

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/65030>

Please be advised that this information was generated on 2019-04-22 and may be subject to change.

De implementatie van de Europese Richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten



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

Belangen van het midden- en kleinbedrijf bedreigd door wijziging van het Nederlandse goederen- en faillissementsrecht

Inleiding

Richtlijn nr. 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten (hierna de 'Richtlijn') heeft betrekking op transacties op de geld- en effectenmarkten. De term 'financiëlezekerheidsovereenkomst' wordt gebruikt om overeenkomsten aan te duiden, waarbij partijen elkaar op tijdelijke basis geld en/of effecten verschaffen. De Richtlijn is in eerste instantie geschreven voor transacties tussen grote spelers op de kapitaalmarkten, zoals commerciële en centrale banken, verzekeringsinstellingen, beleggingsinstellingen en bepaalde overheden. Zij biedt echter de ruimte om haar bepalingen ook toe te passen op transacties tussen dergelijke grote marktpartijen en ondernemingen, waaronder ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf. Doel van de Richtlijn is het stimuleren van de liquiditeit van de Europese geld- en effectenmarkten. Om grensoverschrijdende transacties makkelijker te maken en zo de liquiditeit te bevorderen, stelt de Richtlijn het harmoniseren van een aantal bepalingen van goederen- en faillissementsrecht verplicht.

In Nederland wordt de Richtlijn geïmplementeerd door de Wet tot uitvoering van Richtlijn nr. 2002/47/EG betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten (hierna de 'Uitvoeringswet').¹ Deze Uitvoeringswet bevat verschillende bepalingen die vergaand ingrijpen in het Nederlandse goederen- en faillissementsrecht. In deze bijdrage wordt ingegaan op de belangrijkste wijzigingen die de Uitvoeringswet tot gevolg heeft. Deze zullen leiden tot een versterking van de positie van financiers, terwijl in het bijzonder kredietnemers in het midden- en kleinbedrijf die financiële zekerheden verschaffen, het gevaar lopen hiervan het slachtoffer te worden. Na een schets van de belangrijkste bepalingen van de Uitvoeringswet en een nadere karakterisering van het begrip 'financiëlezekerheidsovereenkomst', komt een aantal gevolgen van de Uitvoeringswet voor het (fiduciaire) eigendomsrecht, het pandrecht en het faillissementsrecht aan de orde. Tot slot wordt bekeken wat de reikwijdte van de Uitvoeringswet zou moeten zijn.²

1. De Uitvoeringswet in het kort

Op grond van de Uitvoeringswet wordt aan Boek 7 BW een nieuwe titel betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten toegevoegd (Titel 2; artt. 7:51-56 BW). Ook de

Faillissementswet wordt met enige artikelen uitgebreid. Hierna volgt een korte bespreking van de belangrijkste bepalingen.³

Algemeen

Zoals hiervoor reeds werd aangegeven, worden onder de term 'financiëlezekerheidsovereenkomst' overeenkomsten verstaan, waarbij partijen elkaar op tijdelijke basis geld en/of effecten verschaffen. Er kunnen twee typen financiëlezekerheidsovereenkomsten worden onderscheiden: de financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht en de financiëlezekerheidsovereenkomst tot vestiging van een pandrecht.⁴

De overdracht of verpanding kan betrekking hebben op geld of effecten.⁵ Het geld moet op een rekening of deposito zijn gecrediteerd; contant geld valt buiten het bereik van de Uitvoeringswet. Voor de effecten geldt dat ze *de facto* op de kapitaalmarkt verhandelbaar moeten zijn. Aandelen in een BV vallen doorgaans vanwege hun blokkeringsregeling niet onder de hier bedoelde effecten. Hetzelfde geldt voor effecten waar geen markt voor is.⁶ De Nederlandse wetgever heeft gekozen voor een bijzonder breed toepassingsgebied van de Uitvoeringswet (zie art. 7:52 BW). De enige beperking is dat de wettelijke regeling niet van toepassing is op particulieren. Dit betekent dat financiëlezekerheidsovereenkomsten niet alleen tussen financiële instellingen (in ruime zin) onder-

* Wetenschappelijk medewerker verbonden aan de vakgroep Burgerlijk Recht van de Radboud Universiteit Nijmegen. Met dank aan prof. mr. S.C.J.J. Kortmann voor opbouwend commentaar ten aanzien van eerdere versies van dit artikel.

1. De Tweede Kamer heeft de Uitvoeringswet op 27 april jl. reeds met algemene stemmen aangenomen. Het wetsvoorstel is momenteel in behandeling in de Eerste Kamer.
2. Voor enige andere beschouwingen over gevolgen van de implementatie van de Richtlijn voor het Nederlandse recht zie D.F. Lunsingh Scheurleer, 'De EU Collateral Directive', *V&O* 2002/2, p. 37-40; W.A.K. Rank, 'EU Collateral Directive vastgesteld: zekerheid voor financiële zekerheidsovereenkomsten?', in: B.M. van Beek, e.a., *Een bezopen bestaansrecht; Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht*, Kluwer, Deventer, 2002, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, p. 319-328; J.A.A.J. Raijmakers, B.M. van Beek, 'Financiëlezekerheidsovereenkomsten', *TvE* 2003/10, p. 183-192; V.P.G. de Serière, 'De financiëlezekerheidsovereenkomst: een nieuwe ster aan ons goederenrechtelijk firmament', *Ondernemingsrecht* 2004/3, p. 68-71.
3. Vragen van internationaal privaatrecht komen in deze bijdrage niet aan de orde. Zie hierover art. 7:56 BW.
4. Zie art. 7:51 sub a-c BW.
5. Vgl. De Serière 2004 (t.a.p., voetnoot 2), par. 5, die stelt dat er voor aandelen in een BV wel degelijk een markt kan zijn.
6. Zie art. 7:51 sub d-e BW.

ling, maar ook tussen financiële instellingen en ondernemingen en tussen ondernemingen onderling kunnen worden afgesloten. In dit laatste verband denke men in het bijzonder aan concernverhoudingen en andere vormen van ‘verbonden ondernemingen’. De Uitvoeringswet beperkt zich niet tot rechtspersonen; ook met in beroep of bedrijf handelende natuurlijke personen kunnen financiële zekerheidsovereenkomsten worden aangegaan.

Voor toepasselijkheid van de Uitvoeringswet is een relatie met de financiële markten derhalve niet vereist. De wet gaat op dit punt verder dan de Richtlijn. Deze keuze van de wetgever is, zoals hierna zal blijken, niet gebaseerd op een gedegen afweging van alle betrokken belangen.

Gebruiksrecht

Een belangrijke bepaling is die van art. 7:53 BW waarin het zogenaamde ‘gebruiksrecht’ van de pandhouder wordt geregeld. Volgens dit artikel kan aan de pandhouder de bevoegdheid worden verleend de goederen waarop hij een pandrecht heeft te ‘gebruiken of verkopen’ (hierna: ‘gebruiksrecht’).⁷ Deze formulering is enigszins misleidend. Het lijkt geen twijfel dat de wetgever heeft bedoeld dat de pandhouder aan wie een gebruiksrecht is verleend, bevoegd is over het in pand gegeven goed te beschikken. Hij is bevoegd de verpande goederen over te dragen of te bezwaren.

Als de pandhouder over de verpande goederen beschikt, mag hij de opbrengst behouden. Hij is echter wel gehouden voor het einde van de looptijd van de transactie gelijkwaardige goederen over te dragen aan de pandgever. De term ‘gelijkwaardige goederen’ is nader uitgewerkt in art. 7:51 sub f BW. Waar het gaat om geld moet eenzelfde bedrag in dezelfde valuta worden betaald. Voor effecten geldt in de regel dat deze van dezelfde uitgevende instelling of debiteur, van dezelfde emissie of categorie, van dezelfde nominale waarde, luidende in dezelfde valuta en van dezelfde soort moeten zijn. Deze gelijkwaardige goederen vallen van rechtswege onder het pandrecht (een soort substitutieregel).

Uitwinning

De bepaling van art. 7:54 BW inzake de executie van een *pandrecht* dat is verschaft op basis van een financiële zekerheidsovereenkomst kent een belangrijke afwijking van de algemene regeling betreffende de executie van een pandrecht. Indien zich een executiegrond (vgl. art. 7:51 sub g BW) voordoet, kan de executie van effecten en geld als volgt plaatsvinden. Effecten kunnen worden geëxecuteerd door (a) verkoop en verhaal op de opbrengst; of (b) toeëigening. Voor verkoop geldt dat deze moet plaatsvinden via een tussenpersoon op een markt of ter beurze volgens de regels die daar voor een gewone verkoop gelden. Toeëigening is alleen mogelijk indien deze is bedongen en indien de waardering is gebaseerd op de waarde op een markt of ter beurze. Geld wordt geëxecuteerd door ‘verrekening’.⁸ De algemene bepalingen over

termijnen, kennisgevingen en voorgeschreven wijze van executie (openbare verkoop, rechterlijke goedkeuring) zijn bij de executie van een pandrecht niet van toepassing.

Indien er aanleiding is een financiële zekerheidsovereenkomst tot *overdracht* voortijdig te beëindigen, beogen partijen verrekening van verplichtingen over en weer. In dit verband schrijft art. 7 van de Richtlijn voor dat verrekenbedingen rechtsgeldig en afdwingbaar moeten zijn, met name in geval van insolventie.⁹ Volgens de toelichting op de Uitvoeringswet is de huidige wetgeving (i.h.b. de artt. 53 en 234 Fw) toereikend. De Uitvoeringswet bevat daarom over deze materie geen expliciete bepaling.

Fiducia-verbod

Art. 7:55 BW bepaalt duidelijkheidshalve dat art. 3:84 lid 3 BW niet van toepassing is op een financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht. Volgens de Memorie van Toelichting is art. 7:55 eigenlijk overbodig. Voorts bepaalt art. 7:55 BW dat de pandbepalingen niet, ook niet analogisch, op de financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht mogen worden toegepast.

Faillissementsrecht

De afkoelingsperiode van art. 63a respectievelijk 241a Fw is niet van toepassing op geld en effecten die zijn verpand op basis van een financiële zekerheidsovereenkomst. Dit is bepaald in de nieuwe artt. 63b en 241b Fw.

Voorts zijn ingevolge de nieuwe artt. 63c en 241c Fw enige andere voorschriften uit de Faillissementswet niet (onverkort) van toepassing. Ten eerste geldt dit voor bepalingen inzake de terugwerkende kracht van de insolventieverklaring.^{10/11} In dit verband is in de herziene artt. 14 en 218 Fw de verplichting opgenomen in de insolventieverklaring tot op de minuut nauwkeurig te vermelden wanneer deze heeft plaatsgevonden. Ten tweede vindt een uitbreiding plaats van de bescherming van crediteuren uit hoofde van een financiële zekerheidsovereenkomst voor wat betreft rechtshandelingen die zijn verricht na het moment van de insolventieverklaring.¹² Overigens blijven

7. Art. 5 van de Richtlijn spreekt in dit verband van een ‘right of use’.

8. Het gaat hier helemaal niet om verrekening. Een pandhouder die executeert verhaalt zich op de opbrengst (vgl. art. 3:248 BW). Voor zover de Uitvoeringswet en de Memorie van Toelichting daarbij in dit verband van verrekening spreken, gebeurt dit ten onrechte. Deze terminologische onzuiverheid lijkt overigens voort te vloeien uit art. 7:54 lid 4 BW, welk artikel een groot aantal essentiële bepalingen inzake het pandrecht buiten werking stelt, waaronder het genoemde art. 3:248 BW.

9. In het onderstaande wordt de term ‘insolventie’ in algemene zin gebruikt om een toestand aan te duiden waarin een schuldenaar niet aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen, waarbij in het bijzonder aan faillissement en surséance van betaling kan worden gedacht. Vgl. de strikt juridische definitie in art. 173 Fw.

10. In het onderstaande wordt de term ‘insolventieverklaring’ gebruikt om de gerechtelijke verklaring aan te duiden waarmee het faillissement of de surséance van betaling wordt geopend.

11. Vgl. de artt. 23, 35 en 217 Fw.

12. Vgl. de artt. 23, 24, 35, 53 lid 1, 54 lid 2, 217, 228, 234 lid 1, 235 lid 2 Fw en 3:72 sub a BW.

de artt. 42 e.v. Fw met betrekking tot de Actio Pauliana wel gewoon van kracht.¹³

2. De reikwijdte van het begrip ‘financiële-zekerheidsovereenkomst’

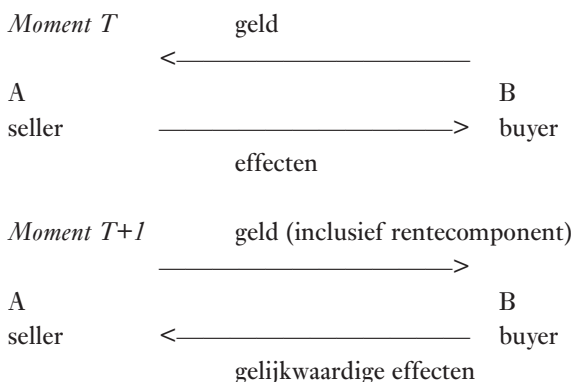
Eén van de centrale interpretatievraagstukken die rijst in verband met de Richtlijn en de Uitvoeringswet betreft de reikwijdte van het begrip ‘financiëlezekerheidsovereenkomst’. Het is de vraag of alleen overeenkomsten die zowel verhandelbaarheid als verhaal ten doel hebben binnen het bereik van dit begrip vallen, of dat dit ook geldt voor overeenkomsten die enkel en alleen strekken tot verhaal.

Verhaal en verhandelbaarheid

Het staat buiten kijf dat ‘repurchase’- en ‘securities lending’-overeenkomsten alsmede bepaalde derivaten-overeenkomsten financiëlezekerheidsovereenkomsten zijn in de zin van de Richtlijn en de Uitvoeringswet. In de regel worden bij deze financiële producten binnen het algemene kader van een raamovereenkomst meerdere transacties afgesloten, ieder met eigen bijzondere voorwaarden (aflossingstermijnen, rentepercentages, etc.). Ook deze transacties vallen binnen het bereik van de Richtlijn en de Uitvoeringswet. Voor de genoemde typen financiële instrumenten is kenmerkend – en dat is hier de kern van de zaak – dat beide partijen gecureerd zijn en ook bevoegd zijn om over het verschaft geld of de effecten te beschikken. Over elk van deze drie typen overeenkomsten volgt thans een enkele opmerking.

Repurchase-overeenkomsten

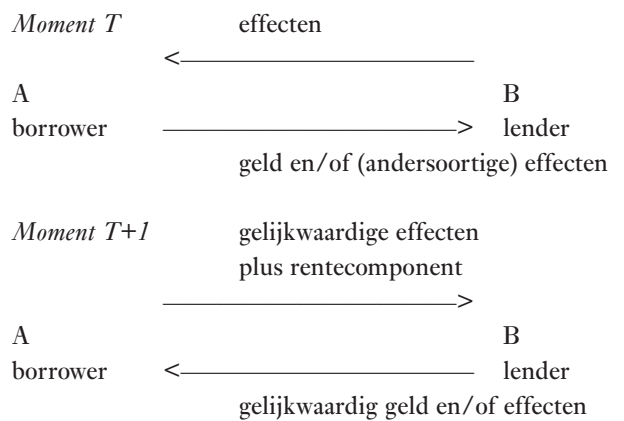
Binnen het raamwerk van een repurchase-overeenkomst gaan partijen in de regel één of meerdere transacties met elkaar aan. Bij een repurchase-transactie verkoopt en levert partij A (de ‘seller’) op moment T bepaalde effecten aan partij B (de ‘buyer’) voor een geldbedrag (de ‘purchase price’). Op hetzelfde moment verplicht partij B zich om op een later moment T+1 gelijkwaardige effecten over te dragen aan partij A en neemt partij A de verplichting op zich om hiervoor een geldbedrag te betalen, waarin in de regel mede een rentecomponent is verdisconteerd (de ‘repurchase price’). Schematisch kan zo een repurchase-transactie als volgt worden weergegeven.¹⁴



Securities lending-overeenkomsten

Ook securities lending-transacties vinden normaliter plaats in het kader van een raamovereenkomst. Een securities lending-transactie lijkt veel op een repurchase-transactie. In dit geval is er een ‘borrower’ A, die op moment T bepaalde effecten in verbruikleen neemt van ‘lender’ B. In ruil daarvoor draagt A andersoortige effecten en/of geld over aan B. Op een later moment T+1 dragen beide partijen ‘gelijkwaardige goederen’ over. Partij A betaalt op dat moment normaliter ook een rentecomponent.¹⁵

Schematisch:



Derivatenovereenkomsten

Ook in het geval van bepaalde derivatentransacties, die wederom in de regel gestalte krijgen binnen het kader van een raamovereenkomst, worden door partijen geld en/of effecten overgedragen, waarbij op een later moment overdracht plaatsvindt van gelijkwaardige goederen. In het geval van een valutaswap draagt A bijvoorbeeld dollars over aan B op moment T, terwijl B op dat moment euros betaalt aan A. Partijen hebben tegelijkertijd afgesproken dat op een later moment T+1 even grote bedragen in dezelfde valuta zullen worden betaald, waarbij één der partijen of beide partijen bovendien recht hebben op een rentevergoeding.¹⁶

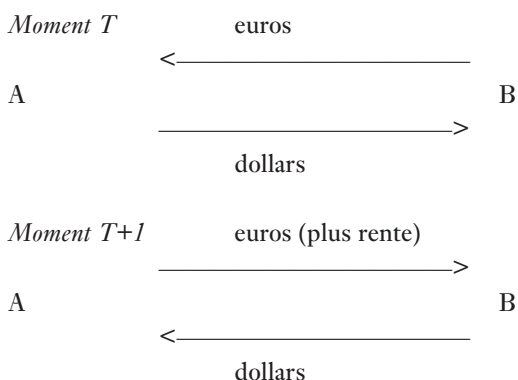
13. De Uitvoeringswet leidt tot vergelijkbare wijzigingen op het gebied van de afkoelingsperiode, de terugwerkende kracht van de insolventieverklaring en de afdwingbaarheid van rechtshandelingen die zijn verricht na die verklaring, in de Wet toezicht kredietwezen 1992, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 en de Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf. Aan deze wijzigingen kan binnen het bestek van deze bijdrage geen aandacht worden besteed.

14. Het gaat hier om een gesimplificeerde weergave waarin onder meer is geabstraheerd van verplichtingen van partijen in verband met waardefluctuaties en dividend- en andere inkomstenbetalingen gedurende de looptijd van de transactie.

15. Er is hier geen rekening gehouden met koersfluctuaties en rechten op dividend en andere inkomsten, welke kunnen leiden tot betalingsverplichtingen voor partijen.

16. Ook in dit voorbeeld is geabstraheerd van eventuele koersfluctuaties.

Schematisch:



Vanuit een economische invalshoek vervullen effecten en geld in de beschreven transacties een zekerheidsfunctie. Echter, omdat de partijen hebben gekozen voor eigendomsoverdracht van geld en effecten (op basis van koop/verkoop of een overeenkomst tot verbruiklening), hebben zij niet alleen een verhaalsbevoegdheid, maar zijn zij beiden ook bevoegd over de goederen te beschikken. Deze bevoegdheid wordt in de regel niet contractueel beperkt. Wel zijn partijen verplicht aan het einde van de looptijd gelijkwaardige goederen over te dragen. Hiermee onderscheiden de hier behandelde financiëlezekerheids-overeenkomsten zich van traditionele zekerheidsfiguren als het pandrecht of – naar oud Nederlands recht – de fiduciaire eigendomsoverdracht. Verhandelbaarheid is naast zekerheid een tweede kenmerk van de hier behandelde financiëlezekerheids-overeenkomsten.¹⁷

In Amerika, het land waar de meeste van de hiervoor behandelde financiële producten als eerste tot wasdom kwamen, komt men eveneens tot de conclusie, dat deze producten worden gekenmerkt door de verhandelbaarheid en de zekerheidsfunctie. In haar analyse van repurchase-overeenkomsten naar Amerikaans civiel recht, wijst J.L. Schroeder erop dat er een wezenlijk onderscheid is tussen dit type transactie en traditionele zekerheidsstellingen. Beide figuren dienen tot zekerheid en zijn ook op andere punten met elkaar te vergelijken. Maar het kenmerkende onderscheid van een repurchase-overeenkomst ten opzicht van een traditionele zekerheidsstelling is, aldus Schroeder, dat er in het geval van een repurchase-overeenkomst tevens sprake is van een onbeperkte bevoegdheid te beschikken over de in zekerheid gegeven goederen. Dit verklaart ook waarom er in het geval van deze overeenkomsten in de regel wordt gekozen voor een ‘outright transfer of ownership’, een eigendomsoverdracht.¹⁸

Er wordt in de Amerikaanse derivaten- en securities lending-markten ook wel een tweede constructie gehanteerd. Het gaat hier om de figuur van een beperkt zekerheidsrecht met een daaraan gekoppelde algemene beschikkingsbevoegdheid voor de zekerheidsnemer. Deze figuur wordt nu in Nederland gecodificeerd onder de noemer ‘financiëlezekerheids-overeenkomst tot vestiging

van een pandrecht’. Deze figuur komt hierna nader aan de orde in paragraaf 5. Het is hier van belang te signaleren, dat er ook in dit geval sprake is van de twee onderscheidende kenmerken zekerheid en beschikkingsbevoegdheid.¹⁹

Alleen verhaal?

De reikwijdte van de Richtlijn en de Uitvoeringswet is niet geheel duidelijk. De hiervoor beschreven repurchase-, securities lending- en derivatentransacties vallen zeker onder hun bereik. Steeds worden deze transacties gekenmerkt door verhandelbaarheid en de zekerheidsfunctie. Minder duidelijk is echter of ook ‘traditionele zekerheidsinstrumenten’, zoals verpanding zonder gebruiksrecht of de onder het oude BW toegelaten eigendomsoverdracht tot zekerheid, eveneens financiëlezekerheids-overeenkomsten zijn in de zin van de Richtlijn en de Uitvoeringswet. Bij deze figuren staat de zekerheids-gedachte centraal en is er geen sprake van een algemene beschikkingsbevoegdheid voor de zekerheidsnemer ten aanzien van de in zekerheid gegeven goederen. Omdat de Richtlijn en de Uitvoeringswet de positie van kredietverschaffers/zekerheidsnemers versterken, zullen financiële instellingen geneigd zijn het begrip financiëlezekerheids-overeenkomst extensief te interpreteren door hieronder mede traditionele zekerheidsstellingen te verstaan. Dit kan in het bijzonder nadelig uitpakken voor het midden- en kleinbedrijf. De gevolgen van de keuze voor een restrictieve dan wel extensieve interpretatie van het begrip financiëlezekerheids-overeenkomst komen nader aan de orde in de paragrafen 4 en 5 hierna.

3. Ingrijpende afwijking van het huidige recht

De Uitvoeringswet wijkt op verschillende onderdelen af van het zekerhedenrecht van ons BW en van het huidige Nederlandse faillissementsrecht. Globaal gesteld hebben deze afwijkingen tot gevolg dat de positie van de crediteur/zekerheidsgerechtigde wordt versterkt ten nadele van de debiteur/zekerheidsgever. De volgende passage uit het advies van de Raad van State is veelzeggend:

17. Zie nader T.R.M.P. Keijser, ‘De Collateral Richtlijn’, in: S.C.J.J. Kortmann, e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar nieuw burgerlijk recht*, Kluwer, Deventer, 2002, Serie Onderneming en Recht, deel 24, p. 166-170; J.H. Dalhuisen, L.D. van Setten, *Zekerheid in roerende zaken en rechten*, Kluwer, 2003, Preadvis van de Vereniging ‘Handelsrecht’, p. 87-93; T.R.M.P. Keijser, A.J. Verdaas, ‘Bespreking van het preadvies “Zekerheid in roerende zaken en rechten”’, uitgebracht aan de Vereniging “Handelsrecht” door J.H. Dalhuisen en L.D. van Setten’, *TvI* 2003/6, par. 3.3.2.

18. Zie J.L. Schroeder, ‘Repo Madness: The Characterization of Repurchase Agreements Under the Bankruptcy Code and the U.C.C.’, *Syracuse Law Review*, 1996/46(3), p. 999-1050.

19. Een goede analyse van de dogmatische vraagstukken die een aan een zekerheidsrecht gekoppelde algemene beschikkingsbevoegdheid oplevert naar Amerikaans recht, is te vinden in K.C. Kettering, ‘Repledge and Pre-Default Sale of Securities Collateral Under Revised Article 9’, *Chicago-Kent Law Review*, 1999/74(3), p. 1109-1155.

‘De richtlijn wijkt bovendien op een aantal punten af van de regeling van het pandrecht in Boek 3 BW en verschaft aan de crediteur pandhouder een aantal extra zekerheden ten koste van de debiteur/pandgever. Ook de voorgestelde wijzigingen van de Faillissementswet betekenen een belangrijke wijziging in de posities van de faillissementscrediteuren ten gunste van de crediteur uit een financiële zekerheidsovereenkomst.’²⁰

In de paragrafen 4, 5 en 6 worden de consequenties van de Richtlijn en de Uitvoeringswet voor het (fiduciaire) eigendomsrecht, het pandrecht en het faillissementsrecht besproken. Daarbij komen de volgende vragen aan de orde:

- a) (*Fiduciair*) *eigendomsrecht* Herleeft onder de Uitvoeringswet de mogelijkheid van de ‘eigendomsoverdracht tot zekerheid’ (zoals wij die onder het oude recht kenden), voor zover het gaat om effecten of geld als bedoeld in art. 7:51 d-e BW? Wat zijn hiervan de gevolgen? Moeten de bepalingen van de Richtlijn inzake verrekening leiden tot een wijziging van het Nederlandse recht?
- b) *Pandrecht* Hoe moet het gebruiksrecht dat aan een pandrecht kan worden gekoppeld worden geduid naar Nederlands recht en wat zijn de consequenties van het gebruiksrecht voor de positie van zekerheidsgever en zekerheidsnemer? Wat zijn de gevolgen van het liberale uitwinningsregime van Richtlijn en Uitvoeringswet? Moet in dit licht alleen een pandrecht met een gebruiksrecht worden aangemerkt als een financiëlezekerheidsovereenkomst of valt ook een traditionele verpanding van geld of effecten in de zin van art. 7:51 d-e BW onder dit begrip?
- c) *Faillissementsrecht* Wat zijn de gevolgen van de Uitvoeringswet voor de afkoelingsperiode, de terugwerkende kracht van de insolventieverklaring en de afdwingbaarheid van rechtshandelingen verricht na de insolventieverklaring?

Gezien de koerswijzigingen is het van belang na te gaan wat de reikwijdte is van de Richtlijn en de Uitvoeringswet. Het is om deze reden dat in de paragrafen 4 en 5 wordt nagegaan welke zekerheidstransacties precies moeten worden aangemerkt als financiëlezekerheidsovereenkomsten. In paragraaf 8 komt in zijn algemeenheid aan de orde of de reikwijdte van de Uitvoeringswet dient te worden beperkt en zo ja, op welke wijze.

4. Gevolgen: De financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht

Naast volledige eigendomsoverdracht ook fiduciaire eigendomsoverdracht?

Art. 6 van de Richtlijn en art. 7:55 BW sanctioneren de eigendomsoverdracht op basis van een financiëlezekerheidsovereenkomst. In deze paragraaf staat de vraag centraal of naast financiëlezekerheidstransacties waarin de

volle eigendom van geld of effecten wordt overgedragen, ook transacties waarin slechts fiduciaire eigendom wordt verschaft binnen het bereik van Richtlijn en Uitvoeringswet vallen. De gevolgen van een restrictieve dan wel extensieve interpretatie spelen een belangrijke rol bij het beantwoorden van deze vraag.

In paragraaf 2 is uiteengezet dat in het normale geval in repurchase-, securities lending- en derivatentransacties de volledige eigendom van geld of effecten wordt overgedragen. Deze keuze is ingegeven door de omstandigheid, dat geld en effecten in deze transacties niet alleen dienen als verhaalsobject, maar dat partijen ook de verhandelbaarheid van deze goederen voor ogen hebben.

Een fiduciaire eigendomsoverdracht is kort gezegd een overdracht tot zekerheid (*fiducia cum creditore*). Zo een overdracht vervult in het economisch verkeer in vele opzichten dezelfde functie als een pandrecht. De fiduciaire eigendomsoverdracht is onder het oude Burgerlijk Wetboek na het wijzen van het Bierbrouwerij-arrest²¹ in 1929 verder ontwikkeld door de rechtspraak en in de doctrine. De doorgaans gehuldigde opvatting was dat de fiduciair gerechtigde niet beperkt gerechtigd was, maar eigenaar. Dit bracht een overbedeling van recht mee en aan de fiduciaire eigendom werden dan ook beperkingen gesteld. Het eigendomsrecht van de fiduciarius werkte niet ten opzichte van bepaalde derden, werd ‘gerelatieveerd’. Een andere goederenrechtelijke beperking was de hoofdregel dat de eigendom automatisch terugviel naar de beneficiarius in het geval deze de geseceerde schuld aan de fiduciarius voldeed omdat hiermee, zo was de heersende leer, een ontbindende voorwaarde in vervulling ging. In de rechtspraak werd er voorts algemeen van uitgegaan dat de bepalingen inzake het pandrecht op het fiduciaire eigendomsrecht van overeenkomstige toepassing zijn in het geval van executie en verhaal. Een laatste hier te noemen beperking is de gelimiteerde beschikkingsbevoegdheid van de fiduciaire eigenaar. In de regel was de fiduciair eigenaar alleen bevoegd over de volledige eigendom (dus zonder dat deze was onderworpen aan de hiervoor genoemde ontbindende voorwaarde) van fiduciair overgedragen goederen te beschikken, indien de zekerheidsgever zijn verplichtingen niet nakwam. Door deze beperkingen te stellen aan het fiduciaire eigendomsrecht werd het belang van de oorspronkelijke eigenaar (de beneficiarius) beschermd.²²

In het geval van de in paragraaf 2 besproken repurchase-, securities lending- en derivatenovereenkomsten ligt de keuze voor een fiduciaire eigendomsoverdracht van geld

20. Zie TK 2002-2003, 28874, B, p. 2.

21. Hoge Raad 25 januari 1929, NJ 1929, p. 616-621.

22. Zie over de genoemde beperkingen bijvoorbeeld W. Snijders, ‘Bezitloze zekerheid op roerende zaken’, in: W.C.L. Van der Grinten, e.a. (red.), *Honderd jaar rechtsleven; De Nederlandse Juristen-Vereeniging 1870-1970*, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle, 1970, p. 25-39; A.I.M. van Mierlo, *Fiduciaire zekerheid, vuistloos en stil pand*, Kluwer, Deventer, 1988.

en effecten niet voor de hand. Immers, in dit geval zou de nieuwe eigenaar niet onbeperkt beschikkingsbevoegd zijn. De wens de overgedragen goederen verhandelbaar te maken noopt tot de keuze voor een onbeperkte eigendomsoverdracht. Een dergelijke overdracht wordt in ieder geval bestreken door de Richtlijn en de Uitvoeringswet.

Niet duidelijk is of daarnaast ook de eigendomsoverdracht tot zekerheid, zoals die onder het oude BW bestond, moet worden aangemerkt als een financiëlezekerheids overeenkomst in de zin van de Richtlijn en de Uitvoeringswet. Naar huidig Nederlands recht geldt het fiducia-verbod van art. 3:84 lid 3 BW. De wetgever was bij de herziening van het BW van mening dat de overdracht niet geschikt was voor het vestigen van een zekerheidsrecht en dat het (bezitloos of stil) pandrecht het geëigende middel was om dit doel te bereiken. Zonder hier nader op in te gaan zij opgemerkt, dat het de vraag is of deze keuze van de Nederlandse wetgever een gelukkige is geweest gezien de rol die de fiduciaire eigendomsoverdracht speelt in de rechtsstelsels van ons omringende landen.²³ In ieder geval is het fiducia-verbod al aardig uitgehold met de sanctiëring van de 'sale and financial lease back' in het Sogelease-arrest.²⁴ De uitholling van art. 3:84 lid 3 BW heeft eerder ook gestalte gekregen in wetgeving betreffende repurchase-overeenkomsten.²⁵ Een extensieve interpretatie van het begrip financiëlezekerheids overeenkomst, welke mede betrekking heeft op de eigendomsoverdracht tot zekerheid, zou in wezen een herintroductie van de fiduciaire eigendomsoverdracht in ons recht betekenen.

De Nederlandse wetgever maakt niet duidelijk wat de reikwijdte is van het begrip financiëlezekerheids overeenkomst. In de toelichting op art. 7:55 BW benadrukt de wetgever dat financiëlezekerheids overeenkomsten moeten worden onderscheiden van traditionele zekerheidsfiguren als het pandrecht en de fiduciaire eigendomsoverdracht.²⁶ Tot een nauwkeurige omschrijving van het onderscheidend criterium komt de wetgever echter niet. Omdat een heldere visie ontbreekt, is de definitie van 'financiëlezekerheids overeenkomst' zoals neergelegd in art. 7:51 a-c BW voor meerdere interpretaties vatbaar. Men kan stellen dat alleen overeenkomsten die voorzien in zowel zekerheid als beschikkingsbevoegdheid binnen de definitie vallen, maar ook dat deze tevens traditionele zekerheidsfiguren als de fiduciaire eigendomsoverdracht beoogt te omvatten, mits het maar gaat om effecten of geld in de zin van de Uitvoeringswet.

Bij de eigendomsoverdracht tot zekerheid wordt door partijen slechts beoogd zekerheid te verschaffen. Het is niet hun bedoeling dat de fiduciaire eigenaar vrijelijk kan beschikken over de eigendom. Hem komt slechts een verhaalsrecht toe. De eigendomsoverdracht tot zekerheid voldoet daarom niet aan een van de twee kenmerken van de financiëlezekerheids overeenkomst, de verhandelbaarheid. Daardoor draagt deze figuur ook niet of slechts in

geringe mate bij aan het doel van de Richtlijn de liquiditeit te bevorderen.

Een extensieve uitleg van het begrip financiëlezekerheids overeenkomst tot overdracht heeft voorts vergaande negatieve gevolgen voor verschaffers van zekerheden, mede in het midden- en kleinbedrijf. Waar het uiteindelijk om draait in het zekerhedenrecht is een evenwichtige belangenafweging. Naar oud recht werd de overbedeling van de fiduciair eigenaar op de hiervoor beschreven wijze aan banden gelegd. Naar huidig recht, waarin is gekozen voor het vuistloos dan wel stil pandrecht in plaats van het fiduciaire eigendomsrecht, worden de pandgever en diens crediteuren beschermd door de bepalingen inzake het pandrecht, zoals bijvoorbeeld het toe-eigeningsverbod en de welomschreven wijze van executie en verhaal. Ook in de literatuur die verscheen na het Sogelease-arrest is een evenwichtige belangenafweging een van de centrale thema's.²⁷ De Hoge Raad heeft in dit arrest ten onrechte nauwelijks aandacht besteed aan de positie van de zekerheidsverschaffer. Men moet dan ook oppassen met het herintroduceren van de fiduciaire eigendomsoverdracht zonder waarborgen voor de verschaffer van zekerheden.

De Uitvoeringswet zet een aantal wezenlijke kenmerken van zekerheidsrechten buitenspel. Art. 7:55 BW maakt immers de analoge toepassing van bepalingen inzake het pandrecht onmogelijk. Dit zou betekenen dat er in het geval van een fiduciaire overdracht voor de verkrijger geen verplichting tot executie is. Het toe-eigeningsverbod van art. 3:235 BW is niet van toepassing en hij kan het overgedragen goed behouden. Indien de verkrijger wel tot executie wil overgaan, is hij vrij in het bepalen van de wijze van verkoop. Bepalingen over termijnen, kennisgevingen en voorgeschreven wijze van executie (openbare verkoop, rechterlijke goedkeuring), zoals die normaliter gelden voor de executie van een pandrecht, zijn niet van toepassing. De tekst van de Richtlijn en de Uitvoeringswet staan voorts niet in de weg aan een contractueel

23. Zie over het Duitse recht R. Serick, *Securities in Movables in German Law: An Outline*, Kluwer Law and Taxation Publishers, Deventer, 1990. Zie over onder meer het recht in Frankrijk en Luxemburg H.W. Heyman, 'De reikwijdte van het fiducia-verbod; In het bijzonder in het verband met leasing', *WPNR* (1994) 6119, p. 1-14, par. 9.3.

24. HR 19 mei 1995, *NJ* 1996, 119.

25. Zie art. 2a Wte en (mede) hierover: W.A.K. Rank, *De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financiële praktijk*, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer, 1998, Serie Onderneming en Recht, deel 12; W.A.K. Rank, 'Repo's en repowet: van de regen in de drup?', in: S.C.J.J. Kortmann, e.a. (red.), *Onderneming en effecten*, W.E.J. Tjeenk Willink, Deventer, 1998, Serie Onderneming en Recht, deel 13, p. 371-418.

26. Zie in het bijzonder de Memorie van Toelichting, TK 2002-2003, 28874, nr. 3, p. 7-9 ('Overdracht').

27. Zie bijvoorbeeld S.C.J.J. Kortmann, J.J. van Hees, 'Reïncarnatie in het recht, ofwel: de nieuwe gedaante van de zekerheids overdracht; Het arrest Keerweer q.q./Sogelease BV', *NJB* 1995/27, p. 991-996; S.C.J.J. Kortmann, J.J. van Hees, 'Van fiducia-fobie naar fiducia-filie', *WPNR* (1995) 6187, p. 455-457; W.H.M. Reehuis, 'Roerende zaken als zekerheid: leven in de brouwerij?', in: J.H.A. Lokin, e.a. (red.), *Groninger Opmerkingen en Commentaar XIV*, Stichting 'Het Groningsch Rechtshistorisch Fonds', Groningen, 1997, p. 30-62.

beding inhoudende dat een eventuele overwaarde na executie van het overgedragen goed toevalt aan de zekerheidsnemer. Elke bescherming van de zekerheidsgever, die normaliter inherent is aan het pandrecht of een fiduciair eigendomsrecht, zou met een extensieve interpretatie van het begrip financiëlezekerheidsovereenkomst overboord worden gezet.

Kortom, een fiduciaire eigendomsoverdracht draagt niet of nauwelijks bij aan het doel van de Richtlijn, liquiditeit van de geld- en effectenmarkten. Een extensieve interpretatie van het begrip financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht zou voorts verstrekkende negatieve gevolgen hebben voor zekerheidsverschaffers, in het bijzonder in het midden- en kleinbedrijf. Het is dan ook goed verdedigbaar dat een eigendomsoverdracht tot zekerheid niet moet worden beschouwd als een financiëlezekerheidsovereenkomst.

Verrekening

De Richtlijn sanctioneert contractuele afspraken betreffende verrekening van verplichtingen die zijn uitgedrukt in geld en effecten, indien zich een executiegrond voordoet (bijvoorbeeld insolventie) op grond waarvan een financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht tussen partijen wordt beëindigd.²⁸ Omdat geld en effecten geen gelijksoortige vorderingen zijn is verrekening ervan, in ieder geval indien daar geen afspraken over zijn gemaakt, niet voetstoots mogelijk (vgl. art. 6:127 lid 2 BW). Echter, in de Memorie van Toelichting wordt terecht opgemerkt dat verrekening van geld en/of effecten, indien daar vóór insolventie wel afspraken over zijn gemaakt in de financiëlezekerheidsovereenkomst, afdwingbaar is binnen het kader van de artt. 53 en 234 Fw.²⁹

Het voorstaande geldt in ieder geval wanneer er sprake is van een volledige eigendomsoverdracht. Indien men aan zou nemen dat de Uitvoeringswet mede betrekking heeft op de fiduciaire eigendomsoverdracht, rijst de vraag of men ook in het geval van een dergelijke overdracht van verrekening kan spreken. Naar oud Nederlands recht werd aangenomen, dat de fiduciaire eigenaar overeenkomstig de pandbepalingen verhaal moest zoeken en dus niet verrekende. Met de overeenkomstige toepassing van de regels inzake de uitwinning van het pandrecht beoogden men een evenwicht te bereiken tussen de belangen van partijen en een overbedeling van de fiduciair eigenaar tegen te gaan. Deze benadering van het oude recht lijkt niet op te gaan waar het financiëlezekerheidsovereenkomsten betreft die in wezen een fiduciaire eigendomsoverdracht behelzen. Zij staat immers op gespannen voet met art. 7:55 BW, dat bepaalt dat de regels betreffende het pandrecht niet overeenkomstig mogen worden toegepast op financiëlezekerheidsovereenkomsten tot overdracht. De fiduciair eigenaar mag dus in het geval van zo een overeenkomst de waarborgen van het pandrecht laten voor wat ze zijn en zonder meer verrekenen.³⁰

5. Gevolgen: De financiëlezekerheidsovereenkomst tot vestiging van een pandrecht

Gebruiksrecht

Zoals hiervoor werd aangegeven is een 'financiëlezekerheidsovereenkomst tot vestiging van een pandrecht' een figuur, waarbij aan het pandrecht een algemene beschikkingsbevoegdheid gekoppeld kan worden ten behoeve van de pandhouder. Deze beschikkingsbevoegdheid wordt wel aangeduid als een 'gebruiksrecht'. In wezen is dit geen noviteit.³¹ In de Nederlandse doctrine wordt namelijk wel de figuur van het 'oneigenlijke pandrecht' of *pignus irregulare* onderscheiden. Dit is een figuur waarbij de pandhouder, net als in het geval van het gebruiksrecht van de Richtlijn, een algemene beschikkingsbevoegdheid krijgt toegekend en verplicht is op een later moment gelijksoortige goederen over te dragen. In de theorie wordt algemeen aangenomen dat hiermee de verpande goederen vervangbaar worden gesteld en dat deze vervangbaarheid eigendomsovergang ten gevolge heeft. Het zou voor de hand hebben gelegen dat de Nederlandse wetgever de figuur van het gebruiksrecht net als de Duitse wetgever had geïmplementeerd door te verwijzen naar deze figuur van het oneigenlijke pandrecht.³²

Het belangrijkste praktische gevolg van een pandrecht met een daaraan gekoppeld gebruiksrecht is dat de pandgever de kans loopt het gedurende een bepaalde periode te moeten stellen met een verbintenisrechtelijke aanspraak in plaats van een goederenrechtelijke. Deze periode loopt van het moment dat de pandgever zijn eigendomsrecht verliest tot het moment dat substitutie plaatsvindt.

Een *pignus irregulare* brengt eigendomsovergang mee. Maar op welk moment? Op het moment van vestiging van het pandrecht of op het moment van beschikkingshandelingen door de pandhouder? De hoofdregel in het geval van het oneigenlijk pandrecht is dat de eigendom overgaat op het moment dat het pandrecht gevestigd wordt. Men kan echter anders overeenkomen. Van deze laatste mogelijkheid lijken art. 5 lid 2 van de Richtlijn en art. 7:53 lid 2 BW uit te gaan. Het uitgangspunt van deze bepalingen lijkt dat de pandgever zijn goederenrechtelijke aanspraak verliest op het moment dat de pandhouder zijn gebruiksrecht aanwendt.

Op grond van de substitutieregeling van art. 5 lid 3 van de Richtlijn en art. 7:53 lid 4 BW herleeft het pandrecht van

28. Zie de artt. 2(1)(n) en 7 van de Richtlijn.

29. Vgl. de toelichting in TK 2002-2003, 28874, nr. 3, p. 9 en p. 16.

30. Vgl. voetnoot 8.

31. De opvatting dat het hier gaat om een 'nieuwe ster aan ons goederenrechtelijk firmament' is niet geheel correct. Zie De Serië 2004 (t.a.p., voetnoot 2).

32. Vgl. i.h.b. par. A(2) van de toelichting op het ontwerp van het inmiddels in kracht getreden *Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekensicherheitsgesetzes und anderer Gesetze*.

de pandhouder en krijgt ook de pandgever weer een goederenrechtelijke aanspraak, nu met betrekking tot gelijkwaardige goederen. Weer moet men zich afvragen wanneer dit gebeurt. Is dit op het moment dat er gelijkwaardige goederen in het vermogen van de pandhouder vloeien, of pas op het moment dat de pandhouder deze gelijkwaardige goederen aan de pandgever verschaft? De tekst van de genoemde artikelen suggereert dat substitutie pas plaatsvindt op het moment dat de gelijkwaardige goederen worden verschaft. Deze interpretatie levert echter een probleem op. Op hetzelfde moment dat de pandhouder gelijkwaardige goederen verschaft, zal de pandgever in de regel eveneens aan zijn verplichtingen voldoen. Het accessoire karakter van het pandrecht brengt mee dat dientengevolge het pandrecht teniet gaat. Hierdoor wordt de substitutie zinledig. Voorts zou men hopen dat de periode dat de pandgever het moet stellen met een verbintenisrechtelijke aanspraak zo kort mogelijk wordt gehouden en dus dat alleen daarom al gekozen zou zijn voor substitutie op het moment dat gelijkwaardige goederen in het vermogen van de pandhouder vloeien. In ieder geval heeft deze interpretatie op grond van de genoemde argumenten de voorkeur.

In geval van insolventie van de pandhouder kan de figuur van het gebruiksrecht tot ernstige gevolgen voor de pandgever leiden. Dit is in het bijzonder het geval indien hij ten gevolge van koersfluctuaties een ongedekt risico loopt op zijn wederpartij en geen mogelijkheid tot verrekening heeft. De pandgever met een verbintenisrechtelijke aanspraak zal in dat geval op gelijke voet met andere concurrente schuldeisers worden behandeld.³³

Uitwinningsformaliteiten en verbod van toeëigening

Een tweede ingrijpende koerswijziging is dat zowel de uitwinningsformaliteiten (zoals de regels in art. 3:248 e.v. BW) als het verbod van toeëigening (zie art. 3:235 BW) niet van toepassing zijn in het geval van een financiële-zekerheidsvereenkomst tot vestiging van een pandrecht. De bescherming die aan de huidige regelingen ten grondslag ligt, wordt de pandgever onthouden.³⁴

De Nederlandse Uitvoeringswet beoogt, waar het de uitwinning van zekerheden betreft, aan te sluiten bij de beurs- of marktprijs van het geld of de effecten waarop het zekerheidsrecht betrekking heeft. In het geval van beursgenoteerde effecten is er geen probleem. Deze kunnen daadwerkelijk voor marktprijzen op de beurs worden verkocht. Indien het echter niet gaat om beursgenoteerde effecten, kan bijvoorbeeld een bank haar zekerheden uitwinnen door zelf (zij is immers een ‘tussenpersoon in het vak’ in de zin van art. 7:54 BW)³⁵ op de Over-The-Counter (‘OTC’) markt³⁶ een tegenpartij uit te zoeken en daaraan de effecten te verkopen. Verder moet worden bedacht dat, waar er op een beurs wél sprake is van transparante prijzen, dit op de OTC markt geenszins het geval is. Om deze redenen is een maximale opbrengst ter bescherming van pandgevers en hun crediteuren met de

door de Nederlandse wetgever getroffen regeling niet veilig gesteld.

De bij Nota van Wijziging³⁷ voorziene rol van de voorzieningenrechter biedt in dit verband geen solaaas. Tussen partijen moet immers worden overeengekomen dat de voorzieningenrechter bevoegd is zich in te laten met de uitwinning. Indien een machtige financier een dergelijk contractueel beding niet wenst, staat daarmee de ‘waarborg’ in de vorm van een rol voor de voorzieningenrechter buiten spel.³⁸

Naast pandrecht met gebruiksrecht ook het klassieke pandrecht?

Hiervoor kwam reeds de vraag aan de orde of naast de financiële instrumenten die zijn behandeld in paragraaf 2 en die de twee eigenschappen verhaal en verhandelbaarheid hebben, ook traditionele zekerheidsinstrumenten binnen het bereik van de Richtlijn en de Uitvoeringswet behoren te vallen. In het geval van het pandrecht moet men zich afvragen of naast het pandrecht met een daaraan gekoppeld gebruiksrecht ook het traditionele pandrecht (zonder een daaraan verbonden algemene beschikkingsbevoegdheid) door deze wetgevingsinstrumenten wordt bestreken.

Waar in het geval van de (fiduciaire) eigendomsoverdracht de tekst van de Richtlijn en van de Uitvoeringswet ruimte laat voor een extensieve dan wel een restrictieve interpretatie, biedt de tekst van art. 5 van de Richtlijn en van art. 7:53 BW betreffende de financiële-zekerheidsvereenkomst tot vestiging van een pandrecht meer duidelijkheid. Er staat dat een gebruiksrecht *kan* worden verleend. Hieruit zou men kunnen afleiden dat ook transacties zonder een gebruiksrecht binnen het toepassingsbereik van de Richtlijn en de Uitvoeringswet vallen.

In het geval van een traditioneel pandrecht zonder gebruiksrecht ontbreekt echter – net als in het geval van de fiduciaire eigendomsoverdracht – de functie van verhandelbaarheid, waardoor het doel van de Richtlijn, liquiditeit, niet wordt bereikt. Een ander argument dat pleit tegen een al te ruime interpretatie van het begrip financiële-zekerheidsvereenkomst zijn de ingrijpende negatieve gevolgen van de Uitvoeringswet voor pandgevers en hun crediteuren die voortvloeien uit het hiervoor beschreven liberale uitwinningsregime. Waar de Richtlijn ervoor kiest de liquiditeit te bevorderen door de bescherming van de zekerheidsgever vrijwel geheel

33. Voor een uitgebreidere analyse van het gebruiksrecht zij verwezen naar T.R.M.P. Keijser, ‘De rechtspositie van de pandgever op de schopstoel; Het ‘gebruiksrecht’ van de Collateral Richtlijn beschouwd naar Nederlands en Duits recht’, *NTBR* 2003/8, p. 432-442.

34. Zie i.h.b. art. 7:54 lid 4 BW.

35. Vgl. de Memorie van Toelichting, TK 2002-2003, 28874, nr. 3, p.17.

36. De OTC markt is de markt buiten de officieel erkende en geregelende beurs om.

37. Zie TK 2003-2004, 28874, nr. 7.

38. Zie Keijser 2002 (t.a.p., voetnoot 17), par. 7; Keijser/Verdaas 2003 (t.a.p., voetnoot 17), par. 3.3.3.

illusoir te maken, is het zaak het begrip ‘financiële zekerheidsovereenkomst’ beperkt uit te leggen. Het is in dit verband wenselijk niet de tekst maar de grondgedachte (*i.e.* bevordering van de liquiditeit) van de Richtlijn als maatstaf te nemen. Hieruit vloeit voort dat alleen een pandrecht waaraan een gebruiksrecht is gekoppeld binnen het bereik van Richtlijn en Uitvoeringswet behoort te vallen.

6. Andere gevolgen voor de boedel

De hiervoor besproken versoepelde uitwinning van het pandrecht kan belangrijke negatieve gevolgen hebben voor de omvang van de boedel. De Richtlijn en de Uitvoeringswet leiden nog tot enige andere ingrijpende wijzigingen van de Faillissementswet, waardoor de crediteur die met de insolvente partij een financiële zekerheidsovereenkomst heeft afgesloten in een voordelige positie komt. De belangen van de andere crediteuren worden door deze veranderingen direct geraakt. De wijzigingen betreffen de afkoelingsperiode, de terugwerkende kracht van de insolventieverklaring en de bescherming van de crediteur uit hoofde van een financiële zekerheidsovereenkomst in de periode na deze verklaring.³⁹

Afkoelingsperiode buiten werking

Naar huidig Nederlands recht kan de exacte reikwijdte van de afkoelingsperiode niet met zekerheid worden vastgesteld. Het is niet op voorhand duidelijk of een pandrecht op geld of effecten tijdens de afkoelingsperiode kan worden geëffectueerd. Ook is het niet zeker dat verrekening tijdens de afkoelingsperiode onder alle omstandigheden mogelijk is.⁴⁰ Voor financiële zekerheidsovereenkomsten tot vestiging van een pandrecht geldt met de inwerkingtreding van de Uitvoeringswet in ieder geval dat de afkoelingsperiode buiten werking wordt gesteld. Dit betekent dat pandrechten ook tijdens deze periode kunnen worden gerealiseerd. Op grond van de Richtlijn mag de afkoelingsperiode ook niet in de weg staan aan verrekening in het geval van een financiële zekerheidsovereenkomst tot overdracht. Door hierover in de artt. 63b en 241b Fw niets te bepalen, heeft de wetgever een steek laten vallen. Het effect van de onmiddellijke afdwingbaarheid van pandrechten en rechten op verrekening tijdens de afkoelingsperiode is dat de curator zal moeten accepteren dat zonder uitstel verhaal plaatsvindt op geld en effecten die tot de boedel behoren.

Geen terugwerkende kracht van de insolventieverklaring

Naar positief recht heeft de gerechtelijke verklaring van faillissement of surséance van betaling terugwerkende kracht tot aan het begin van de dag waarop deze verklaring wordt uitgebracht. Conform de artt. 63c (eerste alinea) en 241c (eerste alinea) Fw heeft de insolventieverklaring echter geen terugwerkende kracht in het geval van een financiële zekerheidsovereenkomst. Geld of effecten

die zijn verschaft door een insolvente partij op de dag van de insolventieverklaring, maar voor het precieze moment dat deze plaatsvindt, kunnen dientengevolge niet ten behoeve van de boedel worden opgeëist.

Er valt veel te zeggen voor deze koerswijziging. De keuze voor terugwerkende kracht van de insolventieverklaring had een bewijstechnische achtergrond. Het exacte moment van zowel rechtshandelingen door de insolvente partij verricht als dat van de insolventieverklaring was immers in de tijd dat de Faillissementswet tot stand kwam niet altijd gemakkelijk vast te stellen.⁴¹ In het geval van de financiële markten is het moment dat transacties worden afgesloten echter dusdanig nauwkeurig vast te stellen, dat er geen reden meer is om de gevolgen van de insolventieverklaring met terugwerkende kracht in te doen treden. Ook het moment van de insolventieverklaring kan precies worden bepaald, nu aan de rechtbank in alle gevallen een verplichting wordt opgelegd om in de verklaring het exacte tijdstip te vermelden waarop deze is uitgevaardigd.⁴² Het is op zich zuiver dat de gevolgen van insolventie intreden op het moment van de insolventieverklaring. Ook voor wat betreft transacties in andere sectoren van de economie waarvan het tijdstip nauwkeurig te bepalen is, is afschaffing van de terugwerkende kracht daarom het overwegen waard.⁴³

Afdwingbaarheid van rechtshandelingen na de insolventieverklaring

De Richtlijn en de Uitvoeringswet maken het mogelijk dat een crediteur uit hoofde van een financiële zekerheidsovereenkomst een beroep doet op de afdwingbaarheid van rechtshandelingen die zijn verricht na het moment dat zijn wederpartij insolvent is verklaard, zelfs indien deze buiten de curator om tot stand zijn gekomen. Om voor bescherming in aanmerking te komen moet de crediteur uit hoofde van de financiële zekerheidsovereenkomst wel te goeder trouw zijn.⁴⁴ Naar huidig Nederlands recht is een beroep op bescherming in een dergelijk geval in veel beperktere mate mogelijk. Een succesvol beroep op bescherming betekent immers dat goederen (in dit geval geld of effecten) die normaliter tot de boedel zouden hebben behoord, nu toevallen aan een enkele crediteur. Het is opmerkelijk dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers en het beginsel van de *paritas creditorum* in het geval van de Richtlijn en de Uitvoeringswet moeten wijken voor

39. Zie over de in deze paragraaf behandelde materie uitgebreider T.R.M.P. Keijser, ‘De Collateral Richtlijn: het belang van de boedel uitgehold’, *TvI* 2003/2, p. 32-37.

40. Zie over de afbakening van de afkoelingsperiode nader S.C.J.J. Kortmann, ‘De afkoelingsperiode van art. 63a Fw: ondoordachte wetgeving’, in: S.C.J.J. Kortmann, e.a. (red.), *Financiering en Aansprakelijkheid*, W.E.J. Tjeenk Willink, Zwolle, 1994, Serie Onderneming en Recht, deel 1, p. 149-161.; A.J. Verdaas, ‘De regeling van de afkoelingsperiode blijft ondoordacht’, *TvI* 2003/4, p. 83-84.

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

het belang van een enkele crediteur uit hoofde van een financiële zekerheids overeenkomst.

De hiervoor beschreven wijzigingen van de Faillissementswet leiden tot een gunstige positie voor de crediteur die een financiële zekerheids overeenkomst heeft afgesloten. De nieuwe bepaling inzake de afkoelingsperiode heeft ten gevolge dat de curator geld en effecten direct moet afgeven. Voor het afschaffen van de terugwerkende kracht van de insolventieverklaring is in het geval van financiële zekerheids overeenkomsten veel te zeggen. Uitbreiding van de bescherming van de crediteur uit hoofde van een financiële zekerheids overeenkomst voor wat betreft rechtshandelingen die tot stand zijn gekomen na het moment van insolventieverklaring is echter een bedenkelijke breuk met het beginsel van de *paritas creditorum*.

7. Het opmaken van de balans

In het voorgaande is niet gestreefd naar volledigheid. Duidelijk is wel dat de positie van degene aan wie geld of effecten zijn verpand of overgedragen in het kader van een financiële zekerheids overeenkomst, onder de Richtlijn en de Uitvoeringswet veel sterker is dan onder het huidige recht. De Uitvoeringswet geeft een heel ruime toepassing aan de Richtlijn. Gezien de ingrijpende gevolgen kan men zich in gemoede afvragen of deze ruime toepassing gerechtvaardigd is. Heeft de wetgever bij het formuleren van de huidige regels inzake het pandrecht niet geprobeerd de belangen van alle betrokkenen zo goed mogelijk af te wegen? Was de rechtspraak van de Hoge Raad, waarbij de positie van de eigenaar ingevolge een eigendoms-overdracht tot zekerheid in een aantal opzichten werd beperkt, niet gerechtvaardigd? Heeft men in de Faillissementswet niet geprobeerd te komen tot een zo evenwichtig mogelijke afweging van alle betrokken belangen? Inperking van het toepassingsbereik van Richtlijn en Uitvoeringswet ligt voor de hand.

8. Mogelijkheden tot inperking

Er zijn twee manieren waarop de reikwijdte van Richtlijn en Uitvoeringswet kan worden ingeperkt. Enerzijds is een beperking tot welomschreven marktdeelnemers mogelijk, anderzijds tot bepaalde financiële transacties.

Allereerst is het mogelijk de Richtlijn alleen van toepassing te verklaren op de in art. 1(2)(a)-(d) van de Richtlijn genoemde marktdeelnemers. Het gaat hier om commerciële en centrale banken, verzekeraars, beleggingsinstellingen en andere grote vermogensbeheerders. Het zijn juist deze marktpartijen die van betekenis zijn voor de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten. Dit geldt niet, of in slechts in zeer beperkte mate, voor de in art. 1(2)(e) van de Richtlijn genoemde categorie van (onder meer kleine en middelgrote) ondernemingen. Op grond van art. 1(3) van de Richtlijn kunnen deze ondernemingen

dan ook buiten het bereik van de Richtlijn worden gehouden.⁴⁵ De uitsluiting van deze ondernemingen is gezien de vergaande gevolgen van de nieuwe regelgeving naar mijn mening wenselijk. In Duitsland is echter van de zijde van de banken tegen een dergelijke uitsluiting ingebracht dat deze ertoe zal leiden dat transacties met dergelijke ondernemingen in het buitenland zullen worden afgesloten, met alle gevolgen voor de binnenlandse markt van dien.⁴⁶

Een tweede mogelijkheid tot inperking heeft betrekking op de financiële transacties waar de Richtlijn en de Uitvoeringswet op van toepassing zijn. In de Nederlandse Uitvoeringswet wordt de term 'financiële zekerheids overeenkomst' ruim omschreven (zie art. 7:51 a-c BW). Op grond van de gehanteerde definitie is het mogelijk elke financieringstransactie waarbij zekerheden worden verschaft in de vorm van geld of effecten binnen het bereik van de speciale titel inzake financiële zekerheids overeenkomsten in Boek 7 te brengen. Naar mijn mening gaat dit te ver. Het doel van de Richtlijn is het bevorderen van de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten. Derhalve zal de Richtlijn betrekking moeten hebben op kapitaalmarkttransacties die inderdaad de liquiditeit verhogen. Financiële zekerheids overeenkomsten, zoals repurchase-, securities lending- en bepaalde derivatenovereenkomsten, kenmerken zich in de regel door de mogelijkheid voor beide partijen om gedurende de looptijd van de transactie vrijelijk te kunnen beschikken over de ontvangen middelen (geld of effecten), terwijl er aan het einde van de looptijd alleen een verplichting is gelijkwaardige goederen over te dragen. Het zijn juist deze transacties die een positieve invloed hebben op de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten. In het geval van traditionele zekerheidsfiguren zoals het pandrecht en de fiduciaire eigendoms-overdracht is er van een dergelijke beschikkingsbevoegdheid geen sprake. Dergelijke transacties hebben derhalve geen of een veel geringere betekenis voor de liquiditeit van de geld- en effectenmarkten. Gezien de strekking van de Richtlijn en de negatieve gevolgen voor het midden- en kleinbedrijf van een ruime interpretatie is het goed verdedigbaar dat transacties die niet strekken tot verhandelbaarheid buiten het bereik van de Richtlijn en de Uitvoeringswet moeten worden gehouden. De Duitse *Bundesrat* lijkt een inperking in dezelfde zin voor te staan en heeft de Duitse regering opgeroepen zich op Europees

42. Zie de gewijzigde artt. 14 en 218 Fw.

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

44. Zie de art. 63c (tweede alinea) en 241c (tweede alinea) Fw.

45. Kleine en middelgrote ondernemingen vielen overigens sowieso buiten het bereik van het oorspronkelijke voorstel voor de Richtlijn. Zie art. 2(4) van het *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on financial collateral arrangements*, Presented by the Commission, Brussels, 27.03.2001, COM(2001) 168 final.

46. Zie het persbericht van 12 februari 2004 van het Duitse ministerie van Justitie inzake de 'Neuregelung für Finanzsicherheiten'.

niveau sterk te maken voor een restrictieve uitleg van de Richtlijn.⁴⁷

Over de tweede mogelijkheid zou men anders kunnen denken. De eerste mogelijkheid bestaat in ieder geval. De Nederlandse wetgever heeft hier echter geen gebruik van gemaakt en is zelfs nog verder gegaan. De Uitvoeringswet maakt het ook mogelijk dat ondernemingen onderling financiëlezekerheidsovereenkomsten sluiten. Het gaat in

die gevallen om zekerheidsovereenkomsten waarbij geen enkele financiële instelling is betrokken. Me dunkt dat er geen goede grond is voor deze ruimhartige uitvoering van de Richtlijn.

47. Zie de bijlage bij het *Beschluss des Bundesrates* van 12 maart 2004 inzake de Richtlijn, nr. 117/04.