



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Covered Bonds en het fiduciaverbod revisited. Zet de minster het Nederlandse zekerhedenrecht buitenspel?

Salomons, A.F.; Orbán, G.Á.C.

Publication date

2015

Document Version

Final published version

Published in

Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Salomons, A. F., & Orbán, G. Á. C. (2015). Covered Bonds en het fiduciaverbod revisited. Zet de minster het Nederlandse zekerhedenrecht buitenspel? *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie*, 146(7084), 983-985.

<http://opmaatvoorhetnotariaat.sdu.nl/nbonline/d/gen/IMPRWPNR-20151170845>

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

Covered Bonds en het fiducia-verbod revisited. Zet de minister het Nederlandse zekerhedenrecht buitenspel?



Prof. dr. A.F. Salomons* Mr. G.Á.C. Orbán**

Inleiding

Op 1 januari 2015 is een nieuw wettelijk kader van kracht geworden voor gedekte schuldobligaties (*covered bonds*), een financieringsconstructie die inmiddels een omvang van ruim 90 miljard euro heeft bereikt.¹ De kernbepaling is het nieuwe art. 3:33a Wft dat de mogelijkheid biedt om door een bank uitgegeven *covered bonds* in een door De Nederlandsche Bank bijgehouden register op te nemen (zie art. 1:107 lid 1 onder m Wft).² De uitgevende bank moet wel eerst aantonen dat de obligaties worden gedekt door activa (bijvoorbeeld hypotheekvorderingen van de bank) die, indien de bank in gebreke blijft, bij voorrang aangewend worden voor de aflossing van de hoofdsom en de betaling van rente op de obligaties (art. 3:33a lid 1 onder a Wft). Tevens dient te zijn voldaan aan de regels uit het Besluit prudentiële regels Wft die ten doel hebben de betaling op de geregistreerde *covered bonds* op adequate, transparante en verantwoorde wijze veilig te stellen (art. 3:33a lid 1 onder b Wft). Van belang is met name art. 40d lid 1 sub a van dit besluit: de dekkingsactiva dienen onder algemene of bijzondere titel over te gaan aan een *Special Purpose Vehicle* (doorgaans aangeduid als Covered Bond Company ofwel CBC). Tijdens het wetgevingsproces werd van diverse zijden³ aan de orde gesteld dat een overdracht van activa aan een CBC mogelijk op gespannen voet staat met het fiduciaverbod van art. 3:84 lid 3 BW; de reactie van de wetgever hierop vormt het onderwerp van deze bijdrage.

In hoofdlijnen komt de nieuwe wettelijke regeling overeen met die welke sinds 2008 van kracht was (zie art. 1 onderdelen b en c Besluit prudentiële regels Wft (oud)). Nieuw is wel dat thans niet meer vereist is dat de CBC de dekkingsactiva verpandt aan een *security trustee* ten behoeve van de obligatiehouders;⁴ het volstaat dat de dekkingsactiva in het vermogen van de CBC vallen en zodoende afgescheiden blijven van het vermogen van de uitgevende bank. Gehandhaafd is de bepaling dat bij ministeriële regeling een andere wijze van veiligstelling van de dekkingsactiva dan via overgang aan een CBC mogelijk kan worden gemaakt; dit kan van pas komen wanneer “*innovatie in de markt tot gevolg heeft dat een alternatieve, veilige structuur wordt bedacht*”.⁵ Van deze mogelijkheid is echter tot op heden (nog) geen gebruik gemaakt.

Fiduciaverbod

In het nieuwe wettelijk kader is geen voorziening opgenomen voor het risico dat een rechter tot het oordeel komt dat de constructie van overdracht van dekkingsactiva aan een CBC een verholde overdracht ten titel van verhaal vormt en daarmee ongeldig is vanwege strijd met het fiduciaverbod uit art. 3:84 lid 3 BW. Dit ‘fiduciarisico’ is te wijten aan de wijze waarop *covered bonds* in de praktijk vaak worden opgezet, namelijk door overdracht van dekkingsactiva aan een CBC zonder dat daar een geldelijke tegenprestatie tegenover staat (anders dan bijvoorbeeld bij Engelse *covered bonds*-transacties waar de overdracht plaatsvindt ten titel van koop). De enige tegenprestatie die de CBC in de in Nederland gangbare opzet levert is garantstelling ten opzichte van de obligatiehouders voor het

* Hoogleraar Privaatrecht UvA, vaste medewerker van het WPNR.
(a.f.salomons@uva.nl)

** Masterstudent UvA.
(G.A.C.Orban@uva.nl)

1. Wet van 19 november 2014, houdende wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten op het terrein van de financiële markten (*Stb.* 2014, 472); Besluit van 28 november 2014 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) (*Stb.* 2014, 524); Regeling van de Minister van Financiën van 9 december 2014, FM 2014/1900 M, directie Financiële Markten, tot wijziging van de Uitvoeringsregeling Wft in verband met de invoering van een nieuw wettelijk kader voor geregistreerde gedekte obligaties (Wijziging van de Uitvoeringsregeling Wft ter zake geregistreerde gedekte obligaties) (*Stcrt.* 2014, 36125). Zie voor een overzicht van alle Nederlandse *covered bonds*-transacties: dnb.nl/en/supervision/consumer-and-supervision/registers/WFTGO.
2. Zie met name nader A.H. Scheltema, ‘Pfundbriefe, covered bonds of gedekte obligaties’, *MvV* 6 (2015), 177-185.
3. Zie het Advies van 1 april 2014 van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de NOvA en de KNB, <knb.nl/cms/streambin.aspx?requestid=f43943e6-73fa-4a94-bb9a-6e7d58a0452f>, en het advies van 10 oktober 2014 van de Raad van State, *Stcrt.* 2015, 640.
4. Nota van toelichting op het Besluit prudentiële regels Wft, *Stb.* 2014, 524, p. 38.
5. Nota van toelichting op het Besluit prudentiële regels Wft, *Stb.* 2014, 524, p. 38.

verleende krediet, doorgaans gemaximeerd op de opbrengsten van de dekkingsactiva (*'limited recourse'*). Buitendien heeft de CBC op grond van de contractuele afspraken in de periode voorafgaand aan verzuim nagenoeg geen bevoegdheden met betrekking tot de formeel aan haar toekomende dekkingsactiva. Zij mag de stil aan haar gecedeerde vorderingen niet innen en ook de opbrengsten komen haar niet toe. De CBC is wel bevoegd de dekkingsactiva te verpanden aan een *security trustee* ten behoeve van de obligatiehouders, maar dat is, als gezegd, niet meer verplicht. Onverminderd geldt derhalve:

“De CBC betaalt niets, ontvangt niets en mag niets anders doen dan de formele maar onzichtbare rol vervullen van verkrijger-doorverpander (...).”⁶

Er lijkt aldus sprake te zijn van een niet-toegestane overdracht ten titel van verhaal in Sogeleasische zin.

Tijdens de internetconsultatie van de nieuwe wettelijke regeling is het fiduciarisico bij *covered bonds*-transacties door de Gecombineerde commissie Vennootschapsrecht van de NOvA en de KNB aan de orde gesteld.⁷ Door de commissie is een drietal alternatieve oplossingen aangedragen ter eliminatie van dit fiduciarisico. In de eerste plaats oppert zij om het besluit aan te vullen met een bepaling die uitdrukkelijk art. 3:84 lid 3 BW buiten toepassing verklaart op dit soort transacties. Wanneer dit voorstel niet zou worden overgenomen, stelt de commissie voor dat het toepassingsgebied van titel 7.2 BW (financiële zekerheidsvereenkomsten) zou kunnen worden uitgebreid tot kredietvorderingen op consumenten zodat de buitentoepassingsverklaring van het fiduciaverbod in art. 7:55 BW voor fzo's tevens gaat gelden voor een als fzo ingerichte *covered bonds*-transactie. De derde door de commissie aangedragen optie is het toelaten van een *covered bonds*-structuur waarin dekkingsactiva louter worden verpand aan een *security trustee* en dus niet eerst worden overgedragen aan een CBC. Het door de commissie aan de orde gestelde fiduciarisico en de door haar geopperde oplossingen zijn door de minister echter in twee – niet of nauwelijks onderbouwde⁸ – zinnen aan de kant geschoven. Volgens de minister:

“(...) kiezen uitgevende banken bij de uit de praktijk bekende invulling van de overgang voor een constructie waarbij de bevoegdheden van de verkrijgende rechtspersoon ten aanzien van de dekkingsactiva (veel) verder gaan dan een enkel verhaalsrecht. Reeds om die reden valt niet in te zien hoe de in de praktijk gekozen overdracht zou kunnen gelden als een zekerheidsverdracht en daarmee in strijd zou komen met het fiduciaverbod”.⁹

Consequenties van de keuze van de minister

Het door de minister ingenomen standpunt is naar onze mening niet alleen onjuist – de bevoegdheden van een CBC zijn immers doorgaans nu juist (de facto) wel beperkt tot verhaalsrechten –, maar ook riskant. De constructie die nu voor *covered bonds* door de minister lijkt te zijn gesanctioneerd kan immers eenvoudig één-op-één worden overgenomen voor (eenvoudige) bedrijfsfinancieringen. Daarmee zouden partijen de dwingendrechtelijke bepalingen van het zekerhedenrecht aan de kant kunnen zetten, hetgeen het fiduciaverbod juist beoogt te voorkomen.

Men stelle zich de volgende situatie voor: een bank verstrekt een lening aan een bedrijf en wenst daarvoor zekerheden te verkrijgen. Er wordt ditmaal niet gekozen voor verpanding van de handelsvorderingen, voorraden en inventaris van de kredietnemer aan de bank, maar voor overdracht van deze goederen aan een daartoe opgerichte (groeps)vennootschap of stichting (SPV), die zich bij wijze van tegenprestatie garant stelt ten opzichte van de bank voor het verleende krediet. Afgesproken wordt dat zolang de kredietnemer niet in verzuim is, hij de handelsvorderingen mag blijven innen en de voorraden en inventaris mag blijven gebruiken. In geval van verzuim van de kredietnemer kan de bank betaling onder de garantie vorderen, met dien verstande dat de betalingsverplichting onder de garantie niet verder reikt dan de opbrengst van de “in zekerheid” gegeven goederen (*'limited recourse'*). Roept de bank de garantie in dan wordt het gebruiksrecht van de kredietnemer met betrekking tot de goederen beëindigd en worden zij (door verkoop resp. inning) liquide gemaakt ten behoeve van betaling door de SPV aan de bank.¹⁰

De zojuist beschreven constructie komt nagenoeg overeen met de wijze waarop *covered bonds* worden geconstrueerd, en zou – als men de minister mag geloven – niet in strijd zijn met het fiduciaverbod. In onze ogen kan de activa-overdracht ten titel van garantie wel degelijk worden aangemerkt als een ontoelaatbare overdracht ten titel van verhaal. Waar de wetgever voor ogen stond dat in zo'n geval met vestiging van pandrechten zou worden gewerkt, laat men dit achterwege teneinde te ontsnappen aan de

6. A.F. Salomons & M.G. van 't Westeinde, 'Covered bonds en het fiduciaverbod', *WPNR* 2008/6758.
7. <knbn.nl/cms/streambin.aspx?requestid=f43943e6-73fa-4a94-bb9a-6e7d58a0452f>.
8. De Raad van State constateerde ook al dat een motivering voor het standpunt van de minister ten aanzien van het fiduciarisico ontbreekt en adviseerde de toelichting aan te vullen. Zie *Stcrt.* 2015, 640.
9. Nota van toelichting op het Besluit prudentiële regels Wft, *Stb.* 2014, 524, p. 33.
10. Vgl. M.H.E. Rongen, *Cessie beschouwingen over kernthema's van de overdracht van vorderingen op naam tegen de achtergrond van de hedendaagse (internationale) financiële praktijk en securitisation in het bijzonder* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2012, nr. 771.

werking van de dwingendrechtelijke regels van het zekerhedenrecht; bepalingen als art. 3:250 BW (openbare verkoop), art. 58 Fw (redelijke termijn) en 3:235 BW (toeëigeningsverbod) zijn immers in deze constructie niet van toepassing. Het lijkt ons bepaald geen uitgemaakte zaak dat de rechter het standpunt van de minister zal delen en de constructie niet als een verboden overdracht ten titel van verhaal zal aanmerken. Het fiduciarisico is derhalve nog springlevend; het enkele feit dat de minister aangeeft geen bezwaren tegen de constructie te zien maakt – anders dan Scheltema lijkt aan te nemen¹¹ – niet dat de discussie ten einde is. Het is nu eenmaal aan de rechter, en niet aan de minister, om te beslissen of een bepaalde rechtshandeling strijdig is met het fiduciaverbod en op basis van eerdere rechterlijke uitspraken op dat vlak (de arresten inzake Sogelease en BTL) moet rekening worden gehouden met de mogelijkheid van ongeldigheid van een activa-overdracht ten titel van garantie.

Conclusie

De minister heeft geen gehoor gegeven aan het advies van de Gecombineerde Commissie Vennootschap van de NOvA en KNB om *covered bonds*-transacties expliciet aan de werking van het fiduciaverbod te onttrekken. Deze halsstarrigheid leidt ertoe dat het fiduciarisico bij covered bonds nog altijd niet is geëlimineerd. Zelfs als men dit risico laag inschat – afhankelijk van de wijze waarop partijen de covered bonds-transactie binnen het wettelijk kader hebben opgetuigd – is nog altijd niet bereikt wat hier bovenal gewenst is: zekerheid.

11. Scheltema 2015, p. 178 voetnoot 7.