

De crediteuren niet, en de curatoren al helemaal niet.

Recofa zou bij zichzelf te rade moeten gaan, wat zwaarder weegt: het niet nakomen van een voorschrift dat met zoveel woorden als facultatief in de wet is neergelegd, of overbodige extra werkzaamheden (volgens Recofa 0,3 fte per rechtbank, zie F. Kemp, p. 797, noot 13), waarvoor van het ministerie geen financiële tegemoetkoming te verwach-

ten is.

Wanneer Recofa zou besluiten de toepassing van deze wet achterwege te laten, valt niet te verwachten, dat het ministerie daartegen iets zal ondernemen. Deze wet kan dan een zachte dood sterven.

Mr. Dolph Boddaert is advocaat en curator, en maakt deel uit van de maatschap BODDAERT VERWEEL ADVOCATEN te Alkmaar en Heerhugowaard.

Mr. drs. T.R.M.P. Keijser

De Collateral Richtlijn: het belang van de boedel uitgehold

1. Inleiding

De Europese Collateral Richtlijn¹ betekent op een flink aantal punten een breuk met het huidige Nederlandse recht. Deze richtlijn betreft de geld- en effectenmarkten en is met name van belang voor commerciële en centrale banken, alsmede voor bijvoorbeeld verzekeraars, beleggingsinstellingen en andere vermogensbeheerders. Zie voor een algemeen overzicht van de Collateral Richtlijn de bijdrage van Mulder in het vorige nummer van dit tijdschrift.² In dit artikel zal ik ingaan op een aantal ingrijpende gevolgen die de richtlijn zal hebben voor het Nederlandse faillissementsrecht.³ Aan de hand van een casus zullen de volgende onderwerpen aan de orde komen:

- de terugwerkende kracht van de faillietverklaring;
- derdenbescherming bij rechtshandelingen door de failliet na de faillietverklaring;
- de afkoelingsperiode;
- de formaliteiten bij het uitwinnen van verpande effecten;
- het verbod op toe-eigening.

In het bijzonder zal ik aandacht besteden aan de manier waarop de Collateral Richtlijn vorm geeft

aan de tegenstrijdige belangen van de faillissementsboedel (die fixatie als uitgangspunt heeft om de belangen van de failliet en diens crediteuren te beschermen) en van de geld- en effectenmarkten (die juist gebaat zijn bij liquiditeit). Ook zal ik ingaan op de wijze waarop de richtlijn geïmplementeerd zou moeten worden.

2. Casus

Een middelgrote onderneming A en de multinationale bank B (beide gevestigd in Nederland) sluiten op 1 juni een standaardovereenkomst af voor 'repurchase' of (afgekort) 'repo'-transacties. Op grond van een dergelijke overeenkomst kunnen transacties worden aangegaan, waarbij een verkoper op dag X effecten verkoopt en levert aan een koper tegen een bepaalde koopprijs, terwijl deze verkoper zich daarnaast verplicht op dag X+T gelijksoortige effecten te kopen van de koper, waarbij de verkoper naast de koopprijs ook een rentecomponent betaalt aan de koper met betrekking tot de aan hem verleende financiële middelen.⁴

In het kader van de op 1 juni afgesloten overeenkomst wordt op dezelfde dag een transactie aangegaan. Op grond van deze transactie betaalt B (de koper) 1 miljoen euro aan A (de verkoper), terwijl A aan B effecten overdraagt met een waarde van

1. Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten, *PbEG* 2002, L 168/43 ('Collateral Richtlijn' of 'CR').

2. Vgl. ook T.R.M.P. Keijser, 'De Collateral Richtlijn', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar nieuw burgerlijk recht* (Serie Onderneming en Recht deel 24), Deventer: Kluwer, p. 165-192; W.A.K. Rank, 'EU Collateral Direc-

tive vastgesteld: zekerheid voor financiële zekerheidsovereenkomsten?', in: *Een bewezen bestaansrecht; Lustrumbundel 2002, Vereniging voor Effectenrecht* (Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut deel 71), Deventer: Kluwer 2002, p. 319-328.

3. Onderwerpen van algemeen civielrechtelijke aard, hoe vernieuwend ook, komen in dit artikel niet aan de orde. Denk bijvoorbeeld aan het 'gebruiksrecht' van een pandhou-

der, dat inhoudt dat deze het recht heeft als eigenaar te beschikken over de aan hem verpande goederen (zie art. 5 CR).

4. Zie over repo's nader Keijser 2002, p. 166-170 (zie noot 2); W.A.K. Rank, *De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financieringspraktijk* (Serie Onderneming en Recht deel 12), Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 17 e.v.

1 miljoen euro. De repo heeft een looptijd tot 10 juni. Op dat moment is A verplicht 1 miljoen euro (vermeerderd met een rentecomponent) over te maken naar B, terwijl B gelijksoortige effecten moet overdragen aan A. A en B spreken af dat gedurende de looptijd van de transactie het economisch risico van waardefluctuaties van de effecten ligt bij A. Dit houdt in dat B A compenseert in het geval van een stijging van de waarde van de effecten, en dat A in het geval van een waardedaling aan B ter compensatie geld of effecten betaalt. Op 7 juni ontstaat er voor A op grond van deze afspraak een verplichting tegenover B ter hoogte van 20 000 euro, waaraan kan worden voldaan door 1. betaling van een geldsom; 2. door overdracht van effecten; 3. of door het vestigen van een pandrecht op effecten met een daaraan gekoppeld 'gebruiksrecht' (zie art. 5 CR).

Op 7 juni wordt het faillissement van onderneming A uitgesproken. Op grond van de tussen partijen aangegane standaardovereenkomst betekent dit dat de contractuele verhouding tussen partijen automatisch tot een einde komt. A en B hebben afgesproken dat dit als volgt zal gebeuren: 1. de contractuele relatie wordt beëindigd en alle rechten en verplichtingen over en weer worden opeisbaar; 2. deze rechten en verplichtingen worden gewaardeerd op een geldbedrag en uitgedrukt in één bepaalde valuta; 3. hierna vindt verrekening plaats. Het resultaat is dat één van beide partijen de andere partij één nettobedrag schuldig is.⁵

Dit betekent dat op 7 juni in ieder geval opeisbaar worden: de 1 miljoen euro, alsmede de rente tot en met 7 juni, die A aan B moet betalen; en de verplichting van B tegenover A om gelijksoortige effecten over te dragen met een waarde van 1 miljoen euro. Daarnaast speelt de vraag hoe het zit met de 20 000 euro die A aan B moet betalen ter compensatie van waardefluctuaties.

3. Faillietverklaring: terugwerkende kracht, geen derdenbescherming

Uitgangspunt: terugwerkende kracht/geen derdenbescherming

Het uitgangspunt van de Nederlandse Faillissementswet is dat een faillissement met terugwerkende kracht ingaat, en wel vanaf het begin van de dag dat het faillissement door de rechter wordt uitgesproken.⁶ Daarnaast geldt in beginsel dat de failliet vanaf dat moment beschikkingsonbevoegd is ten

aanzien van het tot het faillissement behorende vermogen, en dat derden géén beroep kunnen doen op bepalingen betreffende derdenbescherming.⁷ De Collateral Richtlijn haalt een streep door beide uitgangspunten. Art. 8 lid 1 onder *a* CR bepaalt dat er geen sprake mag zijn van terugwerkende kracht van de faillietverklaring. Art. 8 lid 2 CR laat onder omstandigheden wel degelijk toe dat na verkrijging van een onbevoegde failliet een beroep wordt gedaan op bepalingen van derdenbescherming.

Géén terugwerkende kracht

De breuk door art. 8 lid 1 onder *a* CR met de hoofdregel dat de faillietverklaring terugwerkende kracht heeft, is in de onderhavige casus van betekenis. Als A op 7 juni voor het moment dat de faillietverklaring wordt uitgesproken voldoet aan zijn verplichting 20 000 euro te betalen, dan kan de curator het betaalde naar huidig Nederlands recht op grond van art. 23 Fw van B terugvorderen. Onder het regime van de Collateral Richtlijn is dit anders. Het geld kan niet worden opgevorderd ten behoeve van de boedel.

De Finaliteitsrichtlijn⁸ maakte in art. 3 al eerder een vergelijkbare uitzondering voor systemen waarin overboekingsopdrachten betreffende geld en effecten worden afgewikkeld ('afwikkelingssystemen').⁹ Waar de Finaliteitsrichtlijn beoogt een ononderbroken werking van deze afwikkelingssystemen te waarborgen, heeft de Collateral Richtlijn ten doel de continuïteit van een meer omvattend systeem, namelijk dat van de geld- en effectenmarkten, veilig te stellen. De voortdurende beschikbaarheid van geld en effecten op de markten betekent dat daarmee uitstaande verplichtingen kunnen worden nagekomen, ook indien één marktdeelnemer in problemen verkeert. Een mogelijk domino-effect ten aanzien van posities van andere marktdeelnemers wordt hiermee voorkomen. Dit betekent dat het zogenaamde systeemrisico wordt beperkt.

De nieuwe aanpak van art. 8 lid 1 onder *a* CR gaat ten koste van boedel. Toch is er voor deze aanpak wel iets te zeggen. Men moet in het achterhoofd houden dat de terugwerkende kracht van art. 23 Fw met name is ingegeven om bewijstechnische redenen. De dag waarop transacties tussen partijen en de faillietverklaring door de rechter plaatsvinden is, aldus de wetgever, in zijn algemeenheid makkelijk vast te stellen. Dit geldt echter veelal niet voor het exacte moment (uur en minuut) daar-

5. Vgl. art. 10 van de Global Master Repurchase Agreement (2000 versie), de art. 10 en 14 van de Global Master Securities Lending Agreement, en de art. 5 en 6 van de 2002 Master Agreement van de International Swaps and Derivatives Association.

6. Zie art. 23 Fw.

7. Dit vloeit voort uit de art. 23 en 24 Fw. Vgl. HR 11 januari 1980, *NJ*

1980, 563 (*ABC/Emmerig q.q.*); HR 31 maart 1989, *NJ* 1990, 1 (*Vis q.q./NMB*); Rb. 's-Gravenhage 10 december 1997, *JOR* 1998/48 (*Lime-tree/Van Lanschoot*, m.nt. Kortmann en Faber).

8. Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties

in betalings- en afwikkelingssystemen, *PbEG* 1998, L 166/45 ('Finaliteitsrichtlijn').

9. Dit artikel is in het Nederlandse recht geïmplementeerd in de art. 212b lid 1 en 281h Fw (dat art. 212b lid 1 Fw van overeenkomstige toepassing verklaart op de in art. 281g Fw genoemde instellingen) en in art. 71 lid 9 en 11 Wtk 1992.

van.¹⁰ In de financiële markten is daarentegen in zijn algemeenheid het tijdstip waarop transacties plaatsvinden wel nauwkeurig te bepalen, terwijl ook het tijdstip van de rechterlijke uitspraak tot op de minuut nauwkeurig kan worden vermeld in het vonnis.¹¹ Het is op zich zuiver dat de gevolgen van het faillissement intreden op het moment van de faillietverklaring. Ook voor wat betreft transacties in andere sectoren van de economie, waarvan het tijdstip nauwkeurig te bepalen is, is daarom afschaffing van de terugwerkende kracht het overwegen waard.¹²

Wél derdenbescherming

Stel nu dat A op dag 7 gevolg geeft aan zijn verplichting 20 000 euro te voldoen, maar pas na het moment van de uitspraak, en dat B op dat moment niet wist en niet behoorde te weten van het faillissement van A. Wordt B beschermd? Op grond van art. 8 lid 2 CR is dit inderdaad het geval. Naar huidig Nederlands recht moet een onderscheid worden gemaakt tussen voldoening in de vorm van geld of effecten. In beide gevallen is de uitkomst echter anders dan onder het regime van de Collateral Richtlijn.

Zoals hierboven werd betoogd geldt naar huidig recht in beginsel, dat degene die heeft betaald aan of die heeft verkregen van een failliet geen beroep kan doen op bepalingen van derdenbescherming. De Faillissementswet bevat echter drie uitzonderingen op deze hoofdregel. Allereerst bepaalt art. 52 Fw dat bevrijdend aan een failliet kan worden betaald, indien niet bewezen kan worden dat degene die de betaling deed bekend was met de faillietverklaring. Dit artikel is van kracht sinds 1896. Een tweede uitzondering betreft art. 35 lid 3 Fw, dat in werking is getreden in 1992, tezamen met de Boeken 3, 5 en 6 BW. Op grond van deze bepaling

geniet degene die van een failliet een roerende zaak of een recht aan toonder of order (of een pandrecht op een van deze goederen) verkrijgt derdenbescherming, indien hij niet bekend was met de faillietverklaring. Het komt mij voor dat de wetgever met de introductie van deze bepaling op oneigenlijke gronden een inbreuk heeft gemaakt op het beginsel van het Nederlandse faillissementsrecht dat de belangen van de boedel prevaleren boven die van derden te goeder trouw.¹³ Een laatste breuk met de grondgedachte dat in het geval van faillissement de belangen van de gezamenlijke crediteuren prevaleren boven het belang van derden te goeder trouw, is voor wat betreft afwikkelingsystemen te vinden in art. 212b lid 2 Fw¹⁴ en in art. 71 lid 10 en 11 Wtk 1992. Deze artikelen zijn op 1 januari 1999 deel geworden van het Nederlandse recht ter implementatie van art. 3 van de hierboven genoemde Finaliteitsrichtlijn.¹⁵

Naar huidig Nederlands recht geldt dat in het geval van een betaling van een geldsom (indien het althans niet gaat om een betaling in het kader van een afwikkelingssysteem in de zin van de Finaliteitsrichtlijn) de hoofdregel moet worden toegepast. Dat betekent dat een beroep op derdenbescherming in dit geval niet mogelijk is. Met de komst van de Collateral Richtlijn gaat dit veranderen. Conform art. 8 lid 2 CR kan een beroep op derdenbescherming wel degelijk effect sorteren.

Als A echter zou besluiten aan zijn verplichting tot betaling van 20 000 euro te voldoen door effecten over te dragen of te verpanden (wederom buiten een afwikkelingssysteem om), moet de vraag of B een beroep kan doen op derdenbescherming naar huidig recht worden beoordeeld aan de hand van art. 35 lid 3 Fw, indien het tenminste gaat om effecten die gekwalificeerd kunnen worden als een recht aan toonder of order.¹⁶ De periode waarin

10. Zie S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet* (Serie Onderneming en Recht deel 2-I), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1994, p. 360.

11. In de art. 212b lid 4 Fw en 71 lid 12 Wet toezicht kredietwezen 1992 ('Wtk 1992') is reeds een verplichting opgenomen voor de rechter om nauwkeurig aan te geven wanneer de faillietverklaring wordt uitgesproken.

12. Vgl. J.J. van Hees, 'Het fixatiebeginsel in faillissement', in: *A-T-D: Opstellen aangeboden aan Prof. Mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, p. 132-135.

13. Met advocaat-generaal Franx in zijn conclusie voor het hierboven reeds genoemde arrest ABC/Emmerig q.q. (vgl. ook de in de conclusie aangehaalde schrijvers), ben ik van mening dat het maar zeer de vraag is of de Hoge Raad in het arrest Van der Hoeven q.q./Amsterdam (HR 18 april 1947, NJ 1948,

447) heeft bedoeld een algemene regel te formuleren betreffende derdenbescherming. Deze regel zou zijn dat een pandhouder (of een andere verkrijger) te goeder trouw die denkt van een onbevoegde failliet een recht te verkrijgen, een beroep kan doen op derdenbescherming, en wel vanaf het moment van de faillietverklaring tot op het moment van de publicatie daarvan in de zin van art. 14 lid 3 Fw. De wetgever interpreteert het arrest Van der Hoeven q.q./Amsterdam echter wel zo en voert in het bijzonder op deze grond art. 35 lid 3 Fw in. Zie voor de wetsgeschiedenis S.C.J.J. Kortmann en N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet* (Serie Onderneming en Recht deel 2-III), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1995, p. 83-85, alsmede de aldaar aangehaalde literatuur 'pro' en 'contra'. Vgl. ook R.J. Verschoof, *Het nieuwe faillissementsrecht* (Serie Praktijkhand-

leidingen), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992, p. 13-14.

14. Art. 281h Fw verklaart art. 212b lid 2 Fw van overeenkomstige toepassing op de in art. 281g Fw genoemde instellingen.

15. Zie ook J.J. van Hees, 'Levering van registergoederen en aandelen tijdens faillissement: curator en notaris in een lastig parket', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *De curator, een octopus* (Serie Onderneming en Recht deel 6), Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1996, p. 123-138. Van Hees gaat onder meer in op de uitbreiding van derdenbescherming naar nieuw burgerlijk recht in het geval van verkrijging van registergoederen van een failliet.

16. De vraag of art. 35 lid 3 Fw van overeenkomstige toepassing is op stukken aan toonder of order die zijn ingebracht in een giraal systeem laat ik hier buiten beschouwing.

een beroep op dit artikel kan worden gedaan loopt vanaf het moment van de uitspraak betreffende de faillietverklaring tot aan de publicatie daarvan in de zin van art. 14 lid 3 Fw. Art. 8 lid 2 CR biedt eveneens bescherming vanaf het moment van de uitspraak, maar is beperkt tot de dag van de uitspraak en gaat niet uit van bescherming tot op de dag van publicatie (welke in de praktijk later zal liggen). Het is de vraag of met de implementatie van de Collateral Richtlijn de beschermingstermijn moet worden beperkt tot de dag van de faillietverklaring, of dat moet worden aangesloten bij de ruimere termijn van art. 35 lid 3 Fw.

Uit het bovenstaande blijkt in ieder geval dat de Collateral Richtlijn (net als eerder de Finaliteitsrichtlijn) zelfs na het moment van de faillietverklaring het belang van de continuïteit van de financiële markten boven het belang van de faillissementsboedel stelt. Dit past in een ontwikkeling in het Nederlandse recht, die in 1992 in een stroomversnelling is geraakt, waarin de belangen van de gezamenlijke crediteuren het in steeds verdergaande mate afleggen tegen het belang van individuele derden die een beroep doen op beschermingsbelangen.

4. Afkoelingsperiode

Een afkoelingsperiode (zie art. 63a Fw) heeft als doel de curator van een in moeilijkheden verkerend bedrijf de tijd te gunnen om orde op zaken te stellen. De belangen van het failliete bedrijf, diens schuldeisers, werknemers en andere betrokkenen zijn hiermee gediend. Een belangrijke vraag betreft de reikwijdte van de afkoelingsperiode. Strekt deze zich uit tot de executie van verpande effecten en tot verrekening?

Stel dat B op dag 7 de aan hem verpande effecten wil executeren. Naar huidig Nederlands recht moet worden aangenomen dat de afkoelingsperiode hieraan in de weg staat. Uit de memorie van toelichting bij art. 63a Fw blijkt immers dat de afkoelingsperiode kan worden ingeroepen tegen pandhouders.¹⁷ Executie van het pandrecht kan derhalve niet plaatsvinden en het eigendomsrecht van de verpande effecten valt gedurende de afkoelingsperiode in de boedel.

Een tweede vraag betreft de verrekeningsbevoegdheid van B, waarbij de verpande effecten ter waarde van 20 000 euro buiten beschouwing worden gelaten. B wil zijn verplichting om aan A gelijksortige effecten (tegenwaarde: 1 miljoen euro) over te dragen verrekenen met zijn vordering op A ter hoogte van 1 000 000 euro en de opeisbare rente

tot en met 7 juni. Naar huidig Nederlands recht kan in dit geval, indien tenminste is voldaan aan de vereisten van art. 53 Fw, worden verrekend.¹⁸ De afkoelingsperiode staat hieraan niet in de weg.

Wat de analyse naar Nederlands recht ook moge zijn, de Collateral Richtlijn laat niet toe dat een afkoelingsperiode in de weg staat aan de afdwingbaarheid van afspraken over de uitwinning.¹⁹ B mag het pandrecht executeren en is bevoegd te verrekenen. De Europese wetgever laat het belang van de liquiditeit van de financiële markten zwaarder wegen dan de belangen van de in moeilijkheden verkerende onderneming.

5. Verbod op formaliteiten bij uitwinning van verpande effecten

Laten we ervan uitgaan dat failliet A op dag 7 aan B een pandrecht verleent op effecten ter waarde van 20 000 euro, en wel voordat de rechter het faillissement heeft uitgesproken. Deze verpanding is conform de Collateral Richtlijn onaantastbaar. Vervolgens wordt op het moment van de rechterlijke uitspraak automatisch de verhouding tussen partijen beëindigd, zoals hierboven beschreven. Hoe moet B nu het pandrecht op de effecten waarden? Volgens de Collateral Richtlijn zijn er twee manieren om dit te doen. B kan de effecten verkopen, of hij kan ze zich, indien dit is overeengekomen, toe-eigenen.²⁰ Laten we er in deze paragraaf van uitgaan dat B de effecten wil verkopen.

Naar huidig Nederlands recht is de verkoop van verpande goederen onderworpen aan restrictieve regels, die ten doel hebben een maximale opbrengst te genereren. Een verkoop van verpande effecten kan alleen geschieden in de vorm van een openbare verkoop (zie art. 3:250 BW), ofwel op een andere wijze, indien de voorzieningenrechter daartoe toestemming verleent (de zogenaamde onderhandse verkoop; zie art. 3:251 lid 1 BW), of indien de pandhouder en de pandgever hierover een overeenkomst sluiten die tot stand komt nadat de pandhouder tot uitwinning bevoegd wordt (zie art. 3:251 lid 2 BW). De ratio van deze voorschriften is het genereren van een maximale opbrengst, zodat de failliet en diens crediteuren niet worden benadeeld.²¹

De Collateral Richtlijn daarentegen staat elke overeengekomen wijze van verkoop toe, en eventuele wettelijke formaliteiten (zoals de toestemming van de voorzieningenrechter in het geval van een onderhandse verkoop, of het sluiten van een overeenkomst na het moment dat de pandhouder bevoegd is geworden tot uitwinning over te gaan) zijn daar-

17. *Kamerstukken II* 1980/81, 16 593, nr. 3, p. 153-154.

18. Zie E. Dirix en S.C.J.J. Kortmann, 'Compensatie en concursus creditorum', in: *Tijdschrift voor Privaatrecht* 1989, p. 1657-1687.

19. Zie de art. 4 lid 5 en 7 lid 1 onder a CR.

20. Zie de art. 4 lid 1 en 4 lid 2 CR.

21. Voor beursgenoteerde effecten is

er de speciale regeling van art. 3:250 lid 2 BW. Deze regeling heeft geen betekenis voor transacties buiten de beurs om (zogenaamde 'Over-The-Counter'-transacties).

bij uit den boze.²² Deze formaliteiten brengen in de regel met zich mee dat uitwinning niet terstond kan geschieden. De Collateral Richtlijn beoogt met een snelle uitwinning de voortdurende liquiditeit van de geld- en effectenmarkten te bevorderen, en het hierboven reeds genoemde systeemrisico te verminderen. Met een verbod op deze formaliteiten gaat echter de daarmee beoogde bescherming van de gefailleerde pandgever en diens crediteuren verloren.

Naast het beperken van het systeemrisico zijn er nog twee andere redenen waarom afwijking van strikte waarderingsregels aanvaardbaar is. Ten eerste worden transacties die vallen binnen het bereik van de Collateral Richtlijn in de regel aangegaan tussen grote, professionele marktpartijen.²³ Omdat deze marktpartijen ongeveer even sterk zijn, zullen zij in de regel een redelijk waarderingsmechanisme afspreken. Voor kleine en middelgrote ondernemingen gaat dit argument echter niet op. Deze ondernemingen behoren dan ook buiten de reikwijdte van de Collateral Richtlijn te vallen (zie art. 1 lid 3 CR). Ten tweede laat de Collateral Richtlijn de nationale wetgever de ruimte om te bepalen dat uitwinning op een commercieel aanvaardbare wijze moet geschieden. Het gaat hier om een toetsing die achteraf plaatsvindt. De wetgever moet naar mijn mening gebruikmaken van deze mogelijkheid een vinger aan de pols te houden.²⁴

In wezen zijn zowel de art. 3:250 en 251 BW als art. 4 lid 6 CR een uitwerking van de algemeen geldende norm dat partijen zich redelijk tegenover elkaar moeten gedragen. Het is dan ook goed verdedigbaar dat ook een actie op grond van wanprestatie of onrechtmatige daad mogelijk blijft, indien niet op commercieel redelijke wijze wordt uitgewonnen.

6. Geen verbod op toe-eigening?

De Collateral Richtlijn staat toe dat wordt overeengekomen dat verpande effecten worden toegeëigend en dat ook de waardering van de effecten plaatsvindt conform contractuele afspraken.²⁵ Het uitgangspunt van het huidige Nederlandse recht is anders. Art. 3:235 BW bepaalt dat een beding waarbij een pandhouder de bevoegdheid wordt gegeven zich het verbonden goed toe te eigenen nietig is. De facto is toe-eigening wel mogelijk (en vindt ook plaats in de praktijk), maar alleen dan als is voldaan aan de procedurele voorschriften van de art. 3:250-251 BW. De ratio van dit samenstel van bepalingen is wederom het voorkomen van eigenrichting en het genereren van een maximale opbrengst ten behoeve van de boedel. Een met waarborgen omklede verkoop conform de art. 3:250-

251 BW biedt nu eenmaal meer garantie dat een maximale opbrengst wordt verkregen, dan een waardering conform contractuele afspraken, die mogelijk door de pandhouder zijn gediceerd.

Uitgangspunt is derhalve dat de belangen van de boedel met de nieuwe regeling van de Collateral Richtlijn niet zijn gediend. Nu is het zo dat art. 4 lid 3 CR aan lidstaten van de Europese Unie die de toe-eigeningstechniek niet kennen de bevoegdheid geeft om deze niet in te voeren ter implementatie van de richtlijn. Moet de Nederlandse wetgever van deze bevoegdheid gebruik maken?

In paragraaf 4 hierboven is betoogd dat het opheffen van formaliteiten bij de uitwinning acceptabel is in het geval van grote marktpartijen. Ook voor contractuele afspraken omtrent toe-eigening geldt dat deze aanvaardbaar zijn als het gaat om transacties tussen marktpartijen die even sterk zijn. Wel is het in dit geval wenselijk dat de wetgever de rechter de bevoegdheid geeft achteraf te toetsen of de waardering op commercieel redelijke wijze heeft plaatsgevonden. Wat mij betreft wordt het toe-eigeningsverbod van art. 3:235 BW derhalve opgeheven voor de grote financiële marktpartijen. Het is echter onaanvaardbaar dat de belangen van zwakkere marktpartijen, zoals kleine en middelgrote ondernemingen, op een dergelijke wijze aan de kant worden gezet. Het ligt derhalve ook in dit verband voor de hand deze ondernemingen buiten de werkingsfeer van de richtlijn te houden.

7. Conclusie

Bij verschillende van de hierboven besproken onderwerpen is gebleken dat de Collateral Richtlijn steeds het belang van de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten stelt boven de belangen van de faillissementsboedel.

Op grond van de Collateral Richtlijn blijven wettelijke formaliteiten bij de uitwinning (zoals bijvoorbeeld neergelegd in de art. 3:250-251 BW) buiten toepassing en wordt het toe-eigeningsverbod van art. 3:235 BW mogelijk opgeheven. Dit kan leiden tot situaties waarin de executieopbrengst niet maximaal is en die dus nadelig zijn voor de boedel. Van grote marktpartijen op de financiële markten mag je verwachten dat zij hun belangen naar behoren weten te behartigen en dat een redelijk waarderingsmechanisme wordt overeengekomen. Het is goed te verdedigen dat in dit geval het belang van de boedel moet wijken voor dat van liquide geld- en effectenmarkten in Europa. Dit ligt anders in het geval van kleine en middelgrote ondernemingen, die nauwelijks betekenis hebben voor de liquiditeit van de markten en die bij transacties met de grote marktspelers gezien de scheve

22. Zie de art. 4 lid 4 en 7 lid 2 CR. Met art. 4 lid 4 onder a CR wordt ook art. 3:249 BW buiten werking ge-

steld. Hieraan zal ik in dit artikel geen aandacht besteden.

23. Zie art. 1 lid 2 CR.

24. Zie over dit laatste onderwerp considerans nr. 17 en art. 4 lid 6 CR.

25. Zie art. 4 lid 1-3 CR.

machtsverhouding in veel gevallen niet in staat zullen zijn hun belangen (en die van hun crediteuren) gestalte te geven. Deze ondernemingen behoren dan ook beschermd te worden en buiten het bereik van de richtlijn te vallen (vgl. art. 1 lid 3 CR). Overigens biedt de Collateral Richtlijn de mogelijkheid – en hiervan moet gebruik worden gemaakt! – de rechter de bevoegdheid te geven achteraf te toetsen of waardering op een redelijke grondslag heeft plaatsgevonden.

Naar huidig Nederlands recht heeft de faillietverklaring terugwerkende kracht. De Collateral Richtlijn gaat echter uit van werking van het faillissement vanaf het precies vast te stellen moment waarop de faillietverklaring plaatsvindt. Weliswaar is deze wijziging niet gunstig voor de boedel, zij is op zich zuiver, nu dientengevolge de gevolgen van een faillissement pas intreden vanaf het moment van de faillietverklaring. De reden van invoering van de terugwerkende kracht was immers bewijstechnisch van aard, namelijk dat het exacte moment van de faillietverklaring en van transacties vaak moeilijk kan worden vastgesteld. Het tijdstip van de faillietverklaring kan echter nauwkeurig worden vermeld in het vonnis. Daarnaast geldt dat in de financiële markten ook het tijdstip van transacties in de regel precies is te bepalen. Het is het overwegen waard om ook in andere sectoren van

de economie waarvoor hetzelfde geldt, de terugwerkende kracht van de faillietverklaring af te schaffen.

De Collateral Richtlijn maakt onder omstandigheden een beroep op derdenbescherming na het moment van de faillietverklaring mogelijk. Daarnaast worden transacties die vallen binnen het bereik van de richtlijn niet geraakt door de afkoelingsperiode. Hiermee druist de Collateral Richtlijn regelrecht in tegen beginselen van Nederlands faillissementsrecht die beogen de belangen van de boedel te beschermen.

De implementatie van de Collateral Richtlijn zal moeten leiden tot een aantal wijzigingen van het Nederlandse recht. Gezien de principiële aard van deze wijzigingen, die soms regelrecht indruisen tegen grondbeginselen van Nederlands recht, ligt een *lex specialis* voor welomschreven deelnemers aan de geld- en effectenmarkten voor de hand. In deze *lex specialis* kunnen dan meteen vergelijkbare afwijkende regels worden geïntegreerd, die met de implementatie van de Finaliteitsrichtlijn op verschillende plaatsen het Nederlandse recht zijn binnengeslopen.

Mr. drs. T.R.M.P. Keijser is als junior onderzoeker verbonden aan het Onderzoekcentrum voor Onderneming en Recht van de Katholieke Universiteit Nijmegen.

Mr. J.C. Westermann

Kan pandrecht worden gesauveerd bij novatie in de internationale financieringspraktijk?

1. Inleiding

Naar buitenlands recht worden vorderingen en schulden met enige regelmaat 'overgedragen' door novatie. Onder het Nederlandse recht ligt het meer voor de hand om een vordering dan wel schuld over te dragen door cessie, schuld- of contractoverneming. Novatie is dan ook op het eerste gezicht een voor Nederlands recht niet erg relevante rechtsfiguur. Toch ziet men zich als Nederlands jurist in de internationale financieringspraktijk af en toe geconfronteerd met novatieperikelen. Als voorbeeld kan dienen een lening die beheerst wordt door Engels recht, tot zekerheid waarvan een Nederlands pandrecht is gevestigd. Als de leninggever zijn vordering in overeenstemming met

Engels recht 'overdraagt' aan een derde door novatie, gaat op basis van het accessoriteitsbeginsel het Nederlandse pandrecht in principe teniet (art. 3:7 jo. 82 BW). Immers, door de novatie gaat de oude, door het pandrecht gedekte vordering teniet en ontstaat een nieuwe, niet door het pandrecht gecureerde vordering.¹

Onder 'novatie', ook wel 'schuldvernieuwing', verstaat men naar Nederlands recht traditioneel:

'de overeenkomst strekkende tot afstand van een vorderingsrecht met de bijzonderheid dat daarbij en in verband daarmee een nieuwe verbintenis in het leven groepen wordt, hetzij van de schuldenaar jegens de oude schuldeiser ("objectieve novatie"), hetzij van de schuldenaar jegens een nieuwe schuldeiser ("actieve novatie"),

1. Onder het Engelse recht kent men ook cessie van vorderingen, maar omdat met novatie niet alleen rechten maar ook verplichtingen kun-

nen worden overgedragen, wordt vaak gekozen voor novatie. Een voorbeeld van een verplichting die een leninggever mogelijk wenst

over te dragen, is bij een revolving lening de verplichting om desverzocht additionele leningen te verstrekken.