

**Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht
van de
Nederlandse Orde van Advocaten
en de
Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie**

**Advies inzake de consultatie van het Besluit tot wijziging van het
Besluit prudentiële regels Wft, het Besluit Gedragstoezicht
financiële ondernemingen Wft en enige andere besluiten op het
terrein van de financiële markten (Wijzigingsbesluit financiële
markten 2015)**

1. SAMENVATTING

De Gecombineerde Commissie doet naar aanleiding van het voorgestelde wijzigingsbesluit de aanbeveling om het fiduciarisico van covered bond transacties te elimineren door: (i) invoering van een nieuw artikel 33c Wft (door middel van de Wijzigingswet financiële markten, dit advies bevat hiertoe een concreet tekstvoorstel), of (ii) uitbreiding van de fzo tot kredietvorderingen op consumenten.

2. REACTIE

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht beperkt haar inbreng tot de voorgestelde aanpassingen inzake de zogenoemde covered bonds, ofwel gedekte obligaties (hoofdstuk 6B Besluit prudentiële regels):

1. Conclusie kan zijn dat er geen echte wijzigingen worden voorgesteld in het regulatoire regime. Dat geldt meer in het bijzonder voor de systematiek die gevolgd moet worden bij het veiligstellen van de zogenoemde dekkingsactiva, zie artikel 40d en p. 34/45 van het consultatiedocument, waarin de huidige praktijk wordt bevestigd.
2. Gevolg hiervan is dat er geen oplossing wordt aangereikt voor een eerder in de literatuur en een wetgevingsbrief van DNB geconstateerd aandachtspunt, namelijk het risico dat art. 3:84 lid 3 BW toepassing zou vinden (het fiduciarisico).
3. De Gecombineerde Commissie meent dat het Wijzigingsbesluit financiële markten 2015 aanleiding zou moeten zijn om dit aandachtspunt alsnog op te lossen. De Gecombineerde Commissie heeft hiertoe een concreet voorstel. Ter inleiding daarvan schetst de Gecombineerde Commissie het aandachtspunt.

4. De huidige regelgeving inzake gedekte obligaties (zie p. 35 van de toelichting voor de structuur) stelt als eis voor de registratie van gedekte obligaties door DNB, dat de activa die als onderpand dienen voor de obligaties *worden overgedragen* aan een SPV dat uitsluitend tot doel heeft de activa met voorrang aan te wenden voor de aflossing van hoofdsom en de betaling van rente onder de obligaties voor het geval de uitgevende bank in gebreke blijft. Het SPV dient de activa vervolgens te verpanden aan een andere SPV die dit pandrecht, indien nodig, ten behoeve van de obligatiehouders uitoefent. Daarnaast voorziet het Besluit prudentiële regels in de mogelijkheid dat de activa ten behoeve van de obligatiehouders worden veiliggesteld op een andere, bij ministeriële regeling vast te stellen wijze. Tot op heden is van deze mogelijkheid nog geen gebruik gemaakt.
5. Met de voorgeschreven wijze van veiligstelling van gedekte obligaties is aangesloten bij de wijze waarop de uitgifte van gedekte obligaties in Nederland wordt gestructureerd. In Nederlandse gedekte obligaties worden de activa overgedragen aan een SPV dat zich als tegenprestatie voor de verkrijging van de activa garant stelt voor de tijdige nakoming van de verplichtingen van de uitgevende bank onder de obligaties. Door de activa onder te brengen in een SPV wordt voorkomen dat de activa in een eventueel faillissement van de uitgevende bank vallen. Volgens de minister is een vermogensafzondering de meest zekere manier om de activa ten behoeve van de obligatiehouders veilig te stellen. De mogelijkheid om, na overleg met DNB, bij ministeriële regeling een andere wijze van veiligstelling van activa toe te laten, is opgenomen voor het geval innovatie in de markt met zich brengt dat een alternatieve, veilige structuur wordt bedacht.¹
6. In het nieuw voorgestelde artikel 40d lid 1 van het Besluit is de hiervoor genoemde eis van een vermogensafzondering gecombineerd met een verpanding gehandhaafd. Ook is de mogelijkheid gehandhaafd om met het oog op innovatie een andere wijze van veiligstelling van activa bij ministeriële regeling toe te staan.
7. In de literatuur is door enkele auteurs het risico gesignaleerd, dat de door de huidige regelgeving voorgeschreven overdrachtsstructuur mogelijk in strijd is met het fiduciaverbod van artikel 3:84 lid 3 BW. Het doel van de overdracht is immers, zo wordt betoogd, het SPV in geval van verzuim van de uitgevende bank in staat te stellen de dekkingsactiva liquide te maken en de opbrengsten met voorrang boven andere schuldeisers van de uitgevende bank via de garantie aan te wenden voor de voldoening van de obligaties. Hierin zou men wellicht een (verhulde) overdracht ten titel van verhaal kunnen zien, aangezien het enige belang dat met de overdracht gediend lijkt te zijn het schuldeisersbelang van de

¹ Zie Nota van Toelichting bij het Besluit van 3 juni 2008, houdende wijziging van het Besluit prudentiële regels Wft en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft, inzake gedekte obligaties, Stb. 2008/210, p. 7-8 en p. 11-12.

obligatiehouders is.² De door de huidige regelgeving voorgeschreven overdrachtsstructuur zou zodoende niet de zekerheid bieden die ermee wordt beoogd.

8. Blijkens de wetgevingsbrief 2010 was dit ook een zorg van DNB, zie de volgende passage:

Sinds 2008 voorziet het Besluit prudentiële regels Wft in de uitgifte van gedekte obligaties door in Nederland gevestigde banken. Gedekte obligaties zijn obligaties die gedekt worden door activa die bij het in gebreke blijven van de uitgevende bank worden aangewend voor de nakoming van de rente en aflossing op de obligaties. Bij brief van 15 april 2009 heeft DNB het Ministerie gewezen op de in de literatuur ontstane discussie over de vraag of het in het Burgerlijk Wetboek¹³ neergelegde fiduciaverbod in de weg staat aan rechtsgeldige overdracht van activa in een aanbiedingsprogramma. Gelet op het belang van geregistreerde gedekte obligaties voor de financieringspraktijk, de rol van DNB bij de beoordeling van geregistreerde gedekte obligaties en mogelijke aansprakelijkheidsrisico's, *acht DNB het van belang dat zeker wordt gesteld dat het fiduciaverbod geen beletsel vormt voor een rechtsgeldige overdracht van activa in een aanbiedingsprogramma.*

9. De Minister van Financiën heeft in 2010 naar aanleiding van deze wetgevingsbrief van DNB toegezegd te zullen onderzoeken of het wenselijk en mogelijk is het fiduciaverbod voor gedekte obligaties buiten toepassing te verklaren. Tot nu toe is wetgevend ingrijpen echter uitgebleven.
10. De Gecombineerde Commissie ziet drie verschillende mogelijkheden om deze problematiek het hoofd te bieden.
11. Ten eerste: de meest effectieve en voor de hand liggende oplossing is een zekerstelling op wetsniveau dat artikel 3:84 lid 3 BW geen toepassing vindt op covered bond transacties, op een wijze vergelijkbaar met het oude artikel 2a Wte 1995 en het huidige artikel 7:55 BW.
12. De bepaling zou als volgt kunnen luiden: "*Artikel 3:84, derde lid, van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek is niet van toepassing op een rechtshandeling die strekt tot overgang van dekkingsactiva als bedoeld in artikel 40d, eerste lid, onderdeel a, van het Besluit prudentiële regels Wft. De regels betreffende pandrecht zijn op een zodanige rechtshandeling, de uitvoering daarvan en de op grond daarvan verkregen rechten niet van toepassing of overeenkomstige toepassing.*"
13. Het voorstel voor een dergelijke bepaling zou kunnen worden opgenomen in het wetsvoorstel 'Wijzigingswet financiële markten 2015'. De bepaling zou kunnen worden neergelegd in een nieuw artikel 3:33c Wft

² Zie uitvoerig M.H.E. Rongen, Cessie, Deventer 2012, nrs. 762-771, alsmede A.F. Salomons en M.G. van 't Westeinde, Covered bonds en het fiduciaverbod, WPNR 2008 (6758), p. 453-460.

14. Ten tweede: het toepassingsgebied van titel 7.2 BW (financiële zekerheidsvereenkomsten, fzo) zou kunnen worden uitgebreid tot kredietvorderingen op consumenten. Titel 7.2 BW betreft de implementatie van de Financial Collateral Directive. Onder de huidige regeling kan een fzo geen betrekking hebben op kredietvorderingen op consumenten, tenzij de zekerheidsnemer of de zekerheidsgever een van de instellingen is als genoemd in artikel 7:52 lid 1 (b) BW (o.a. centrale banken, ECB). Zie de definitie van 'kredietvordering' in artikel 7:51 (f) BW. In de literatuur is er op gewezen dat er geen goede reden is waarom kredietvorderingen op consumenten van de reikwijdte van titel 7.2 BW uitgezonderd zouden moeten zijn.³ Kredietvorderingen op consumenten zijn nu al op grote schaal onderwerp van financiële transacties, waarbij onder meer kan worden gedacht aan securitisaties. Indien het toepassingsbereik van titel 7.2 BW zou worden uitgebreid tot kredietvorderingen op consumenten, biedt dit marktpartijen de mogelijkheid een gedekte obligatie vorm te geven met toepassing van een fzo. Uit artikel 7:55 BW volgt dat het fiduciaverbod van artikel 3:84 lid 3 BW niet van toepassing is op een overdracht ter uitvoering van een fzo.⁴
15. De benaderingen genoemd onder (11) en (13) kunnen ook een oplossing bieden voor de reeds bestaande uitgften van gedekte obligaties. Waarschijnlijk kunnen de bestaande transacties met slechts geringe aanpassingen met behulp van deze wetswijzigingen worden gevrijwaard van het fiduciarisico.
16. Ten derde, al dan niet in combinatie met een van de hiervoor genoemde oplossingen: artikel 40d lid 1 Besluit zou kunnen worden uitgebreid met een tweede mogelijkheid van veiligstelling van de dekkingsactiva. De regeling dient een structuur toe te staan waarin de activa *uitsluitend worden verpand*. Deze verpanding dient te geschieden aan een SPV dat, indien de uitgevende bank in gebreke is, de pandrechten ten behoeve van de obligatiehouders uitoefent. In een dergelijke structuur worden de dekkingsactiva dus niet eerst door overdracht afgezonderd van het vermogen van de uitgevende bank gevolgd door een verpanding, maar wordt volstaan met de vestiging van pandrechten door de uitgevende bank.
17. De belangen van de obligatiehouders worden in een pandrechtstructuur op een nagenoeg gelijkwaardige wijze gewaarborgd als in een structuur die is gebaseerd op een combinatie van overdracht en verpanding. Het

³ Zie M.H.E. Rongen, Cessie, nr. 723.

⁴ Zie nader: M.G. van 't Westeinde, TvFR 2009, p. 380 e.v. en M.H.E. Rongen, WPNR 6951 (2012), p. 818 e.v. Meer in het algemeen zou een aanpassing van titel 7.2 BW banken meer flexibiliteit bieden voor de vormgeving van de (her)financiering van hun kredietportefeuilles. Dit zou bijvoorbeeld kunnen bijdragen aan een grotere liquiditeit van de hypotheekmarkt. Uitbreiding van de fzo-regeling tot kredietvorderingen op consumenten zou de Nederlandse regeling bovendien doen aansluiten bij de wijze waarop de FCD in de wetgeving van andere EU-lidstaten is geïmplementeerd.

pandrecht geeft de pandhouder/SPV immers het recht om met voorrang boven andere schuldeisers van de uitgevende bank verhaal te nemen op de dekkingsactiva. De pandhouder kan zijn verhaalsrecht uitoefenen zonder rechterlijke tussenkomst. In geval van faillissement van de uitgevende bank is de pandhouder/SPV bovendien separatist: hij kan zijn recht uitoefenen buiten het faillissement om (art. 57 lid 1 Fw). Ook tijdens faillissement van de uitgevende bank is de pandhouder/SPV bevoegd mededeling van zijn pandrecht te doen en de vorderingen te innen. Wel verhindert de afkondiging van een afkoelingsperiode dat de pandhouder verhaal neemt op de verpande dekkingsactiva of op geïnde gelden gedurende een periode van maximaal 4 maanden (zie art. 63a FW). Ook kan een faillissementscurator de pandhouder/SPV mogelijk een redelijke termijn stellen om tot uitoefening van zijn rechten over te gaan (zie art. 58 lid 1 Fw). Bij het structureren van de transactie kan hiermee echter op voorhand rekening worden gehouden door toepassing van bepaalde mechanismen. In ieder geval verhinderen de genoemde bepalingen niet dat de obligatiehouders met voorrang uit de opbrengsten van de dekkingsactiva worden voldaan.⁵

18. Daarbij kan worden opgemerkt dat vóór de invoering van de regeling van de stille cessie in oktober 2004 ook in securitisatietransacties werd vertrouwd op de aanwezigheid van pandrechten voor het geval de overdracht als gevolg van faillissement van de originator niet meer door mededeling van cessie kon worden voltooid. Voor rating agencies werd het vangnet van de verpanding voldoende geacht om ook zonder de zekerheid van een overdracht hoge ratings aan de transacties te kunnen toekennen.
19. Met het toelaten van een structuur gebaseerd op alleen een verpanding van de dekkingsactiva, wordt op voorhand ruimte geboden aan innovatie in de markt. Het toelaten van een alternatieve structuur biedt marktpartijen grotere flexibiliteit bij de vormgeving van gedekte obligaties. Dit kan onder meer gunstig zijn voor nieuwe partijen die de Nederlandse hypotheekmarkt willen betreden. In het bijzonder in geval van hypotheekbanken die uitsluitend hypotheekleningen aan consumenten verstrekken en de daarvoor benodigde financiering willen aantrekken door middel van gedekte obligaties, lijkt de eis van een afzondering van de dekkingsactiva in een SPV zijn doel voorbij te schieten, aangezien het risicoprofiel van een dergelijk SPV niet wezenlijk anders zal zijn dan het risicoprofiel van de hypotheekbank zelf. In dergelijke gevallen zou een verpanding van de activa voldoende moeten zijn.
20. Door de praktijk de mogelijkheid te bieden om – vooruitlopend op mogelijk wetgevend ingrijpen – gedekte obligaties vorm te geven rondom een pandrechtstructuur, is het aan de marktpartijen zelf om te bepalen of

⁵ Zie voor een beknopte beschrijving van een structuur gebaseerd op enkel een verpanding van de dekkingsactiva: A.F. Salomons en M.G. van 't Westeinde, Covered bonds en het fiduciaverbod, WPNR 2008 (6758), p. 453-460.

zij het fiduciarisico aanvaardbaar achten. Onder de huidige regelgeving zijn uitgevende banken daarentegen gedwongen om gebruik te maken van de overdrachtsstructuur, indien zij geregistreerde gedekte obligaties willen uitgeven.

Den Haag, 11 april 2014