotheek en schuldvorderingen van de schuldeisers-eigenaars⁴. De schuldvorderingen in de opschorting die niet voldoen aan die definitie zijn gewone schuldvorderingen in de opschorting⁵. Een pandhouder beschikt over een bijzonder voorrecht en is bijgevolg een buitengewone schuldeiser in de opschorting⁶.

² Zie verder over dit arrest H. SWENNEN, “Grondwettelijk Hof, arrest nr. 124/2016 van 6 oktober 2016: ‘hier niet meer (daarover) komen zeuren’”, *In foro* 2016, 53, 4-9; C. CLAEYS, “Begrip ‘buitengewone schuldvordering’”, noot onder GwH 6 oktober 2016, *NJW* 2017, 70-71.

³ Wet van 31 januari 2009 betreffende de continuïteit van de ondernemingen (*BS* 9 februari 2009, p. 8.436) (hierna: WCO).

⁴ Art. 2, d) WCO.

⁵ Art. 2, e) WCO.

⁶ Zie ook C. CLAEYS, “Begrip ‘buitengewone schuldvordering’”, noot onder GwH 6 oktober 2016, *NJW* 2017, 70-71.

De eerste prejudiciële vraag, die uitdrukkelijk melding maakt van het ontbreken van enig onderpand, dient gelezen te worden vanuit de bestaande onenigheid in de rechtsleer over de vraag of een schuldvordering in de opschorting, gewaarborgd door een zakelijke zekerheid, in zijn geheel dan wel slechts ten belope van de waarde van het zekerheidsrecht als een buitengewone schuldvordering in de opschorting moet worden beschouwd. Op het ogenblik van de uitspraak bestonden er in de doctrine een drietal strekkingen⁷.

Volgens een *eerste* strekking dient een schuldvordering, gewaarborgd door een zakelijke zekerheid, integraal als buitengewoon gekwalificeerd te worden. De waarde van de zakelijke zekerheid is m.a.w. irrelevant voor de kwalificatie als buitengewone schuldvordering in de opschorting⁸. Het voordeel van die strekking is zonder meer de praktische eenvoud. Men dient immers niet de waarde van de zekerheid te bepalen of het stemrecht op te splitsen. Het nadeel is dat economisch sterkere schuldeisers in hun algemene voorwaarden een algemene pandclausule kunnen opnemen, zodat hun schuldvorderingen steeds als buitengewone schuldvorderingen in de opschorting gekwalificeerd worden. Daardoor wordt het bijzonder moeilijk voor de schuldenaar om een haalbaar collectief reorganisatieplan voor te stellen: men kan schuldeisers immers niet dwingen om een vermindering van hun buitengewone schuldvordering in de opschorting te aanvaarden (i.t.t. bij gewone schuldvorderingen in de opschorting)⁹.

Een *tweede* strekking deelt de mening dat een schuldvordering, gewaarborgd door een zakelijke zekerheid, slechts buitengewoon is ten belope van de realisatiewaarde van het onderpand. Het overige gedeelte is een gewone schuldvordering in de opschorting¹⁰. Door rekening te houden met de realisatiewaarde van het onderpand komt men tegemoet aan het nadeel van de eerste strekking. Een vermindering van het

aantal mogelijke buitengewone schuldvorderingen in de opschorting betekent immers meer bewegingsruimte voor de schuldenaar bij het opstellen van het reorganisatieplan. Het voordeel van de eerste strekking gaat bij de tweede strekking echter verloren: het is immers niet eenvoudig voor de schuldenaar om de fictieve realisatiewaarde van het onderpand, en dus het bedrag en de aard van de verschillende schuldvorderingen, te bepalen¹¹.

Een *derde* strekking stelt dat een schuldvordering slechts buitengewoon is ten belope van het bedrag waarvoor de zekerheid werd aangegaan. De schuldvordering is m.a.w. slechts buitengewoon ten belope van het bedrag waarvoor op de dag van de opening van een gerechtelijke reorganisatie een inschrijving of registratie werd genomen¹². Bij deze strekking is het aantal mogelijke buitengewone schuldvorderingen lager dan bij de eerste strekking: zij worden immers niet integraal als buitengewone schuldvordering in de opschorting gekwalificeerd. Daarentegen is de toepassing van deze strekking gevoeliger voor misbruik dan die van de tweede strekking. Een schuldeiser kan immers zelf vooraf de registratiewaarde bepalen (en dus zeer hoog leggen), in tegenstelling tot de fictieve realisatiewaarde. Bijgevolg situeert de haalbaarheid van het reorganisatieplan zich tussen de eerste en de tweede strekking. Het argument van de praktische eenvoud is een gelijkaardig lot beschoren. Enerzijds is het voor de schuldenaar gemakkelijker om de inschrijvingswaarde te gebruiken dan de fictieve realisatiewaarde. Anderzijds wordt niet bij elk zakelijk zekerheidsrecht een inschrijvingswaarde bepaald (denk daarbij aan het vuistpand)¹³.

Eerdere rechtspraak lijkt zich uit te spreken ten voordele van de eerste strekking, die bepaalt dat de onderliggende waarde van het zekerheidsrecht geen invloed heeft op de kwalificatie als buitengewone schuldvordering in de

⁷ Het lijkt er echter op dat die onenigheid zal verdwijnen zodra de nieuwe insolventiewetgeving in werking treedt. Zo luidt art. I.22, 14° nieuw Wetboek van economisch recht (hierna: nieuw WER) als volgt: “[...] de schuldvordering is slechts buitengewoon ten belope van het bedrag waarvoor, op de dag van de opening van een procedure van gerechtelijke reorganisatie, een inschrijving of registratie is genomen, of wanneer geen inschrijving of registratie is genomen, ten belope van de realisatiewaarde in going concern van het goed of indien het onderpand betrekking heeft op specifieke verpande schuldvorderingen, de boekhoudkundige waarde [...]”. De definitieve tekst van het nieuwe WER was op het ogenblik van het stellen van de prejudiciële vraag alsook op het ogenblik van de geannoteerde uitspraak nog niet bekend. Vandaag is de tekst echter gepubliceerd in het *Belgisch Staatsblad*. Zie Wet houdende invoeging van het Boek XX “Insolventie van ondernemingen”, in het Wetboek van economisch recht, en houdende invoeging van de definities eigen aan Boek XX en van de rechtshandhabingsbepalingen eigen aan Boek XX in het Boek I van het Wetboek van economisch recht, *BS* 11 september 2017, p. 83.100.

⁸ P. FRANÇOIS, “De wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen. Over euforie en relativisme. De ervaringen van de bank als schuldeiser”, *BFR* 2011, (170) 184-185; P. FRANÇOIS, “De aanpassing van de wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen: geen wijzigingen aan de fundamentele, maar wel enkele fundamentele wijzigingen”, *BFR* 2013, (243) 245-247.

⁹ M. VANMEENEN, “In de ban van de continuïteit”, *TBH* 2015, (487) 510; J. VAN BEERS, “De buitengewone schuldeiser in de WCO: (on)bepaalde voorkeursbehandeling?”, noot onder Cass. 12 februari 2015, *DAOR* 2016, (64) 66-67.

¹⁰ C. ALTER en Z. PLETINCKX, “Droit bancaire et continuité des entreprises” in A. ZENNER en M. DAL (eds.), *Actualité de la continuité, continuité de l’actualité*, Brussel, Larcier, 2012, (359) 368-369; Z. PLETINCKX, “L’incidence de la valeur de la réalisation de l’assiette du privilège spécial ou de l’hypothèque sur le caractère extraordinaire d’une créance sursitaire”, noot onder Cass. 12 februari 2015, *JT* 2015, 504.

¹¹ J. VAN BEERS, “De buitengewone schuldeiser in de WCO: (on)bepaalde voorkeursbehandeling?”, noot onder Cass. 12 februari 2015, *DAOR* 2016, (64) 68-69.

¹² C.A. LEUNEN en M. LAMBERTY, “Un autre regard sur le sort des intérêts et la qualité de créance sursitaire extraordinaire” in A. ZENNER en M. DAL (eds.), *Actualité de la continuité, continuité de l’actualité*, Brussel, Larcier, 2012, (395) 402-404; C.A. LEUNEN, “Wat is de waarde van een buitengewone schuldvordering in de opschorting”, noot onder Cass. 12 februari 2015, *TBH* 2016, (215) 215-219.

¹³ C.A. LEUNEN en M. LAMBERTY, “Un autre regard sur le sort des intérêts et la qualité de créance sursitaire extraordinaire” in A. ZENNER en M. DAL (eds.), *Actualité de la continuité, continuité de l’actualité*, Brussel, Larcier, 2012, (395) 403; J. VAN BEERS, “De buitengewone schuldeiser in de WCO: (on)bepaalde voorkeursbehandeling?”, noot onder Cass. 12 februari 2015, *DAOR* 2016, (64) 69.

opschorting¹⁴. De verwijzende rechter vraagt in wezen of de toepassing van die eerste strekking, die in de rechtspraak lijkt te heersen, in strijd is met het gelijkheidsbeginsel.

4. *Een gerechtvaardigd niet kennelijk onredelijk verschil in behandeling* – Het Hof stelt vervolgens een verschil in behandeling vast tussen de gewone schuldeisers in de opschorting en de buitengewone schuldeisers in de opschorting. Het reorganisatieplan kan immers in principe voor iedere gewone schuldeiser in de opschorting een voorstel tot betaling bevatten dat is beperkt tot 15% van het bedrag van zijn schuldvordering¹⁵, terwijl dat plan een dergelijk voorstel voor de buitengewone schuldeisers in de opschorting niet kan bevatten zonder de voorafgaande toestemming van laatstgenoemden¹⁶.

De bescherming van de buitengewone schuldeisers in de opschorting die voortvloeit uit artikel 50, derde lid WCO beantwoordt aan de zorg om de rechten van de buitengewone schuldeisers in de opschorting niet “aan te tasten”, teneinde de “kostprijs van het krediet” niet indirect ongunstig te beïnvloeden¹⁷.

Het Hof kan de beleidskeuze die de wetgever het meest gunstig acht voor het algemeen belang, enkel afkeuren indien ze kennelijk onredelijk zou zijn of op kennelijk onevenredige wijze afbreuk zou doen aan de belangen van een categorie van personen. Het Hof besluit echter dat het verschil in behandeling tussen de gewone en buitengewone schuldeisers dat voortvloeit uit artikel 50, derde lid WCO niet kennelijk onredelijk is en geen kennelijk onevenredige aantasting inhoudt van de belangen van de gewone schuldeisers in de opschorting die zijn gebonden door een reorganisatieplan. *All creditors are equal, but some creditors are more equal than others*¹⁸.

In wat volgt, zullen we de verschillende juridische argumenten, die het Hof aanhaalt om bovenstaand antwoord te motiveren, toetsen aan de economische realiteit.

5. *Argument 1 (B.15.2.)* – Het pand, dat aan de schuldeiser het statuut van buitengewone schuldeiser in de opschorting en bijgevolg het voordeel dat voortvloeit uit

artikel 50, derde lid WCO toekent, is een overeenkomst die elke schuldeiser vrij kan voorstellen aan zijn schuldenaar teneinde de betaling van de schuld van die laatstgenoemde te waarborgen.

Het staat buiten kijf dat dit argument, in combinatie met het argument van contractsvrijheid, klopt voor gesofisticeerde schuldeisers met onderhandelingsmacht. Indien een schuldeiser met een onderneming contracteert, staat het hem vrij – althans indien de schuldenaar hierin toestemt – om zijn of haar schuldvordering op de onderneming te waarborgen middels een bijkomend zakelijk zekerheidsrecht, zoals een pand. Een pand is immers een zekerheidsovereenkomst (weliswaar met zakelijke werking) tussen een aantal partijen¹⁹. Indien de schuldenaar geen (sterke) zekerheid zou willen verstrekken, zou de schuldeiser als *ultimum remedium* kunnen kiezen voor de meest sterke zekerheid, namelijk om helemaal niet te contracteren met de natuurlijke- of rechtspersoon²⁰. Indien de schuldeiser bij ontstentenis van het bekomen van een zakelijke zekerheid toch zou contracteren met de natuurlijke of rechtspersoon, zou men kunnen stellen dat de schuldeiser *ex ante* heeft ingestemd met het risico op inperking van zijn verhaalsrechten tijdens een reorganisatiedan wel liquidatieprocedure.

Dit argument gaat echter volledig voorbij aan de economische werkelijkheid. Niet elke schuldeiser is even gesofisticeerd en niet elke schuldeiser heeft evenveel onderhandelingsmacht. *Non-adjusting creditors* zijn onvrijwillige schuldeisers dan wel economisch zwakkere schuldeisers die geen of zeer weinig onderhandelingsmacht hebben om de contractsbepalingen met hun schuldenaar te optimaliseren²¹. Bijgevolg bevinden zij zich doorgaans niet in de positie om hun schuldvorderingen te waarborgen met zekerheden. In het bijzonder kan men denken aan de fiscus, de RSZ en schadelijders uit een onrechtmatige daad als onvrijwillige schuldeisers. Daarnaast heeft een kleine leverancier die afhankelijk is van de afname van een onderneming niet dezelfde onderhandelingsmacht als een grootbank die aan dezelfde onderneming krediet verstrekt²². De argumentatie van het Hof overtuigt dus niet²³.

In tegendeel. Indien alle economisch sterkere (*i.e. adjusting*)

¹⁴ Cass. 12 februari 2015, C.14.0331.F, *Arr.Cass.* 2015, afl. 2, 376, *Pas.* 2015, afl. 2, 345, *DAOR* 2016, afl. 118, 60, noot J. VAN BEERS, *JT* 2015, afl. 6609, 501, noot Z. PLETINCKX, *JLMB* 2015, afl. 30, 1421, *TBH* 2016, afl. 3, 210, noot C.A. LEUNEN; Kh. Antwerpen 30 november 2011, *DAOR* 2012, 103. Zie ook M. VANMEENEN, “In de ban van de continuïteit”, *TBH* 2015, (487) 510.

¹⁵ Art. 49/1, eerste lid WCO.

¹⁶ Art. 50, derde lid WCO.

¹⁷ *Parl.St.* Kamer 2007-08, nr. 160/2, p. 68.

¹⁸ Originele tekst en bron, zie G. ORWELL, *Animal Farm: A Fairy Story*, Londen, Secker and Warburg, 1945, 112.

¹⁹ Zie algemeen A. DE WILDE, “Het klassieke pand en het pand op de handelszaak” in F. HELLEMANS, V. SAGAERT en R. VAN RANSBEECK (eds.), *Het pand – Van een oude naar een moderne zekerheid*, Brugge, die Keure, 2012 (13) 16.

²⁰ M.E. STORME, “Verbintenisrechtelijke alternatieven voor het pand” in F. HELLEMANS, V. SAGAERT en R. VAN RANSBEECK (eds.), *Het pand – Van een oude naar een moderne zekerheid*, Brugge, die Keure, 2012 (155) 157.

²¹ L.A. BEBCHUCK en J.M. FRIED, “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, *Yale L.J.* 1996, (857) 864.

²² Zie algemeen L.A. BEBCHUCK en J.M. FRIED, “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, *Yale L.J.* 1996, (857) 882-891; E. WARREN en J.L. WESTBROOK, “Contracting out of Bankruptcy: An empirical intervention”, *Harvard L. Rev.* 2005, 1197-1254.

²³ Ook Swennen alludeert op de twijfelachtigheid van dit argument, doch gaat er niet dieper op in; zie H. SWENNEN, “Grondwettelijk Hof, arrest nr. 124/2016 van 6 oktober 2016: ‘hier niet meer (daarover) komen zeuren’”, *In foro* 2016, 53, (4) 8.

schuldeisers middels een pand op alle bestaande en toekomstige schuldvorderingen op de schuldenaar gepromoveerd kunnen worden tot buitengewone schuldeisers in de opschorting – die ze gemakkelijk kunnen stipuleren in hun algemene voorwaarden –, blijft er helemaal niets meer over voor de onvrijwillige en economisch zwakkere schuldeisers. Zij bevinden zich immers niet in de juiste onderhandelingspositie om preventief een bijzonder voorrecht te bedingen. Daarnaast kunnen zij zich evenmin beschermen tijdens de reorganisatieprocedure zelf. Aangezien men in de huidige Belgische reorganisatieprocedure door collectief akkoord niet stemt in klassen, kan de instemming van de buitengewone schuldeisers in de opschorting immers voldoende zijn om de rechten van de gewone schuldeisers in de opschorting tot 85% van hun schuldvorderingen in te perken²⁴. Gelet op het gegeven dat “*buitengewoon*” via de algemene voorwaarden “*het nieuwe gewoon*” wordt²⁵, is het risico op minderheidsonderdrukking van de gewone schuldeisers in de opschorting vandaag bijzonder groot²⁶.

6. Argument 2 (B.15.1.) – Schuldvorderingen van titularissen ontstaan uit arbeidsprestaties voor het openen van de procedure van gerechtelijke reorganisatie kunnen niet het voorwerp uitmaken van een vermindering of kwijtschelding in het plan van gerechtelijke reorganisatie (art. 49/1, vierde lid WCO).

Hoewel het Hof deze bepaling louter vermeldt als een aanvulling op het gegeven dat gewone schuldeisers in de opschorting onderhevig kunnen zijn aan een vermindering van hun schuldvordering (en dus niet expliciet als argument), zou een coulante lezer daarin een tegemoetkoming kunnen lezen aan de hoger beschreven kritiek. Deze bepaling, opgesteld om te verhinderen dat de schuldenaar de WCO bewust zou aanwenden om het sociaal passief sterk te reduceren dan wel om de schuldvorderingen van de werknemers tot bijna nul te herleiden²⁷, situeert zich in een ruimer scala aan bepalingen. Het plan kan overeenkomstig artikel 49/1, vijfde en zesde lid WCO evenmin voorzien in een vermindering van de onderhoudsschulden, noch van de schulden die voor de schuldenaar voortvloeien uit de verplichting tot herstel van de door zijn schuld veroorzaakte schade die verbonden is aan het overlijden of aan de aantas-

ting van de lichamelijke integriteit van de persoon noch in strafrechtelijke boeten. Daarnaast mag in beginsel de behandeling van de openbare schuldeisers die een algemeen voorrecht genieten niet minder gunstig zijn dan die welke de best behandelde gewone schuldeisers in de opschorting genieten²⁸.

Al deze bepalingen hebben gemeen dat ze (rechts)economisch verklaard kunnen worden: zij beschermen bepaalde *non-adjusting creditors*. Het verbod om strafrechtelijke boetes te verminderen, vindt daarenboven zijn (rechts)economische verklaring in het gegeven dat het *ex ante* effect van boetes op het gedrag van de bestuurders of zaakvoerders van een onderneming anders (gedeeltelijk) verloren zou gaan. De initiatie van een WCO-procedure door een onderneming zou in dat geval immers (mede) ingegeven kunnen worden om zich te bevrijden van de strafrechtelijke boetes om vervolgens, na een succesvolle reorganisatieprocedure, hetzelfde sanctioneerbare gedrag te vertonen²⁹. Voor strafrechtelijke boetes heeft er zich in het insolventierecht aldus nog geen paradigmawijziging voorgedaan. Dit staat in contrast met de civielrechtelijke schuldvorderingen waarbij het beginsel *reddere quod debes* veel aan belang heeft ingeboet³⁰.

Bijgevolg lijkt het alsof de wetgever in artikel 49/1 WCO heeft voorzien in een adequate bescherming voor de economisch zwakkere schuldeisers. De conceptualisering van de hierboven vermelde bepalingen in het (rechts)economisch leerstuk van *non-adjusting creditors* helpt echter niet enkel die bepalingen te verklaren, maar legt ook de lacunes in die bepalingen bloot. Voornoemde bepalingen beschermen immers niet alle *non-adjusting creditors*, maar maken een onderscheid binnen deze categorie zonder enige (rechts)economische rechtvaardiging. Overeenkomstig artikel 49/1, leden 4 en 5 WCO worden werknemers hetzelfde behandeld als onderhoudsgerechtigde schuldeisers, wat gelijkenissen vertoont met buitengewone schuldeisers in de opschorting. Hun schuldvorderingen kunnen in het plan immers niet zonder hun toestemming worden verminderd of kwijtgescholden. Daarentegen worden openbare schuldeisers, die als onvrijwillige schuldeisers in beginsel de meest beschermenswaardige *non-adjusting creditors* zijn, anders (lees: minder) beschermd. Hun bescherming beperkt zich tot het voorschrift dat zij in beginsel niet slechter behandeld mogen

²⁴ Merk daarbij op dat het voorstel van de Europese richtlijn van 22 november 2016 wel het stemmen in klassen (“categorieën”) oplegt. Zie voorstel (Comm.) voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van richtlijn 2012/30/EU, 22 november 2016, COM (2016) 723 final.

²⁵ Originele bron: A. VAN HOE, *Bent u al buitengewone schuldeiser?*, www.corporatefinancelab.org/2016/10/09/bent-u-al-buitengewone-schuldeiser/#more-485.

²⁶ Onder de nieuwe insolventiewetgeving is dit probleem echter minder prominent aanwezig. Zo luidt art. 1.22, 14° nieuw WER als volgt: “[...]; de schuldvordering is slechts buitengewoon ten belope van het bedrag waarvoor, op de dag van de opening van een procedure van gerechtelijke reorganisatie, een inschrijving of registratie is genomen, of wanneer geen inschrijving of registratie is genomen, ten belope van de realisatiewaarde in going concern van het goed of indien het onderpand betrekking heeft op specifieke verpande schuldvorderingen, de boekhoudkundige waarde [...]”.

²⁷ Zie hierover J. PEETERS, “Het gedwongen huwelijk van de werknemers (of de RSZ) met de WCO”, *Soc.Kron.* 2012, (105) 108.

²⁸ Art. 49/1, tweede lid WCO.

²⁹ *Parl.St.* Kamer 2012-13, nr. 2692/001, 24.

³⁰ H. COUSY, “Paradigmawijzigingen in het insolventierecht?” in C. VAN DER ELST, H. DE WULF, R. STEENNOT en M. TISON (eds.), *Van alle markten: Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 283-294; E. DIRIX, “Het insolventierecht op nieuwe wegen”, *RW* 2011-12, 74-80.

worden dan de best behandelde gewone schuldeiser in de opschorting. Bijgevolg kunnen hun rechten wel aanzienlijk worden ingekort³¹. Het verschil in behandeling kan nog frappanter. Indien men schade lijdt door toedoen van een natuurlijke dan wel rechtspersoon kan de fysieke schadevergoeding niet worden verminderd of kwijtgescholden, doch de materiële schadevergoeding wel. Nochtans zijn beide schuldeisers onvrijwillige schuldeisers. Bovendien zou men even goed kunnen beargumenteren dat, net zoals bij de strafrechtelijke boetes, de vrees bestaat dat een schuldenaar een reorganisatieprocedure initieert om zich te bevrijden van de materiële schadevergoedingen, om vervolgens hetzelfde schadelijke gedrag te vertonen. Andere *non-adjusting creditors* die evenmin vermeld worden in artikel 49/1 WCO worden steeds behandeld als gewone schuldeisers in de opschorting. Bijgevolg zijn er lacunes in de bescherming van *non-adjusting creditors* en kunnen er vragen rijzen over de grondwettigheid van deze praktijk³². De coulante lezer zal zijn mening dus moeten herzien. Artikel 49, leden 2 tot 6 WCO komt geenszins afdoende tegemoet aan de kritiek die geuit kan worden op het eerste argument van het Hof. Sommige *non-adjusting creditors* worden immers helemaal niet beter beschermd dan gewone schuldeisers in de opschorting.

7. *Argument 3 (B.15.3.)* – De vereiste van de betaling van een minimumbedrag van 15%, opgenomen in artikel 49/1, eerste lid WCO, is een maatregel die ertoe strekt “de gewettigde rechten van de schuldeisers te vrijwaren” (Parl.St. Kamer 2012-13, Doc. 53-2692/001, p. 23).

Een minimumpercentage is inherent aan haar karakter arbitrair. In de Kamer werd bij de voorbereidende werkzaamheden van artikel 49/1 WCO kort gesproken over het optrekken van het minimumpercentage van 15 naar 50%. Een zo lage ondergrens zou volgens een parlementslid de marktwerking ernstig verstoren omdat de gezonde ondernemingen, en i.h.b. die welke schuldeiser zijn van ondernemingen in moeilijkheden, bedreigd worden³³. Volgens de toenmalige minister van Justitie moet bij de uitwerking van het reorganisatieplan een grote bewegings- en beoordelingsvrijheid worden gelaten, omdat de rechter de betrokken belangen moet afwegen. Het percentage van 50% zou in ieder geval te strikt

zijn³⁴. Dat is o.i. een correcte vaststelling. Echter, het derde lid van artikel 49/1 gaat nog verder, aangezien het toestaat onder die grens van 15% te gaan op grond van “dwingende vereisten die verband houden met de continuïteit van de onderneming”³⁵. Zoals VAN HOE opmerkt, ligt hier een tautologie in vervat. Dragen lagere betalingspercentages niet altijd bij tot de continuïteit van de onderneming³⁶? Het “minimum”-percentage, dat zo een “richt”-percentage wordt, biedt onvoldoende bescherming voor de *non-adjusting creditors* die, zoals in randnr. 5 vermeld, niet in de positie verkeren om bijkomende bescherming te kunnen contracteren. De verhoging van het “minimum”-percentage van 15 tot 20% in het nieuwe Wetboek van economisch recht is slechts een druppel op die hete plaat³⁷.

8. *Argument 4 (B.15.4.)* – Indien het verschil in behandeling dat voortvloeit uit artikel 50, derde lid WCO door de gezamenlijke toepassing van artikel 49/1, eerste lid van dezelfde wet, bij de totstandkoming en de stemming van het plan van gerechtelijke reorganisatie concreet zou leiden tot een verschil in behandeling tussen gewone schuldeisers in de opschorting en buitengewone schuldeisers in de opschorting dat niet redelijk verantwoord is, kan de rechtbank van koophandel bijgevolg de homologatie van dat plan weigeren wegens schending van de openbare orde.

We beamen dat bij reorganisatieplannen flexibiliteit belangrijk is en bijgevolg een grote rol voor rechters weggelegd dient te worden. Weliswaar dienen we bij dit argument een aantal kritische kanttekeningen te maken.

Ten eerste beschikken rechters niet steeds over de nodige economische opleiding of achtergrond om de economische werkelijkheid achter de juridische constructies te ontwaren. Hoewel een juridische situatie redelijk verantwoord kan lijken, kan kennis van de achterliggende economische realiteit die gedachte veranderen. Rechters dienen m.a.w. voor deze beoordeling de nodige opleiding te krijgen en experten te zijn in hun domein³⁸. Daarbij is o.i. in de eerste plaats een taak weggelegd voor het onderwijs, dat in de continentale rechtstelsels nog zeer positiefrechtelijk is ingesteld. Een meer interdisciplinaire aanpak zoals in de Angelsaksische universiteiten zou daaraan gedeeltelijk tegemoet kunnen komen.

³¹. Art. 49/1, tweede lid WCO.

³². Zo stellen Zenner en Alter zich de vraag of de betere behandeling van openbare schuldeisers dan de andere gewone schuldeisers in de opschorting niet in strijd is met art. 10 en 11 van de Grondwet, zie A. ZENNER en C. ALTER, *La loi sur la continuité des entreprises revisitée par la loi du 27 mai 2013*, Brussel, Larcier, 2013, 49.

³³. Parl.St. Kamer 2012-13, Doc. 53-2692/003, p. 25-26.

³⁴. Parl.St. Kamer 2012-13, Doc. 53-2692/003, p. 26.

³⁵. Ook een parlementslid heeft dit gemeld, zie Parl.St. Kamer 2012-13, Doc. 53-2692/003, p. 26.

³⁶. A. VAN HOE, “Continuïteit voor de Wet Continuïteit Ondernemingen”, *RW* 2013-14, (1202) 1223; Y. HERINCK, “La loi relative à la continuité des entreprises. Le point de vue du candide”, *RPS* 2015, (1) 5; L. DE KEYSER, T. DELWICHE, J.-J. ACKAERT en J. MALEKZADEM, “Wijzigingen aan de wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen”, *TRV* 2013, (740) 761.

³⁷. Art. XX.73 nieuw WER. Merk daarbij op dat voornoemd artikel uitdrukkelijk melding maakt van de schuldvordering “in hoofdsom” (i.t.t. art. 49/1, eerste lid WCO). De interesten, gerechtskosten en andere verhogingen vallen m.a.w. definitief uit de berekeningsbasis. Bijgevolg wordt het gunstige effect van de verhoging van het ‘minimum’-percentage voor de gewone schuldeisers in de opschorting gedeeltelijk geneutraliseerd.

³⁸. Zie in dit verband Titel IV van het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van richtlijn 2012/30/EU, Straatsburg, 22 november 2016, COM (2016) 723.

Ten tweede betreft het slecht een zéér beperkte rechterlijke controle. Het dient immers te gaan om een schending van de openbare orde³⁹. Hoewel de voorbeelden in de verslagen van de parlementaire werkzaamheden (zoals opgesomd in het geannoteerde arrest) de indruk zouden kunnen wekken dat die toetsing relatief ruim is, gaat de WCO zelf, de rechtspraak en de rechtsleer uit van een grote terughoudendheid van de rechter bij die controle⁴⁰. Bovendien blijkt uit die verslagen dat er bij die controle geen “diepgaande economische analyse” vereist wordt van de rechterlijke organen⁴¹. Rech-

ters die hun controlebevoegdheid toch (te) ruim zouden opvatten, riskeren bovendien dat de staat aansprakelijk wordt gesteld voor hun optreden⁴².

De onmogelijkheid van onvrijwillige en economisch zwakkere schuldeisers om zich *ex ante* te beschermen en de beperkte *ex post* rechterlijke controle, zetten de deur open voor opportunistisch gedrag van aandeelhouders en economisch sterkere (controleerende) schuldeisers ten nadele van economisch zwakkere schuldeisers (*infra*, randnrs. 9 *et seq.*)⁴³.

III. OPPORTUNISTISCH HANDELEN IN DE PRAKTIJK

9. *Het recht(seconomische)vaardigheidsgevoel van de bodemrechter* – Uit de tweede en derde prejudiciële vragen die gesteld werden door de Franstalige rechtbank van koophandel te Brussel aan het Grondwettelijk Hof, blijkt dat de rechtbank van koophandel *in casu* met de problematiek van opportunistisch handelen worstelde.

De tweede vraag betrof immers de behandeling van aandeelhoudersleningen bij reorganisatieprocedures. De volledige feiten die aanleiding gaven tot die vraag, kan men in het geannoteerde arrest (*supra*) aantreffen. In onderstaande analyse worden enkel de belangrijkste feiten herhaald.

BVBA Synapsys is de managementvennootschap van een natuurlijke persoon X. die de bestuurder en voornaamste vennoot is van de CVBA GT Holding. Bijgevolg ligt het bestuur van de CVBA GT Holding rechtens en feitelijk in de handen van natuurlijke persoon X.

CVBA GT Holding is op een gegeven moment niet meer in staat al haar schulden te betalen.

Hierop staat natuurlijke persoon X. via de managementvennootschap een lening toe aan de CVBA GT Holding. Gelet op de positie van X. als *insider* in de CVBA GT Holding en de bijbehorende onderhandelingsmacht, kan de managementvennootschap gemakkelijk een zakelijk zekerheidsrecht bedingen. Dit gebeurt dan ook. De CVBA GT Holding, bestuurd door de natuurlijke persoon X., kan met de geleende bedragen opnieuw investeren. Dat leidt tot de opportunistisch praktijk van overinvestering en *gambling for resurrection*.

Immers, *indien de investering succesvol is*, krijgt de managementvennootschap als schuldeiser niet enkel haar schuldvordering terugbetaald (en finaal dus natuurlijke persoon X.), doch stijgt ook de waarde van de aandelen die natuurlijke persoon X. bezit in CVBA GT Holding. Daarnaast krijgt natuurlijke persoon X. eventueel dividenden uitgekeerd door CVBA GT Holding.

Indien de investering mislukt, verliest natuurlijke persoon X. daarentegen weinig tot niets. De managementvennootschap (lees: natuurlijke persoon X.) wordt wegens haar zakelijk zekerheidsrecht immers behandeld als buitengewone schuldeiser in de opschorting en zal bijgevolg voor de gewone schuldeisers in de opschorting, *i.e.* vaak de *non-adjusting* schuldeisers, uitbetaald worden. Daarnaast waren de aandelen van natuurlijke persoon X. in de CVBA GT Holding, gelet op de moeilijke financiële situatie waarin CVBA GT Holding reeds verkeerde vóór de lening, weinig tot niets meer waard. Aangezien er in een faillissement zelden genoeg actief aanwezig is om iedere schuldeiser te voldoen, valt te verwachten dat de eigenaar van de structureel achtergestelde aandelen bij een faillissement weinig tot niets meer krijgt. De natuurlijke persoon X., de voornaamste vennoot, was m.a.w. reeds *out of the money*⁴⁴.

Middels de hierboven beschreven lening is de natuurlijke persoon X. er dus in geslaagd om het restrisiko van insolventie te verschuiven (externaliseren) naar de andere schuldeisers die wel nog *in the money* zijn (of dat tenminste waren). Bijgevolg kan natuurlijke persoon X. gokken met zijn geld (*gambling for resurrection*), waarbij hijzelf de eventuele vruchten plukt en de eventuele kosten afwentelt op de schuldeisers *in the money*⁴⁵.

³⁹. Art. 55, § 3 WCO.

⁴⁰. H. SWENNEN, “Grondwettelijk Hof, arrest nr. 124/2016 van 6 oktober 2016: ‘hier niet meer (daarover) komen zeuren’”, *In foro* 2016, 53, (4) 8.

⁴¹. *Parl.St.* Kamer 2012-13, Doc. 53-2692/001, p. 25.

⁴². H. SWENNEN, “Grondwettelijk Hof, arrest nr. 124/2016 van 6 oktober 2016: ‘hier niet meer (daarover) komen zeuren’”, *In foro* 2016, 53, (4) 8.

⁴³. Over opportunistisch gedrag in het algemeen, zie T.J. MURIS, “Opportunistic Behavior and the Law of Contracts”, *Minnesota L.Rev.* 1981, 521.

⁴⁴. R.J. DE WEIJS, *Wanorde? Hoe het faillissementsrecht zich tegen schuldeisers dreigt te keren*, Den Haag, Boom Juridisch, 2016, 27-40.

⁴⁵. Over deze problematiek in het algemeen, zie D.G. BAIRD en T.H. JACKSON, “Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy”, *Chi. L. Rev.* 1984, (97) 106-107; R.J. SCHIMMELPENNINGCK, “Leningen of schadeclaims van aandeelhouders concurrent?”, *Tvl* 2003, 239-246; R.J. DE WEIJS, *Wanorde? Hoe het faillissementsrecht zich tegen schuldeisers dreigt te keren*, Den Haag, Boom J.U., 2016, 27-40; R.J. DE WEIJS, *Nieuwe regels omtrent aandeelhoudersleningen: tussen afdwingbaarheid en onrechtmatigheid in*, *Preadvies NVR II*, 2013, beschikbaar op SSRN: www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2381969.

10. *Wetgeving als katalysator van opportunistisch handelen* – Een wetgevende factor die het slagen van dit opportunistisch gokspel aanzienlijk beïnvloedt, is het exclusief initiatiefrecht van de schuldenaar-in-controle (*debtor-in-possession*) om (gedurende enige tijd) een reorganisatieplan voor te stellen⁴⁶. De schuldeisers worden hierdoor geconfronteerd met een reorganisatieplan dat werd opgesteld door de schuldenaar, die in de continentale rechtsstelsels doorgaans onder controle staat van de meerderheids- dan wel referentieaandeelhouders⁴⁷. Het geannoteerde arrest is daar een voorbeeld van. De CVBA GT Holding stond onder controle van de natuurlijke persoon (en voornaamste vennoot en zaakvoerder) X. Het reorganisatieplan werd voorgesteld door de CVBA GT Holding (lees: voornaamste vennoot en zaakvoerder X.). De schuldeisers hadden vervolgens twee opties: (i) aanvaarden van het reorganisatieplan, zoals opgesteld door de voornaamste vennoot en zaakvoerder X. of (ii) genoegen nemen met een liquidatieprocedure. Bijgevolg zullen de schuldeisers het reorganisatieplan goedkeuren zolang de verwachte reorganisatiewaarde voor de schuldeisers marginaal hoger ligt (bv. met één symbolische euro) dan de verwachte liquidatiewaarde⁴⁸. Nochtans kan de werkelijke reorganisatiewaarde gemakkelijk het dubbel zijn van de liquidatiewaarde. Bijgevolg kan de voornaamste vennoot en zaakvoerder X. de overige reorganisatiewaarde (*i.e.* de werkelijke reorganisatiewaarde, verminderd met die één symbolische euro) doen toevloeien aan hemzelf ten nadele van de andere (vaak *non-adjusting*) schuldeisers. De waardecreatie door de reorganisatieprocedure komt m.a.w. (behoudens die van één symbolische euro) volledig toe aan de aandeelhouders⁴⁹. De controle door de schuldeisers op het schuldenaar-in-controle model zoals bepaald door de wetgever middels de vereiste van goedkeuring van het reorganisatieplan door een dubbele meerderheid van schuldeisers (*cf.* art. 54, tweede lid WCO) wordt zo een lege doos.

De derde prejudiciële vraag naar de precieze omvang van controle door de feitenrechter dient dan ook in het licht van voornoemde “holle” schuldeiserscontrole bezien te worden.

11. *Aandeelhouders vermomd als schuldeisers* – Hoewel het Grondwettelijk Hof zich niet heeft uitgesproken over de tweede en derde prejudiciële vraag, heeft het Hof wel beaamd dat het beginsel van gelijkheid en niet-discriminatie er zich eveneens tegen verzet dat categorieën van personen die zich ten aanzien van de aangevochten maatregel in wezenlijk verschillende situaties bevinden, op identieke wijze worden behandeld zonder dat hiervoor een redelijke verantwoording bestaat.

Het Grondwettelijk Hof onderscheidt bij de tweede prejudiciële vraag twee categorieën van schuldeisers: *enerzijds*, diegenen die aandeelhouder zijn van de schuldenaar die een reorganisatieplan uitwerkt, en met die laatstgenoemde een leningsovereenkomst hebben gesloten die gepaard gaat met een algemeen pand dat alle schuldvorderingen van die schuldenaar betreft en, *anderzijds*, alle titularissen van een gewone schuldvordering in de opschorting.

Het Hof stelt echter vast dat nergens uit de feiten blijkt dat een aandeelhouderslening aanwezig is. De feiten zijn inderdaad iets anders (lees: de aandeelhouder heeft zich met succes vermomd als schuldeiser), doch het effect van de leningsconstructie overeengekomen tussen de CVBA GT Holding en de managementvennootschap is exact hetzelfde als bij een zuivere aandeelhouderslening gedekt door een zakelijke zekerheid. Bij een succesvolle gok plukt de meerderheidsaandeelhouder *out of the money* de vruchten; bij een niet-succesvolle gok dragen de (*non-adjusting*) schuldeisers *in the money* de kosten (*supra*, randnr. 9).

IV. CONCLUSIE

12. *All creditors are equal, but some creditors are more equal than others* – Het Hof heeft in het geannoteerde arrest geoordeeld dat artikel 50, derde lid *juncto* artikel 2, d) geen schending inhoudt van de artikelen 10 en 11 van de Grondwet, althans voor die zakelijke rechten die door eenieder kunnen bedongen worden. Hoewel dat besluit terecht is, achten wij de gehanteerde redenering om tot dat besluit te komen allerminst bevredigend.

Het Hof miskent met name de economische realiteit van een heterogene schuldeisersstructuur en het bijbehorende risico

op schuldeisers- of “aandeelhouders vermomd als schuldeisers”-opportunisme. Zo beschikt niet elke schuldeiser over de economische onderhandelingsmacht om *ex ante* een zakelijke zekerheid te bedingen en is de *ex post* rechterlijke controle (te) beperkt. De bepalingen ter bescherming van de economisch zwakkere schuldeisers in artikel 49/1 WCO zijn bovendien onvoldoende. Daarbij hebben we gewezen op vragen die kunnen rijzen omtrent de grondwettigheid van het verschil in behandeling tussen de verschillende *non-adjusting creditors* in artikel 49/1 WCO.

⁴⁶. Zie hierover Y. REN, *A comparative study of the Corporate Bankruptcy Reorganization Law of the US and China*, diss. Groningen, Eleven International Publishing, 2012, 74-83.

⁴⁷. C. VAN DER ELST, *Shareholders as Stewards: Evidence from Belgian General Meetings*, 2013, beschikbaar op SSRN: www.dx.doi.org/10.2139/ssrn.2270938.

⁴⁸. N.W.A. TOLLENAAR, *Het pre-insolventieakkoord*, Deventer, Kluwer, 2017, 249.

⁴⁹. N.W.A. TOLLENAAR, *Het pre-insolventieakkoord*, Deventer, Kluwer, 2017, 249.

Net zoals het Hof zich volledig bewust zou moeten zijn van de impact van het bestaan van *non-adjusting creditors* op zijn redenering, dient de wetgever in zijn nieuwe insolventiewetgeving bewust om te gaan met die bijzondere categorie van schuldeisers. In het nieuw Wetboek van economisch recht vinden we reeds een aantal stappen in de goede richting. Zo luidt artikel I.22, 14° nieuw WER als volgt: “[...]; de schuldvordering is slechts buitengewoon ten belope van het bedrag waarvoor, op de dag van de opening van een procedure van gerechtelijke reorganisatie, een inschrijving of registratie is genomen, of wanneer geen inschrijving of registratie is genomen, ten belope van de realisatiewaarde in going concern van het goed of indien het onderpand betrekking heeft op specifieke verpande schuldvorderingen,

de boekhoudkundige waarde [...]”. Daarnaast wordt het “minimum”-percentage inzake de uitbetaling van gewone schuldeisers in de opschorting opgetrokken van 15 naar 20%. Die maatregelen zijn echter slechts druppels op een hete plaat. De benarde positie van *non-adjusting creditors* bij reorganisatieprocedures en het bijbehorende risico op schuldeisers- en aandeelhoudersopportunisme, zoals aandeelhoudersleningen gedekt door een zakelijk zekerheidsrecht of reorganisatieplannen die reorganisatiewaarde verschuiven naar aandeelhouders, verdient o.i. dan ook de volledige aandacht – en niet slechts voor 15 of 20% – van de wetgever.

To be continued.