



Universiteit  
Leiden  
The Netherlands

## **Insolvency close-out netting: A comparative study of English, French and US laws in a global perspective**

Muscat, B.

### **Citation**

Muscat, B. (2020, December 1). *Insolvency close-out netting: A comparative study of English, French and US laws in a global perspective*. Meijers-reeks. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/138478>

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/1887/138478>

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

Cover Page



Universiteit Leiden



The handle <http://hdl.handle.net/1887/138478> holds various files of this Leiden University dissertation.

**Author:** Muscat, B.

**Title:** Insolvency Close-out Netting: A comparative study of English, French and US laws in a global perspective

**Issue Date:** 2020-12-01

# Samenvatting (Summary in Dutch)

## Close-out Netting in Insolventie: Een rechtsvergelijkende studie naar Engels, Frans en Amerikaans recht in mondiaal perspectief

### INTRODUCTIE

Dit onderzoek betreft de vervroegde beëindiging van een financiële raamovereenkomst ('*close-out netting*') naar het recht van Engeland (d.w.z. Engeland en Wales), Frankrijk en de Verenigde Staten (VS). Met close-out netting wordt bedoeld de beëindiging vanwege een verzuim onder de overeenkomst – al dan niet door insolventie –, waarbij alle transacties die onder de raamovereenkomst tussen partijen tot stand zijn gekomen, in één keer volgens een vooraf afgesproken systeem worden afgewikkeld. Close-out netting ontwikkelde zich als instrument ter beperking van financiële marktrisico's op basis van *lex mercatoria*, waardoor het mogelijk wordt gemaakt om risico's op netto-basis, in plaats van bruto-basis, te berekenen. Het proces van close-out netting biedt, wanneer het overeenkomstig de overeengekomen voorwaarden tijdens insolventie kan worden uitgevoerd, participanten op de financiële markten een aanzienlijke vrijheid hun vorderingen jgens een insolvente tegenpartij af te dwingen.

Een verwijzing naar de ontwikkelingen van de bepalingen inzake close-out netting onder de *lex mercatoria* zoals gebruikt in dit onderzoek, verwijst naar de manier waarop close-out netting is ontwikkeld door bronnen van zogenoemde niet-bindende regelgeving (*soft law*). Aanvankelijk nam het gebruik van bepalingen inzake vervoegde verrekening toe door gebruik daarvan in de raamovereenkomsten die waren ontwikkeld door zowel nationale als internationale brancheorganisaties en die met name zijn gericht op de derivaten- en retrocessie (*repo*)-markten. De noodzaak van rechtszekerheid bij het afdwingen van bepalingen inzake close-out netting werd onderstreept in verklaringen van internationale regelgevende instanties, met als resultaat dat nationale wetgevers regels uitvaardigden die bepalingen inzake close-out netting sanctioneerden. Een belangrijke mijlpaal in het proces van erkenning van close-out netting in nationale wetgeving, was de inwerkingtreding van de EU Richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten, die de algemene verplichting oplegt aan EU-lidstaten om close-out netting-bepalingen te erkennen 'in overeenstemming met hun voorwaarden'.

De keuze voor de jurisdicties in dit rechtsvergelijkend onderzoek is ingegeven door het feit dat Engeland, Frankrijk en de VS tot verschillende rechtssystemen behoren, wat heeft geleid tot verschillen in de ontwikkeling van close-out netting als gevolg van hun diverse historische en juridische

geschiedenis. Zo is Engels recht in de kern gebaseerd op de *common law* traditie. Het Frans recht hanteert een civielrechtelijk systeem dat is gebaseerd op Romeins recht en aanvankelijk was gecodificeerd in de Napoleonische Code. Het recht van de VS volgt de *common law* traditie die vanuit Engeland naar de Noord-Amerikaanse koloniën is gebracht, maar bevat ook sporen van de civielrechtelijke traditie en kan, tot op zekere hoogte, worden beschouwd als een eclectisch systeem dat elementen bevat van zowel het civielrechtelijke als het *common law* systeem.

De hoofdvraag die in dit onderzoek aan de orde komt is de volgende:

*Hoe functioneert close-out netting tijdens insolventie naar huidig Engels, Frans en VS recht, en in het bijzonder, hoe hebben de rechtsstelsels van deze jurisdicties de erkenning van bepalingen inzake close-out netting tijdens insolventie beïnvloed?*

Het onderwerp van close-out netting naar huidig Engels en Frans recht en het recht van de VS wordt dus benaderd vanuit een historisch-theoretisch perspectief. Het antwoord op de onderzoeksvraag is gebaseerd op de beantwoording van drie deelvragen, die met name worden beantwoord in de hoofdstukken inzake nationale wetgeving en rechtsvergelijking, namelijk: (i) of de ontwikkeling van het concept close-out netting in deze jurisdicties is beïnvloed door de verrekeningsbepalingen van de desbetreffende jurisdicties of dat deze autonoom tot stand is gekomen; (ii) of de erkenning die aan close-out netting is gegeven 'in overeenstemming met de voorwaarden' is beïnvloed door de normen en regels uit nationale insolventiewetten en insolventiedoelstellingen van de desbetreffende jurisdicties (en zo ja, op welke manier); en (iii) of na de wereldwijde financiële crisis van 2008-2009 convergentie kan worden gesignaleerd in de beperkingen die de nationale resolutieregimes opleggen aan de erkenning van bepalingen inzake close-out netting (en zo ja, op welke manier).

## DEEL I

Dit onderzoek is opgedeeld in drie delen en acht hoofdstukken. Deel I bevat de eerste drie hoofdstukken en introduceert de belangrijkste concepten of rechtsfiguren waarop dit onderzoek is gebaseerd, namelijk: het concept close-out netting, de relatie daarvan tot verrekeningsbepalingen in insolventiewetten en resolutieregimes, en de mijlpalen in de ontwikkeling van close-out netting onder *lex mercatoria*. Deze eerste drie hoofdstukken geven een overzicht van de belangrijkste conceptuele elementen die in dit onderzoek worden gebruikt en geven aan hoe deze zich met elkaar verhouden.

Meer in het bijzonder beschrijft Hoofdstuk 1 de vormen van verrekening die door de financiële markten zijn ontwikkeld om te dienen als instrument teneinde risico's te mitigeren. Hoewel er verschillende vormen van

verrekening zijn, is het economische resultaat altijd hetzelfde, namelijk: het reduceren van meerdere uitstaande blootstellingen (*exposures*) tot één netto-blootstelling (*net exposure*). Dit hoofdstuk beschrijft ook de voor- en nadelen van close-out netting die mogelijk van invloed zouden kunnen zijn geweest op de mate van erkenning verleend door nationale wetgevers, met name waar het de toepassing van verrekeningsbepalingen in insolventiewetten betreft. Een grote invloed op de erkenning van de bepalingen inzake close-out netting is het nastreven van de doelstelling van financiële stabiliteit en de totstandbrenging van afwikkelingsregelingen voor banken, hetgeen resulteerde in een aantal beperkingen op de uitoefening van bepalingen inzake close-out netting bij het uitvoeren van afwikkelingsmaatregelen gerelateerd aan systeemrelevante financiële instellingen. In dit hoofdstuk worden ook de constitutieve elementen van close-out netting onderzocht om een vergelijking te kunnen maken met het analoge concept van de commune civielrechtelijke verrekening. Verwezen wordt naar het driestappenproces dat leidt tot an close-out netting, te weten: de beëindiging van uitstaande verplichtingen, hun waardering en het vaststellen van een netto-saldo. De diverse manieren waarop deze stappen een rol kunnen spelen bij bepalingen inzake close-out netting, worden geïllustreerd met een analyse van de bepalingen inzake close-out netting van de ISDA Master Agreement van 2002 en de Global Master Repurchase Agreement van 2011. Verder geeft Hoofdstuk 1 een historisch overzicht van de ontwikkeling van verrekening, die in eerste instantie tot stand is gekomen in het commerciële verkeer in de drie geselecteerde jurisdicties. Hoewel de ontwikkeling van verrekening naar Frans recht sterk werd beïnvloed door de Romeinse figuur *compensatio*, is aangetoond dat in zowel de Engelse jurisdictie als in het recht van de VS de opkomst van verrekening werd geïnspireerd door overwegingen van natuurrecht en de efficiëntie van het behandelen van afzonderlijke vorderingen in één actie. Het doel van dit historische overzicht is om in Hoofdstuk 8 te bepalen of de rechtstheoretische grondslagen van de nationale wetgevers uit de drie geselecteerde jurisdicties achter de acceptatie van het verrekeningsconcept, nog steeds ten grondslag liggen aan de wettelijke erkenning van vroegtijdige verrekening.

Hoofdstuk 2 analyseert de interactie tussen bepalingen inzake close-out netting enerzijds en insolventie- en afwikkelingsregelgeving anderzijds. Insolventierecht is doorgaans dwingend recht dat zekere sociale beleidsdoelen weerspiegelt. Het afdwingen van bepalingen inzake close-out netting vereist uitzondering op bepaalde beginselen van insolventierecht om effectief te zijn. Daartoe behoren onder meer het fixatiebeginsel, de opschorting van het verhaal van schuldeisersvorderingen (de '*stay*'), de afwijzing van ongunstige contracten ('*cherry-picking*') en paulianabepalingen, waarbij transacties ter zijde worden gesteld als deze zijn afgesloten tijdens een verdachte periode en de indruk wordt gewekt dat sprake is van een onge-rechtvaardigde voorkeursbehandeling van bepaalde schuldeisers. Het resultaat van deze uitzonderingen is dat het *pari passu*-beginsel ten opzichte

van de bepalingen inzake close-out netting niet onverkort wordt toegepast. In dit hoofdstuk komt tevens de bijzondere positie van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen met betrekking tot afwikkelingsregelingen aan de orde, waarbij prudentiële regulering en afwikkeling (resolutie) worden bepaald door overwegingen van financiële stabiliteit. Resolutie-regimes hebben geleid tot een heroverweging van de mate van erkenning die is verleend aan bepalingen inzake close-out netting en de invoering van bepaalde beperkingen, zoals het opleggen van een tijdelijk schorsing van de uitoefening van individuele rechten van beëindiging van overeenkomsten teneinde een ordelijke afwikkeling van deze entiteiten mogelijk te maken.

Hoofdstuk 3 behandelt de bronnen waarvan in dit onderzoek wordt aangenomen dat ze een *lex mercatoria* hebben bewerkstelligd, in relatie tot de ontwikkeling van close-out netting als marktinstrument. Twee belangrijke bronnen zijn geïdentificeerd, namelijk: (i) de aanbevelingen en verklaringen van internationale regelgevende instanties over de noodzaak van rechtszekerheid ten aanzien van bepalingen inzake close-out netting voor de stabiliteit van financiële markten; en (ii) de standaardmarktdocumentatie of overeenkomsten van internationale handelsorganisaties, met name uit de derivatenmarkt, die afhankelijk zijn van de afdwingbaarheid van bepalingen inzake close-out netting voor de groei van hun sector. In hoofdstuk 3 worden deze bronnen, waaronder de rapporten van internationale instanties, zoals het Lamfalussy-rapport van de Commissie voor Interbank Netting Schemes van de BIS (1990), het Giovannini-rapport (2001), de World Bank Principles for Effective Creditor Rights and Insolvency Systems (2001) en de United Nations Commission on International Trade Law (UNCITRAL) Legislative Guide on Insolvency Law (2004), toegelicht. Met betrekking tot de inspanningen van handelsorganisaties om de wereldwijde wettelijke erkenning van bepalingen inzake close-out netting te bevorderen zijn meerdere bronnen te vinden, waarvan ISDA met zijn raamovereenkomsten en zijn ISDA Model Netting Law de belangrijkste is. Vóór de financiële crisis pleitten beide bronnen voor de bescherming van bepalingen inzake close-out netting in overeenstemming met hun voorwaarden, en waren zij het over het algemeen erover eens dat toepasselijke insolventiewetgeving niet in de weg mag staan aan de afdwingbaarheid van bepalingen inzake close-out netting. Na de financiële crisis hebben internationale regelgevende instanties het voortouw genomen door verklaringen af te geven over de noodzaak tot beteugeling van bepalingen inzake close-out netting tijdens insolventie voor falende banken, opdat de afwikkelingsautoriteiten effectief afwikkelingsmaatregelen kunnen nemen. Als derde bron van *lex mercatoria* wordt EU-wetgeving in ogenschouw genomen. Twee specifieke regelingen zijn aangemerkt als van invloed op de inhoudelijke aard van de regelgeving inzake close-out netting, namelijk: de Richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten en de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen. Hoofdstuk 3 beoordeelt de impact van deze twee richtlijnen op het gebied van close-out netting, welke in de eerste plaats een primaire (bindende)

rechtsbron is voor EU-lidstaten, maar hetgeen mogelijk ook invloed uitoefent op andere landen buiten de EU die willen concurreren op de markt en dus kan worden beschouwd als een speciale *lex mercatoria*.

## DEEL II

In Deel II over de nationale regelingen inzake close-out netting wordt in elk van de hoofdstukken 4, 5 en 6 de mate van erkenning geanalyseerd die wordt toegekend aan de bepalingen inzake close-out netting tijdens insolventie naar het recht van, respectievelijk, Engeland, Frankrijk en de VS. Deze hoofdstukken voorzien voor elk van deze jurisdicties in: (i) een beknopt overzicht van de nationale insolventieprocedures, resolutieregimes en de toepasselijke wettelijke bepalingen die erkenning verlenen aan vroegtijdige verrekening tijdens insolventie; (ii) een vergelijkende analyse van de constitutieve elementen van vroegtijdige verrekening en commune verrekening (*set-off*) tijdens insolventie; (iii) een onderzoek naar de manier waarop close-out netting zich ontwikkelde en hoe deze werd beïnvloed door de invoering van afwikkelingsregimes voor banken; en (iv) een beschouwing van de ratio en de beginselen die de basis vormen van de nationale insolventiewetgeving en de toegestane afwijkingen met betrekking tot close-out netting van een door de staat vastgesteld beleid of insolventiedoelstelling. In dit deel II, worden de subvragen (i) tot en met (iii), waarnaar hierboven wordt verwezen, met de hoofdvraag in het achterhoofd geanalyseerd vanuit het oogpunt van het nationale recht van de drie geselecteerde jurisdicties en worden de volgende voorlopige conclusies getrokken voor elk van de deze deelvragen – ter voorbereiding op de rechtsvergelijking die in Hoofdstuk 7 aan de orde komt:

Wat betreft het Engels recht, (i) hangt de invloed van de regels over verrekening in insolventie op de erkenning van vroegtijdige verrekening af van het toepassingsgebied van de bepaling inzake close-out netting. De bepalingen die binnen het toepassingsgebied van de Financial Collateral Arrangement (No. 2) Regulations 2003 (FCAR) vallen, krijgen erkenning ‘in overeenstemming met hun voorwaarden’ en worden niet beïnvloed door de regels voor commune verrekening tijdens insolventie. Anderzijds kan het nodig zijn dat bepalingen inzake close-out netting die niet onder het toepassingsgebied van de FCAR vallen, worden aangepast aan de dwingende regels van commune verrekening tijdens insolventie om te voorkomen dat partijen voor de rechter moeten verschijnen vanwege een poging om onder het insolventierecht uit te contracteren. (ii) Naar Engels insolventierecht zijn contractuele rechten in beginsel afdwingbaar vóór insolventie en worden specifieke groepen preferentiële belangen erkend, zodat de voorkeursbehandeling die wordt gegeven aan close-out netting in overeenstemming is met de beginselen van het Engelse insolventierecht. De verbreding van de toepassing van de close-out netting-regimes tot overeenkomsten tussen niet-

financiële ondernemingen heeft echter de discussie over de proportionaliteit van deze voorkeursbehandeling ten opzichte van het *pari passu*-beginsel onder Engelse auteurs doen oplaaien. Een dergelijke voorkeursbehandeling zou kunnen worden verklaard in het licht van de door de staat vastgestelde insolventiedoelstellingen gericht op marktwerking. (iii) De bepalingen van de Banking Act 2009 hebben beperkingen ingevoerd op de contractsvrijheid van partijen, voor zover het gaat om overeenkomsten aangaande close-out netting, om de effectieve uitvoering van afwikkelingsmaatregelen te waarborgen, maar hierbij wordt terdege rekening gehouden met het feit dat de rechten om te kunnen verrekenen niet onnodig mogen worden beperkt en er waarborgen moeten zijn getroffen.

Met betrekking tot het Frans recht: (i) hoewel de verwijzing naar verrekening uit artikel L.211-36-1 van het Monetair en Financieel Wetboek (het Financieel Wetboek) centraal lijkt te staan in de regulering van close-out netting, heeft deze vorm van regulering de contractsvrijheid op het gebied van close-out netting niet beperkt. Naast het vereiste van wederkerigheid geeft de vorm van contractsvrijheid, die door de Franse wet is toegestaan inzake close-out netting, aan dat de regels inzake verrekening in het algemeen geen invloed hebben gehad op recente ontwikkeling of de interpretatie van bepalingen inzake close-out netting. (ii) Er is vastgesteld dat de Franse wetgever op grond van respectievelijk de artikelen L.211-40 en L.211-36-1, II van het Financieel Wetboek ruimte heeft gelaten voor afwijking van de insolventiewetgeving en beperkingen van vorderingen van derden. Andere wetten die niet onder deze afwijkingen vallen, zoals de wet inzake bewarende maatregelen die door de *Autorité de contrôle prudentiel et de resolution* is aangenomen op grond van artikel L.612-33 van het Financieel Wetboek, blijven echter van toepassing. Dus hoewel de Franse wetgever liberaal was in de afwijkingen die werden toegestaan op grond van twee specifieke regelingen (namelijk insolventierecht en civielrechtelijke rechtsvordering ('*civil execution action*')), lijkt geen rekening te zijn gehouden met andere regelingen die de erkenning van close-out netting zouden kunnen beïnvloeden. (iii) Het antwoord op de derde deelvraag is dat de totstandkoming van de resolutiewet ook enkele wijzigingen heeft aangebracht in de handhaving van de bepalingen inzake close-out netting. Deze wijzigingen lijken sterk op bepalingen die door de Engelse wetgeving worden voorgeschreven. Dit is geen verrassing, aangezien zowel het Franse als het Engelse regime uitwerkingen zijn van de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen. Een aantal belangen wordt afgewogen en een aantal waarborgen wordt ingevoerd, maar het mechanisme van close-out netting zelf blijft intact waardoor een zekere mate van bescherming is geboden, zelfs in het kader van regimes zoals het afwikkelingsregime.

Met betrekking tot de Amerikaanse wetgeving: (i) wordt aangenomen dat het recht op close-out netting dat valt binnen een beschermingsbepaling ('*safe harbour*'), geen banden of rechtsrelatie heeft met het concept of de regels

van commune verrekening, maar als een afzonderlijk concept is gecreëerd dat op basis van de veronderstelde bescherming van contractuele rechten met betrekking tot financiële contracten dient om te kunnen voldoen aan de eisen van de derivatenmarkt. De contractuele afdwingbaarheid van rechten inzake close-out netting die vallen onder de beschermingsbepalingen is dus vrijgesteld van de toepassing van de beginselen of beperkingen die gelden voor commune verrekening onder de Bankruptcy Code, behalve wanneer deze rechten te kwader trouw worden uitgeoefend. (ii) De beschermingsbepalingen vormen een uitzondering op de traditionele grondgedachte achter de Amerikaanse faillissementswetgeving die uitgaat van kwijting van de schuldenaar en het behoud van de bedrijfswaarde van de onderneming. Het blijkt moeilijk om de bescherming die wordt geboden aan close-out netting onder de beschermingsbepalingen te verenigen met een bepaald doel of beleid dat wordt gevolgd door het Congres. Overigens heeft het Congres ervoor gekozen om vrijwel volledige bescherming te bieden aan close-out netting tegen de toepassing van de beginselen van het insolventierecht, behalve waar het de toepassing van afwikkelingsregimes betreft. (iii) De financiële crisis heeft nieuwe bepalingen in het leven geroepen met betrekking tot twee afwikkelingsregelingen. De eerste is de Federal Deposit Insurance Act (FDIA) voor banken en de tweede is het regime onder Titel II van de Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (het OLA regime) voor systeemrelevante niet-bancaire financiële instellingen. Een primair doel van deze afwikkelingsregimes is het bevorderen van de stabiliteit van het financiële stelsel. Met uitzondering van het bail-in-regime, doen de beperkingen die deze regimes opleggen denken aan die van het Engelse en Franse resolutieregime.

### DEEL III

In deel III worden de drie subvragen in Hoofdstuk 7 beantwoord aan de hand van de voorlopige conclusies die zijn getrokken in de hoofdstukken betreffende nationaal recht. De beantwoording van de deelvragen wordt vervolgens in Hoofdstuk 8 gebruikt om de hoofdvraag te beantwoorden.

Hoofdstuk 7 werkt een vergelijkende analyse uit van alle aspecten die in de hoofdstukken 4 tot en met 6 aan de orde komen. Het doel is om vast te stellen welke trends en benaderingen de wetgevers hebben gevolgd bij het formuleren van hun regelingen voor close-out netting. Een van de eerste kwesties die wordt geanalyseerd is of het concept van close-out netting onder de drie regimes een uniforme rechtsfiguur vormt waardoor het mogelijk is om deze te vergelijken naar het recht van de drie geselecteerde jurisdicties. Ten eerste wordt een rechtsvergelijkende beoordeling gemaakt van de vraag of en op welke wijze het driestappenproces, bestaande uit de rechten van (i) beëindiging, (ii) waardering en (iii) verrekening, die deel uitmaakt van het mechanisme voor close-out netting, in de wetgeving van de geselecteerde jurisdicties is opgenomen. Ten tweede wordt het persoon-

lijke en materiële toepassingsgebied van deze nationale regelingen voor close-out netting op vergelijkende basis geanalyseerd om vast te stellen of kan worden gezegd dat het mechanisme voor close-out netting in wezen beperkt is tot de financiële markten.

Nadat is vastgesteld dat close-out netting zich inderdaad heeft ontwikkeld tot een aparte rechtsfiguur die onderwerp kan zijn van vergelijking en dat alle drie de jurisdicties hun materiële of persoonlijke toepassingsgebied hebben verruimd buiten de grenzen van de financiële markten, gaat hoofdstuk 7 verder met een vergelijkende analyse van de voorlopige conclusies van de drie deelvragen die in de hoofdstukken over nationaal recht zijn uitgewerkt en beantwoord. Met betrekking tot de eerste deelvraag was de analyse gericht op de vraag of close-out netting evolueerde als een contractuele versterking van commune verrekening (of niet) en of de regels voor commune verrekening op enigerlei wijze nog steeds van toepassing zijn of de toepassing van close-out netting vormgeven. In dit onderdeel is geconstateerd dat vooral naar Engels recht de invloed van de commune verrekeningsregels op de ontwikkeling van close-out netting sterk is, terwijl de erkenning van bepalingen inzake close-out netting beïnvloed bleef worden tot aan de inwerkingtreding van de FCAR. Hoewel close-out netting naar Frans recht was gebaseerd op de bestaande concepten van beëindiging en gewone verrekening, duiden de talrijke keren dat de Franse wetgever het regime voor close-out netting heeft gewijzigd en verfijnd erop dat close-out netting vanaf een vroeg stadium is ontstaan als een afzonderlijk, opzichzelfstaand concept dat compensatie biedt voor financiële verliezen en dat niet is beïnvloed door eisen van commune verrekening. Het verband tussen commune verrekening en close-out netting wordt onder de Amerikaanse wetgeving grotendeels verbroken. De bescherming van de contractsvrijheid met betrekking tot close-out netting onder de beschermingsbepalingen werd immers vanaf het begin erkend en was gebaseerd op bescherming tegen elke opschorting, paulianaregels of gerechtelijke en administratieve bevelen uitgevaardigd krachtens de Bankruptcy Code.

Met betrekking tot de tweede deelvraag wordt in de rechtsvergelijkende analyse nagegaan of de erkenning die wordt gegeven aan bepalingen inzake close-out netting is bedoeld om de uitgesproken of geïmpliceerde insolventiedoelstellingen van de desbetreffende nationale staat te dienen. Dit wordt in het eerste deel bereikt door te analyseren of een strategische beslissing is genomen door de wetgever of, indien van toepassing, door de rechtspraak om de bijzondere behandeling van close-out netting onder het insolventierecht te gebruiken om een beleidsdoelstelling te realiseren. Met betrekking tot het Engels recht valt op dat, vanwege de overeenstemming met de contractuele rechten vóór insolventie en de verenigbaarheid met een aantal axioma's van Engels recht, de erkenning van close-out netting onder de FCAR niet lijkt te zijn gebaseerd op een specifiek insolventiedoelstelling van de staat, met uitzondering van het algemene doel om contractuele

rechten aangegaan vóór insolventie te behouden. Frans recht wordt als meest liberaal beschouwd met betrekking tot de invloed van de beginselen van het insolventierecht, omdat er een volledige en onvoorwaardelijke uitzondering van het insolventierecht geldt voor close-out netting. In hoofdstuk 7 is aangenomen dat, na de harmonisatie van verschillende aspecten van de Europese interne markt, door de Franse wetgever de gelegenheid werd aangegrepen om het mededingingsvermogen van de Franse markt te versterken. Hoewel de Amerikaanse beschermingsbepalingen oorspronkelijk waren gebaseerd op het doel om bescherming te bieden tegen systeemrisico's, was het brede toepassingsgebied van de beschermingsbepalingen op deze gronden moeilijk te rechtvaardigen. Dit leidde tot discussies over de zogenoemde *path dependence theory* waarbij elke nieuwe uitbreiding van de beschermingsbepalingen werd gebruikt om verdere uitbreidingen te rechtvaardigen. Aangenomen is dat deze trend mogelijk zou zijn beïnvloed door de lobbydruk vanuit de markt.

Met betrekking tot de derde deelvraag richt de vergelijkende analyse zich op het effect van afwikkelingsregimes op close-out netting bij het nastreven van de doelstelling van financiële stabiliteit. Er is een aanzienlijke mate van convergentie vastgesteld in de afwikkelingsregelingen van de drie geselecteerde rechtsgebieden wat betreft het soort beperkingen dat wordt opgelegd aan de uitoefening van rechten inzake close-out netting. De implementatie van de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen van de EU heeft geleid tot grote overeenkomsten tussen de Engelse en Franse regimes. Aangezien het Engelse regime dateert van vóór de BRRD, zijn er echter door het Engelse recht meer beperkingen aan close-out netting opgelegd in vergelijking met het Franse recht, dat koos voor de meest gunstige opties voor de verrekenende schuldeiser. Amerikaans recht heeft aantoonbaar een meer restrictieve benadering gevolgd dan de andere twee rechtsgebieden, waar afwikkelingsautoriteiten meer bevoegdheden hebben om de uitoefening van afwikkelingsmaatregelen te beschermen en waar schuldeisers tegelijkertijd minder waarborgen hebben.

De vergelijkende analyse uit hoofdstuk 7 onderzoekt de nationale regelingen van de drie geselecteerde jurisdicties inzake close-out netting, die niet mogelijk zou hebben kunnen zijn als elke jurisdictie afzonderlijk zou worden onderzocht. Deze analyse wordt in Hoofdstuk 8 gebruikt om conclusies te trekken over de invloed van de rechtssstelsels van de drie geselecteerde jurisdicties op de verleende erkenning van bepalingen inzake close-out netting, als antwoord op de in dit onderzoek gestelde hoofdvraag. De wisselwerking tussen beïnvloedingen van het rechtssysteem en de *lex mercatoria* is in verschillende mate zichtbaar bij alle drie geselecteerde regimes. Er is vastgesteld dat zonder de verplichte tenuitvoerlegging van de Richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten van de EU, de Engelse wetgever close-out netting alleen zou hebben erkend binnen de grenzen van het toepasselijke *common law* en op voorwaarde dat de commune verrekeningsregels tijdens insolventie en de bepalingen van het

insolventierecht worden nageleefd. De Franse en Amerikaanse wetgevers hebben eveneens vertrouwd op het concept van de commune verrekening om hun regelingen voor close-out netting te interpreteren, maar beide wetgevers namen hun toevlucht tot regels die gelden op de markt (in plaats van de regels die gelden voor commune verrekening) om de vroegtijdige verrekening van vorderingen te reguleren. Aangezien de rechtstelsels van beide rechtsgebieden doorgaans prescriptief zijn en niet snel vertrouwen op marktpraktijken als primaire rechtsbron, werd de erkenning van deze praktijken vervolgens voor beide rechtstelsels in de wet verankerd om twijfel over hun rechtspositie te voorkomen. Ook wordt aangevoerd dat het geen toeval mag zijn dat de Amerikaanse wetgever de meest uitgebreide wijzigingen in de beschermingsbepalingen heeft aangenomen kort nadat de Richtlijn betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten van de EU was aangenomen, hetgeen de algemene indruk kan wekken dat de Amerikaanse wetgever niet wilde achterblijven bij de ontwikkeling van de EU-brede versterking van regelingen voor close-out netting.

Een andere kwestie die wordt geanalyseerd is of de discussie over de morele rechtvaardiging, die doorgaans plaatsvindt binnen *common law*-jurisdicties, de ontwikkeling van de nationale regelingen voor close-out netting zou kunnen hebben beïnvloed. Morele discussies draaien om de voorrechten die onder zowel de Engelse als de Amerikaanse wetgeving aan verrekening worden gegeven en hoewel het lijkt alsof er in beide rechtsgebieden een aanzienlijke discussie bestond over de omvang van de voorrechten die werden verleend aan schuldeisersverrekening en het effect daarvan op de *pari passu*-beginselen, beïnvloedde de morele kwesties de ontwikkeling van hun regeling voor close-out netting minimaal. De conclusie is daaruit getrokken dat het erop lijkt dat de ontwikkeling van close-out netting in Frankrijk helemaal niet is beïnvloed door morele kwesties, hetgeen als typisch wordt beschouwd voor een civielrechtelijke jurisdictie. Zowel commune verrekening als close-out netting kreeg een functioneel doel (d.w.z. respectievelijk als betaalmiddel en als marktvergoedingsmechanisme) waaraan wordt voldaan door hun respectieve regimes. Dat kwesties van rechtvaardigheid en moraliteit volgens Frans recht niet van bijzonder belang lijken te zijn, blijkt tevens uit de onvoorwaardelijke afwijkingen van het insolventierecht en de civielrechtelijke vorderingen van derden die zijn toegestaan.

Hoewel over het algemeen wordt aangenomen dat *common law*-jurisdicties geneigd zijn om crediteur-vriendelijk te zijn, hetgeen met name blijkt uit de erkenning die in deze jurisdicties wordt verleend aan contractuele pre-insolventierechten, lijkt in dit geval sprake te zijn van een omkering van debiteur- en crediteur-vriendelijke benaderingen. De Engelse regeling heeft wellicht de meest beperkte materiële reikwijdte, aangezien deze beperkt is tot bepalingen inzake close-out netting die deel uitmaken van een financiële zekerheidsovereenkomst, en het de regeling is die de meeste voorwaarden

oplegt. De Franse en Amerikaanse regimes zijn meer marktgericht en daarvoor gericht op het uitbreiden van de materiële reikwijdte naar meer sectoren binnen de financiële markten. Deze benadering kan moeilijk worden verenigd met de debiteur-vriendelijke neiging van hun desbetreffende insolventieregelingen en kan worden verklaard door de, al dan niet uitdrukkelijke, intentie van deze staten om te kunnen blijven concurreren op de financiële markten. Dit geeft aan dat waar men wordt geconfronteerd met dit specifieke beleidsdoel, door het desbetreffende rechtssysteem minder beperkingen worden opgelegd aan de erkenning van close-out netting.

De aangenomen afwikkelingsregelingen ter bescherming van de financiële stabiliteit hebben geleid tot een standaardisering van opgelegde beperkingen aan de handhaving van bepalingen inzake close-out netting, waarbij de invloed van aanbevelingen van internationale regelgevende instanties het overnam van die van de private sector. Tijdens de nasleep van de financiële crisis en op het moment dat deze internationale regelgevende instanties hun aanbevelingen deden, is het duidelijk merkbaar geworden dat de niveaus van beperkingen die in de drie jurisdicties zijn opgelegd aan de uitoefening van close-out netting vrijwel identiek zijn en dat dit, in het kader van het algemeen belang om de financiële stabiliteit te handhaven, een internationale respons vereist om doeltreffend te zijn. Hoewel de Engelse en Franse regimes zijn beïnvloed door de implementatie van de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen van de EU, werd de Engelse wet, vanwege een reeds bestaand afwikkelingsregime voor banken, beïnvloed door bestaande wetgeving bij de implementatie van de bepalingen inzake close-out netting. De Franse wet, die een reeds bestaand afwikkelingsregime voor banken niet kende, implementeerde de BRRD meer getrouw. De Amerikaanse wetgeving blijft haar eigen, zij het vergelijkbare, afwikkelingsregime ontwikkelen, hetgeen tegenwoordig heeft geresulteerd in een relatief beperktere uitoefening van close-out netting.

## CONCLUSIE

In antwoord op de onderzoeksvraag of het rechtssysteem van Engeland, Frankrijk en de VS de erkenning van vroegtijdige verrekening tijdens insolventie heeft beïnvloed, is het antwoord bevestigend voor alle drie de jurisdicties, zij het in verschillende mate. Aangetoond is dat de Engelse *common law* de meeste invloed heeft uitgeoefend op een dergelijke erkenning, terwijl het Franse regime het meest bereid is om op basis van marktpraktijken door te ontwikkelen ondanks de voorschriften van het civiele recht. Het Amerikaanse rechtssysteem blijft dankzij het hybride karakter een meer evenwichtige invloed uitoefenen.

