



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Controlevereiste bij FZO's: beschikken door de pandgever niet (langer) geoorloofd?

Rank, W.A.K.

Citation

Rank, W. A. K. (2017). Controlevereiste bij FZO's: beschikken door de pandgever niet (langer) geoorloofd? *Maandblad Voor Vermogensrecht*, 26(4), 117-128.
doi:10.5553/MvV/157457672017015004001

Version: Not Applicable (or Unknown)

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/56125>

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

Maandblad voor Vermogensrecht

ZEVENENTWINTIGSTE JAARGANG • 2017 • NR. 4

Controlevereiste bij FZO's: beschikken door de pandgever niet (langer) geoorloofd?

Prof. mr. W.A.K. Rank

Op 10 november 2016 heeft het Hof van Justitie van de Europese Unie een belangrijk arrest gewezen over de betekenis van het controlevereiste bij FZO's. Onderzocht wordt of de huidige Nederlandse praktijk op dit punt zich verdraagt met de uitspraak van het Hof, en zo nee, wat daarvan de consequenties zijn.

Verhaal van onderzoekskosten: vreemde eend in de bijt van het enquêterecht

Mr. C.J.-A. Seinen

De Meavita-beschikking bevestigt dat de toewijzing van een verzoek ex art. 2:354 BW aan hoge motiveringseisen moet voldoen. Maar past een uitgebreid onderzoek naar de aan individuele bestuurders en commissarissen te maken verwijten wel in de enquêteprocedure, en hoe verhoudt de maatstaf voor kostenverhaal zich tot maatstaven voor bestuurdersaansprakelijkheid?

Samenloop bij gemengde overeenkomsten. Enige gedachten over de toepassing van art. 6:215 BW naar aanleiding van HR 10 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:405, RvdW 2017/342

Mr. dr. P.S. Bakker

Over de in art. 6:215 BW geregelde samenloop van rechtsregels bij gemengde overeenkomsten wees de Hoge Raad onlangs een belangwekkend arrest (HR 10 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:405, RvdW 2017/342), dat meer duidelijkheid biedt over de wijze waarop art. 6:215 BW moet worden toegepast. Dit arrest staat in deze bijdrage centraal.

Verkrijgende verjaring, tussen rechtszekerheid en individuele rechtvaardigheid

Mr. M.L. Tuil

Het arrest Gemeente Heusden/X geeft een baanbrekend oordeel over de rechten van degene die zijn goed is verloren als gevolg van verkrijgende verjaring. Deze persoon kan zijn goed ná de verjaringstermijn bij wege van schadevergoeding in natura opvorderen bij degene die het als gevolg van verkrijgende verjaring heeft verkregen, mits deze persoon wist aan wie het goed toebehoorde en het desondanks in bezit heeft genomen en niet heeft teruggegeven.

Controlevereiste bij FZO's: beschikken door de pandgever niet (langer) geoorloofd?

*Prof. mr. W.A.K. Rank**

1 Inleiding

Op 10 november 2016 heeft het Hof van Justitie van de Europese Unie een belangrijk arrest gewezen over de betekenis van het controlevereiste bij financieelzekerheidsovereenkomsten (FZO's).¹ Voor een geldige verpanding uit hoofde van een FZO is naar geldend recht vereist dat het onderpand in het bezit of onder de controle van de zekerheidsnemer wordt gebracht. Onduidelijk is wanneer aan die eis is voldaan. In zijn arrest overweegt het Hof van Justitie ter zake van een FZO-verpanding van gelden op een rekening dat de zekerheidsnemer alleen dan geacht kan worden de gelden in zijn bezit of onder zijn controle te hebben gekregen als de zekerheidsgever wordt belet daarover te beschikken. In het arrest gaat het om een FZO-pandrecht op giraal geld en is de bank waarbij de rekening wordt aangehouden ook de pandhouder. Het ligt in de rede dat hetzelfde geldt voor een FZO-pandrecht op girale effecten en in de situatie dat de rekening wordt aangehouden bij een derde, niet zijnde de pandhouder. De vraag is of de huidige Nederlandse praktijk op dit punt zich vraagt met het arrest van het Hof van Justitie en wat de consequenties zijn als dat niet het geval is. In onderstaand artikel zal op deze vragen worden ingegaan en, afhankelijk van de beantwoording ervan, op eventuele oplossingen. De FZO is een zekerheidsinstrument dat in tal van opzichten afwijkt van de meer traditionele vormen van goederenrechtelijke of persoonlijke zekerheid. De literatuur over de FZO is dan ook overvloedig, zowel natio-

naal als internationaal.² Om de uitspraak van het Hof in de juiste context te kunnen plaatsen, wordt eerst kort aandacht besteed aan de vorm, inhoud en functie van een FZO, de vereisten voor de totstandkoming van een FZO en een overdracht of verpanding uit hoofde daarvan (aard van het onderpand, aard van partijen, leverings- en vestigingsformaliteiten), de wijze van uitwinning van op basis van een FZO verstrekte zekerheden en het gebruiksrecht van de zekerheidsnemer.³

2 Vorm en inhoud van een FZO

In het Burgerlijk Wetboek (BW) is de FZO geregeld in titel 2 van Boek 7. Deze titel vormt de implementatie in het Nederlandse recht van de Richtlijn betreffende financieelzekerheids-

* Prof. mr. W.A.K. Rank is hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden en advocaat te Amsterdam.

1. HvJ EU 10 november 2016, ECLI:EU:C:2016:851, Private Equity Insurance Group/Swedbank. Zie over het arrest ook W.A.K. Rank, Controlevereiste bij FZO's: vertrouwen is goed, controle is beter? *Financial Investigator* 2017, afl. 1, p. 35. S. Swinkels, Het FZO-pandrecht op giraal saldo: een alternatief voor de huidige verpandingspraktijk, *O&F* 2016, afl. 4, p. 56-66.

2. Zonder iemand tekort te willen doen noem ik in dit verband: Rank, in: T&C BW 2015, p. 3709-3729 en T&C Vermogensrecht 2015, p. 1373-1393, T.R.M.P. Keijser, *Financial Collateral Arrangements* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2006, T.R.M.P. Keijser & J.A.M.P. Keijser, *Financieelzekerheidsovereenkomsten*, Deventer: Kluwer 2008, Pitlo/Reehuis & Heisterkamp, *Goederenrecht*, Deventer: Kluwer 2012/979 en 998 (p. 709-725), A.J. van der Lely, *Cash Collateral: The Implementation of the Collateral Directive in the Netherlands*, in: E. Koops & W.J. Zwalm (red.), *The Past and Future of Money*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008, p. 169-176, J. Diamant, *De Collateral Richtlijn* (Serie Recht en Praktijk Financieel Recht, deel 12), Deventer: Kluwer 2014, C.J.H. Jansen & B.A. Schuijling, *De financieelzekerheidsovereenkomst*, in: A.S. Hartkamp, S.H. Sieburgh, L.A.D. Keus, J.S. Kortmann & M.H. Wissink (red.), *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht. Bijzonder deel*, Deventer: Kluwer 2014, p. 481-498 en L.P.W. van Vliet, *Financieelzekerheidsovereenkomsten*, in: H.N. Schelhaas, A.J. Verheij & B. Wessels (red.), *Bijzondere overeenkomsten* (Studiereeks Burgerlijk Recht, deel 6), Deventer: Kluwer 2016, p. 61-96. Zie voor een actueel overzicht Swinkels 2016. Zie voor een kritische beschouwing R.M. Wibier, *De financieelzekerheidsovereenkomst: verkeerde implementatie van een Richtlijn en een smet op het Burgerlijk Wetboek*, WPNR 2006/6667, p. 393-399.

3. De bespreking van deze aspecten van de FZO is in belangrijke mate gebaseerd op en soms letterlijk ontleend aan mijn commentaar op de regeling van de FZO in T&C BW 2015, p. 3709-3729 en T&C Vermogensrecht 2015, p. 1373-1393.

overeenkomsten (hierna: de Richtlijn).⁴ Op grond van een FZO kunnen bepaalde financiële activa worden overgedragen of verpand tot zekerheid van een (geldelijke) verplichting. De regeling van de FZO bestaat uit een vijftal artikelen (art. 7:51-55 BW). Art. 7:51 BW onderscheidt twee soorten FZO's: de FZO tot overdracht en de FZO tot vestiging van een pandrecht. Op grond van een FZO tot overdracht worden bepaalde goederen *overgedragen* als waarborg voor een verplichting. In het geval van een FZO tot vestiging van een pandrecht wordt op deze goederen een *pandrecht* gevestigd.

Een FZO kan een eenmalig karakter hebben, maar kan ook zijn vormgegeven als een raamovereenkomst. Zij zal in dat geval van toepassing zijn verklaard op alle financiële zekerheidstransacties die partijen met elkaar aangaan en bevat dan in de regel een *close-out netting*-beding. Een close-out netting-beding is een beding op grond waarvan bij faillissement of wanprestatie van een van partijen de gehele contractuele relatie door een van partijen vroegtijdig kan worden beëindigd of automatisch vroegtijdig wordt beëindigd en (a) de verplichtingen van partijen onmiddellijk opeisbaar worden en worden omgezet in een verplichting tot het betalen van een bedrag dat hun geschatte actuele waarde vertegenwoordigt, of (b) de verplichtingen van partijen komen te vervallen en worden vervangen door een verplichting tot het betalen van het voornoemde bedrag, dan wel (c) de verplichtingen van partijen worden verrekend en alleen het saldo verschuldigd is.⁵ Dit proces van vroegtijdige beëindiging, waardering, conversie en saldering wordt in de praktijk aangeduid als close-out netting. Het bestaan van de mogelijkheid van close-out netting is primair relevant voor de betrokken partijen vanuit een oogpunt van risicobeheersing. Als een van de betrokken partijen een finan-

ciële marktpartij is, is de mogelijkheid van close-out netting daarnaast ook van belang voor het door de betrokken financiële marktpartij aan te houden solvabiliteitsbeslag. Als voldoende zeker is dat close-out netting in een gegeven geval werkt, mogen de wederzijdse vorderingen en schulden uit transacties onder één en dezelfde raamovereenkomst worden gesaldeerd ter bepaling van de door een dergelijke financiële marktpartij aan te houden solvabiliteit.⁶

Blijkens haar definitie kan een FZO tot overdracht strekken tot zekerheid van elke verplichting. In de definitie van een FZO tot vestiging van een pandrecht ontbreekt een verwijzing naar de verzekerde verplichtingen en zal derhalve moeten worden teruggesproken op art. 3:227 BW. Dit artikel bepaalt voor een traditioneel pandrecht dat het strekt tot verhaal bij voorrang van een vordering tot voldoening van een geldsom. Anders dan door de Richtlijn lijkt te zijn beoogd,⁷ kan een FZO tot vestiging van een pandrecht naar de letter van de wet derhalve uitsluitend strekken tot zekerheid van verbintenissen tot voldoening van een geldsom. Dit manco zal in de praktijk kunnen worden opgelost door een boete te stellen op het schenden van de te verzekeren verplichting en deze boete door het pandrecht te laten secureren. Daarnaast zal richtlijnconforme interpretatie waarschijnlijk uitkomst kunnen bieden. De rechtsgevolgen van een FZO tot overdracht worden in beginsel door de overeenkomst zelf bepaald. Het is aan partijen om de overeenkomst zo in te richten dat de belangen van zekerheidsnemer en zekerheidsgever in evenwicht zijn. Uitgangspunt is dat de zekerheidsnemer rechthebbende wordt van de tot zekerheid overgedragen financiële activa. Om te voorkomen dat de balans daardoor te zeer doorslaat in het voordeel van de zekerheidsnemer, kunnen partijen bijvoorbeeld bepalen dat de zekerheidsnemer aan het eind van de looptijd van de overeenkomst verplicht is tot overdracht van gelijkwaardige goederen ('equivalent collateral')⁸ aan de zekerheidsgever als zich geen executiegrond voordoet, en als zich wel een executiegrond voordoet tot verrekening van de vordering tot zekerheid waarvan het onderpand is overgedragen met de waarde van deze gelijkwaardige goederen en afdracht van eventuele overwaarde aan de zekerheidsgever.

De regeling van de FZO heeft een enigszins hybride karakter. Zij heeft primair betrekking op de obligatoire overeenkomst die aan de overdracht of de verpanding van de financiële activa

4. Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten, PbEG 2002, L 168/43 (de Collateral Richtlijn). Titel 2 van Boek 7 is ingevoerd in het BW bij wet van 22 december 2005, Stb. 2006, 15 en in werking getreden op 20 januari 2006. In verband met de toevoeging van de kredietvordering als een mogelijk object van zekerheid is Richtlijn 2002/47/EG gewijzigd bij Richtlijn 2009/44/EG van 6 mei 2009, PbEG 2009, L 146/37. Deze wijziging resulteerde in een wijziging van titel 2 van Boek 7 BW bij wet van 21 april 2011, Stb. 2011, 210, welke wet op 11 mei 2011 in werking is getreden. In 2014 is Richtlijn 2002/47/EG gewijzigd bij Richtlijn 2014/59/EU van 15 mei 2014, PbEU 12 juni 2015, L 173/190 (de BRRD). Naast de Kamerstukken die rechtstreeks aan de onderhavige regeling ten grondslag liggen – Kamerstukken II 2005/06, 30138 en Kamerstukken II 2010/11, 32457 – zijn voor een goed begrip eveneens van belang de Kamerstukken bij een eerder wetsvoorstel over hetzelfde onderwerp – Kamerstukken II 2004/05, 28874 – dat op 8 maart 2005 door de Eerste Kamer met algemene stemmen werd verworpen.

5. Vgl. art. 7:51 onder i BW, waar een dergelijk beding wordt aangeduid als een verrekenbeding, en art. 2 lid 1 onder n van Richtlijn 2002/47/EG, waar het beding wordt aangeduid als een clause tot saldering bij vroegtijdige beëindiging. Voorbeelden van FZO's in de vorm van raamovereenkomsten met close-out netting-bedingen zijn de bij de ISDA Master Agreement behorende Credit Support Annex-English law (de 'Transfer Annex') en de Credit Support Annex-New York law (de 'NY Annex'), welke zekerheidsdocumenten dienen ter securering van *exposures* uit derivatentransacties, de Global Master Repurchase Agreement (GMRA) voor het documenteren van repo's en de Global Master Securities Lenders Agreement (GMSLA) voor het documenteren van *securities lending*-transacties.

6. Zie voor banken en grote beleggingsondernemingen art. 296, 205 en 206 van Regulation (EU) No. 575/2013 of the European Parliament and the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No. 648/2012, OJ EU 27 June 2013, L 176/1-337, bekend als de Capital Requirements Regulation (CRR).

7. Zie art. 2 lid 1 onderdeel f van Richtlijn 2002/47/EG, volgens welke bepaling zowel verbintenissen tot betaling van een geldsom als verbintenissen tot levering van financiële instrumenten tot de verzekerde verplichtingen kunnen behoren.

8. Zie art. 7:51 onder g BW voor een definitie van gelijkwaardige goederen. Uit de definitie blijkt dat het niet zozeer om gelijkwaardige goederen gaat, als wel om gelijksoortige goederen, dat wil zeggen goederen van gelijk soort en hoeveelheid.

ten grondslag ligt. Het is om die reden dat zij is opgenomen in Boek 7 BW. De regeling kent echter ook een aantal goederenrechtelijke en verhaalsrechtelijke bepalingen, waardoor zij evenzeer in Boek 3 BW had kunnen worden opgenomen. Ofschoon deze goederenrechtelijke en verhaalsrechtelijke bepalingen in beginsel slechts aanvullingen op het klassieke zekerhedenrecht inhouden, wijken zij tegelijk in belangrijke opzichten af van bepaalde van oudsher geldende regels van goederenrecht en verhaalsrecht.⁹ Zo is een overdracht in het kader van een FZO tot overdracht geen overdracht die wordt getroffen door het verbod van art. 3:83 lid 3 BW¹⁰ en kan de pandhouder bij een FZO tot vestiging van een pandrecht een hergebruiksrecht op de verpande goederen bedingen¹¹ en mag hij, in afwijking van het bepaalde in art. 3:243 lid 1 en 3:235 jo. art. 3:248 BW, met de pandgever afspreken dat hij zich op de aan hem verpande effecten mag verhalen door toe-eigening.¹²

3 Functie en bijzondere positie van een FZO

FZO's worden in de moderne (internationale) financiële praktijk op grote schaal aangegaan door bepaalde overheidsinstanties, centrale banken, commerciële banken en andere financiële instellingen. Het gaat daarbij meestal om door Engels of New Yorks recht beheerste arrangementen ter securering van verplichtingen uit derivatentransacties. Worden deze arrangementen beheerst door Engels recht, dan voorzien zij in de regel in het vestigen van zekerheid door overdracht ('*title transfer*') van giraal geld en op de kapitaalmarkt verhandelbare effecten. Te noemen is in dit verband met name het arrangement zoals dat is belichaamd in de door ISDA, de International Swaps and Derivatives Association, opgestelde en bij de ISDA Master Agreement behorende, door Engels recht beheerste Credit Support Annex (de 'Transfer Annex'). Worden deze overeenkomsten beheerst door New Yorks recht, dan is veelal sprake van het vestigen van een beperkt zekerheidsrecht ('*security interest*') met een daaraan gekoppeld hergebruiksrecht van de zekerheidsgerechtigde. Te noemen is in dit verband met name het arrangement zoals dat is belichaamd in de door ISDA opgestelde en bij de ISDA Master Agreement behorende, door New Yorks recht beheerste Credit Support Annex (de 'NY Annex'). Ook effectenfinancieringstransacties zoals *securities lending*-transacties op basis van een Global Master Securities Lenders Agreement (GMSLA) en repo's op basis van een Global Master Repurchase Agreement (GMRA) kwalificeren als FZO's. Juridisch heeft een repo de vorm van een verkoop en terugkoop van effecten, waarbij de verkoper zich bij de verkoop van de effecten verbindt tot een terugkoop op termijn van een gelijke hoeveelheid effecten van dezelfde soort. Economisch constitueert een repo echter een lening ten belope van het bedrag van de koopprijs van de effecten en

strekken de overgedragen effecten tot zekerheid van de terugbetaling van dat bedrag.¹³ Een FZO vervult primair een zekerheidsfunctie. Doordat de zekerheidsnemer mag beschikken over de financiële activa die het onderpand vormen, vervult zij daarnaast ook de functie van kredietinstrument. Door deze laatste functie zijn FZO's van groot belang voor een liquide en efficiënte geld- en effectenmarkt.

Het verschaffen van zekerheid door overdracht van activa en het toekennen van een hergebruiksrecht aan de rechthebbende van een beperkt zekerheidsrecht staan haaks op het in enkele lidstaten van de Europese Unie geldende uitgangspunt dat een overdracht tot zekerheid geen toegestane vorm van zekerheid is en dat een beschikkingsrecht voor de rechthebbende van een beperkt zekerheidsrecht onverenigbaar is met het karakter van een dergelijk beperkt recht.¹⁴ Moet een dergelijk arrangement of een op basis daarvan gevestigde zekerheid worden erkend of ten uitvoer gelegd in een EU-lidstaat waar men dergelijke vormen van zekerheidsverschaffing niet kent, dan kunnen zich problemen voordoen. De zekerheden zullen dan moeten worden ingepast in het systeem van het land van de tenuitvoerlegging en mogelijk moeten worden omgevormd tot een tot het recht van die jurisdictie behorend zekerheidsrecht.¹⁵ Aan een bevoegdheid waarvoor dat recht geen ruimte biedt – bijvoorbeeld een hergebruiksrecht van een beperkt zekerheidsgerechtigde – komt daar te lande dan waarschijnlijk geen rechtsgevolg toe. Dit vormt een obstakel voor het functioneren van een Europese financiële markt. Bovendien is er geen sprake van een 'level playing field' als FZO's niet in de verschillende lidstaten op gelijke voet mogelijk zijn. Oogmerk van de Richtlijn is dan ook de liquiditeit en efficiëntie van de Europese financiële markt te bevorderen door het introduceren van eenvoudige geharmoniseerde regels met betrekking tot de totstandkoming van FZO's en de vestiging van zekerheden op basis daarvan, de uitwinning van dergelijke zekerheden en daarmee ook de erkenning en afdwingbaarheid in de diverse lidstaten van door buitenlands recht beheerste, in de moderne financiële praktijk gebruikelijke zekerheidsarrangementen te faciliteren.¹⁶

In verband met het bijzondere karakter van de FZO bevat de wet een aantal bijzondere bepalingen gericht op het beschermen van de rechten van de zekerheidsnemer uit hoofde van

9. Kamerstukken I 2004/05, 28874, E, p. 8-9 (Nadere MvA I).

10. Art. 7:55 BW.

11. Art. 7:53 BW. Dit hergebruiksrecht betreft een algemeen beschikkingsrecht en gaat dus verder dan alleen een bevoegdheid tot herverpanding, zoals voor een traditioneel pandrecht voorzien in art. 3:242 BW.

12. Art. 7:54 BW.

13. Anders dan art. 2 lid 1 onderdeel b van Richtlijn 2002/47/EG verwijst art. 7:51 onderdeel b BW niet expliciet naar repo's. Desalniettemin is het wel degelijk de bedoeling van de Nederlandse wetgever om deze transacties onder titel 2 van Boek 7 BW te laten vallen. Voor *buy/sell backs* geldt hetzelfde. Zie Kamerstukken II 2004/05, 30138, 3, p. 8-9 en 10 (MvT). Zie over repo's en *securities lending* W.A.K. Rank, De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financiële praktijk (oratie Nijmegen), Deventer: Kluwer 1998, W.A.K. Rank, Repo's en repowet: van de regen in de drup?, in: S.C.J.J. Kortmann, W.A.K. Rank, M.H.E. Rongen, G. van Solinge & H.L.E. Verhagen (red.), Onderneming en effecten, Deventer: Kluwer 1998, p. 371-418.

14. Vgl. voor Nederland art. 3:84 lid 3 en 3:243 lid 1 BW en art. 3:235 jo. art. 3:248 BW.

15. Vgl. voor Nederland: HR 14 december 2001, NJ 2002/241 (Sisal II).

16. Kamerstukken II 2002/03, 28874, 3, p. 2-4 (MvT).

een FZO in het geval van faillissement, surseance van betaling/noodregeling of interventie maatregelen met betrekking tot de zekerheidsgever. Zo voorziet art. 63e van de Faillissementswet (Fw) met betrekking tot FZO's in een uitzondering op de regel van de terugwerkende kracht van de faillietverklaring. Op grond van art. 241e Fw respectievelijk art. 3:174 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) geldt eenzelfde uitzondering voor het geval dat aan de zekerheidsgever surseance van betaling wordt verleend of, als het een bank of verzekeraar betreft, ten aanzien van deze bank of verzekeraar de noodregeling wordt uitgesproken. Op grond van art. 3:159ac lid 2 en 3 Wft werkt een beschikking tot goedkeuring van een overdrachtsplan als bedoeld in art. 3:159ij Wft niet terug ten aanzien van een door de desbetreffende verzekeraar gesloten FZO. Voorts is ingevolge art. 63d Fw in geval van faillissement van de zekerheidsgever de regeling van de afkoelingsperiode niet van toepassing op goederen die zijn verpand uit hoofde van een FZO tot vestiging van een pandrecht. Ingevolge art. 241d Fw respectievelijk art. 3:176 Wft geldt hetzelfde in het geval dat aan de zekerheidsgever surseance van betaling wordt verleend of, als het een bank of verzekeraar betreft, ten aanzien van deze bank of verzekeraar de noodregeling van toepassing wordt verklaard. Indien ten aanzien van een verzekeraar die in financiële problemen verkeert een interventie maatregel als bedoeld in art. 3:267e Wft wordt toegepast, mag de wederpartij van deze verzekeraar diverse aan haar toekomende contractuele rechten alleen uitoefenen met toestemming van De Nederlandsche Bank (DNB; art. 3:267f lid 1-3 Wft). Een uitzondering hierop geldt op grond van art. 3:267f lid 4 Wft voor de uitoefening van contractuele rechten uit hoofde van een FZO. Art. 3A:60 Wft bepaalt dat rechten die voortvloeien uit een FZO niet worden aangetast door een besluit tot overgang van sommige, maar niet alle activa en/of passiva van een entiteit in afwikkeling, of een besluit om een overeenkomst waarbij een entiteit in afwikkeling partij is te beëindigen of te wijzigen, dan wel een entiteit in afwikkeling te vervangen als partij bij de overeenkomst. Art. 3A:61 Wft voegt daaraan toe dat indien DNB een besluit neemt tot overgang van activa of passiva, tot beëindiging of wijziging van een overeenkomst of tot het vervangen van een entiteit in afwikkeling als partij bij een overeenkomst, een dergelijk besluit ten aanzien van een FZO niet strekt tot overgang van slechts een gedeelte van de activa en/of passiva die onder de overeenkomst vallen, wijziging of beëindiging van rechten of verplichtingen die door de FZO worden beschermd of het vervangen van de entiteit in afwikkeling door de verkrijger. Met betrekking tot verzekeraars ten aanzien waarvan een overdrachtsplan wordt voorbereid, bevat art. 3:159o Wft een vergelijkbare bepaling voor verrekenbedingen in overeenkomsten met betrekking tot financiële instrumenten. Behalve aan raamovereenkomsten voor het aangaan van derivatentransacties moet daarbij ook worden gedacht aan FZO's. Art. 6:2 lid 7 Wft bevat voor verrekenbedingen in overeenkomsten met betrekking tot financiële instrumenten een soortgelijke bepaling voor het geval de minister van Financiën gebruik maakt van de hem op grond

van art. 6:2 Wft ten aanzien van banken en verzekeraars toekomende bevoegdheid tot onteigening.¹⁷

4 Aard van het onderpand en aard van partijen

Er is alleen dan sprake van een FZO in de zin van art. 7:51 BW als de overgedragen of verpande goederen bestaan uit op een rekening of deposito gecrediteerd tegoed in geld (giraal geld), op de kapitaalmarkt handelbare effecten of uit kredietvorderingen. Zie art. 7:51 onderdeel d-f BW. De regeling is dus niet van toepassing op overeenkomsten die strekken tot overdracht of verpanding van munten of bankbiljetten, niet op de kapitaalmarkt handelbare effecten, voorraden of inventaris, of vorderingen die niet als kredietvorderingen kunnen worden gekwalificeerd. Voor de vraag of sprake is van op de kapitaalmarkt handelbare effecten is doorslaggevend of de effecten eenvoudig overdraagbaar zijn en of zij snel handelbaar zijn. Voor de uitleg van het begrip kapitaalmarkt moet men zich baseren op hetgeen in het algemeen spraakgebruik daaronder wordt verstaan. Het begrip omvat in elk geval een gereguleerde markt.¹⁸ Bestaat het onderpand uit effecten, dan brengen de eisen van eenvoudige overdraagbaarheid en snelle handelbaarheid mee dat het bijna altijd zal gaan om giraal overdraagbare effecten. Kredietvorderingen kunnen pas sinds 2009 object van een FZO zijn.¹⁹ Aanleiding voor de toevoeging van kredietvorderingen als mogelijk object van een FZO is dat kredietvorderingen sinds 1 januari 2007 door banken in de Europese Unie in onderpand kunnen worden gegeven aan de Europese Centrale Bank c.q. aan de centrale banken van de lidstaten, ter securering van aan deze banken verstrekt krediet, terwijl deze zekerheidsverschaffing niet in alle lidstaten via een FZO kon worden vormgegeven.²⁰ Een kredietvordering is in art. 7:51 onderdeel f BW gedefinieerd als een geldvordering voortvloeiend uit een overeenkomst waarbij een bank als bedoeld in art. 1:1 Wft krediet verschaft in de vorm van een lening, met uitzondering van geldvorderingen waarbij de debiteur een natuurlijk persoon is die niet handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf, tenzij de zekerheidsgever of de zekerheidsnemer een van de instellingen is als genoemd in art. 7:52 lid 1 onderdeel b BW. Uit deze definitie volgt dat indien de zekerheidsgever of de zekerheidsnemer geen centrale bank of daarmee vergelijkbare supranationale organisatie is, vorderingen uit hoofde van leningen aan consu-

17. Zie over de bescherming van de FZO bij interventie maatregelen uitgebreid W.A.K. Rank, *Interventie bij banken en verzekeraars* (oratie Leiden; Hazelhoff Financial Law Series, deel 3), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2014.

18. Kamerstukken II 2004/05, 30138, 3, p. 13 (MvT).

19. Implementatie van Richtlijn 2009/44/EG. Zie P. Heemskerk, *De wet tot implementatie van FZO-wijzigingsrichtlijn (2009/44/EG): zekerheid over zekerheid?*, MvV 2011, afl. 5, p. 144-149, F.E.J. Beekhoven van den Boezem, *Richtlijn 2009/44/EG: EG-knuppel in het hoenderhok van het Nederlandse goederenrecht*, MvV 2009, afl. 12, p. 315-317, A. Broekers-Knol, *De tweetrapsraket van de wetsvoorstellen stille cessie en financiële zekerheidsovereenkomsten*, MvV 2009, afl. 7/8, p. 159-166.

20. Kamerstukken II 2009/10, 32457, 3, p. 3-4 en 14 (MvT). Zie F.E.J. Beekhoven van den Boezem, *Credit claims. Kredietvorderingen als beleenbare activa voor monetaire beleidstransacties in het Eurosysteem* (oratie Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010.

menten niet als kredietvorderingen worden aangemerkt.²¹ Vorderingen uit hoofde van levering van goederen of diensten – handelsvorderingen – zijn evenmin kredietvorderingen.

Krachtens art. 7:52 lid 1 BW is titel 2 van Boek 7 uitsluitend van toepassing indien ten minste een van de partijen behoort tot een van de in art. 7:52 lid 1 onderdeel a-d genoemde categorieën. Het gaat daarbij, kort samengevat, om bepaalde overheidsinstanties, centrale banken, de Europese Centrale Bank, de Bank voor Internationale Betalingen, het Internationaal Monetair Fonds en de Europese Investeringsbank, financiële ondernemingen onder financieel toezicht, centrale tegenpartijen, afwikkende instanties, verrekeningsinstituten en rechtspersonen die optreden als trustee of als vertegenwoordiger van één of meer personen, waaronder begrepen obligatiehouders, houders van andere schuldinstrumenten en de hiervoor vermelde instellingen. Het betreft hier steeds financiële marktpartijen, partijen die een band hebben met de financiële markt.²² De tekst van art. 7:52 lid 1 onderdeel c BW doet de vraag rijzen of andere Nederlandse marktpartijen dan de daar genoemde financiële ondernemingen onder financieel toezicht kunnen kwalificeren als partijen die FZO's in de zin van titel 2 van Boek 7 BW kunnen aangaan. Te denken valt in dit verband bijvoorbeeld aan pensioenfondsen. Bij de omschrijving van de in art. 7:52 lid 1 onderdeel c BW genoemde financiële ondernemingen wordt verwezen naar de definities van deze partijen in art. 1:1 Wft. Een pensioenfonds is geen financiële onderneming in de zin van art. 1:1 Wft en wordt evenmin in enige andere toezichtwet als zodanig gedefinieerd of aangeduid. Een pensioenfonds staat echter wel onder financieel toezicht. Die omstandigheid, gecombineerd met het feit dat de opsomming van de verschillende in art. 1:1 Wft bedoelde financiële ondernemingen onder financieel toezicht een enuntiatieve opsomming is en geen limitatieve, is wat mij betreft een indicatie dat ook andere Nederlandse marktpartijen die onder financieel toezicht staan, zoals bijvoorbeeld pensioenfondsen, kunnen kwalificeren als financiële ondernemingen onder financieel toezicht in de zin van art. 7:52 lid 1 onderdeel c BW.

Ofschoon bij de omschrijving van de in art. 7:52 lid 1 onderdeel c-d BW genoemde financiële marktpartijen wordt verwezen naar definities die zijn opgenomen in de Wft en de Fw moet het er naar mijn mening voor worden gehouden dat ook vergelijkbare buitenlandse financiële marktpartijen kunnen kwalificeren als partijen die FZO's in de zin van titel 2 van Boek 7 BW kunnen aangaan. De artikelen van de Wft en de Fw waarnaar in art. 7:52 lid 1 BW wordt verwezen, dienen alsdan te worden geïnterpreteerd tegen de achtergrond van de toezichtwetgeving van het land van vestiging van de desbetreffende financiële marktpartij. Ware dit anders, dan zou een

overeenkomst tussen een Nederlandse corporate en een buitenlandse financiële onderneming nooit een FZO in de zin van de wet kunnen zijn. Dat lijkt moeilijk verenigbaar met het doel van de Richtlijn om FZO's zo veel mogelijk te faciliteren.²³ Twijfelachtig is of financiële ondernemingen waaraan een vrijstelling of ontheffing is verleend, kunnen worden aangemerkt als ondernemingen onder financieel toezicht.

Ingevolge art. 7:52 lid 2 BW is de regeling niet van toepassing als een van de partijen een natuurlijk persoon is die niet handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf. Toepassing van de regeling is dus aan de orde als beide partijen als partijen in de zin van art. 7:52 lid 1 BW kunnen worden gekwalificeerd of als ten minste een van partijen als een zodanige partij kan worden gekwalificeerd, maar nooit als een van partijen een consument is. Dat betekent dat een FZO tussen twee financiële ondernemingen onder de regeling valt. Dat geldt ook voor een FZO tussen een financiële onderneming en een gewone rechtspersoon of onderneming. De omvang van deze rechtspersoon of onderneming doet in dit verband niet ter zake. De onderneming kan ook een natuurlijk persoon zijn die handelt in de uitoefening van een beroep of bedrijf. FZO's tussen twee gewone rechtspersonen of ondernemingen vallen echter niet onder de regeling van titel 2 BW, ongeacht hun omvang.

5 Leverings- en vestigingsformaliteiten

In overeenstemming met het in de Richtlijn bepaalde is de FZO vormvrij. Op de ter uitvoering van een FZO tot stand te brengen overdracht of verpanding zijn in beginsel de gewone regels voor overdracht en verpanding van toepassing.²⁴

Dit uitgangspunt lijkt echter meteen al uitzondering waar het een stille cessie of een stille verpanding van (giraal) geld en/of (girale) effecten betreft. De Richtlijn ziet uitsluitend op situaties waarin de zekerheidsobjecten daadwerkelijk in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer.²⁵ Men spreekt in dit verband wel van het controlevereiste. Weliswaar is dit vereiste niet met zoveel woorden in de Nederlandse wetgeving opgenomen, maar het vormt ook hier te lande geldend recht.²⁶ Het controlevereiste heeft twee aspecten. Het eerste aspect betreft de vraag of een FZO tot overdracht respectievelijk tot vestiging van een pandrecht door middel van een stille cessie respectievelijk een stille verpanding tot uitvoering kan worden gebracht. Op dit aspect wordt in deze paragraaf ingegaan. Het tweede aspect betreft de vraag of de zekerheidsgever na de verschaffing van het onderpand (contractueel) bevoegd

21. Deze reikwijdtebeperking berust op een in art. 1 lid 4 onderdeel b van de gewijzigde Richtlijn vervatte opt-outmogelijkheid waarvan Nederland gebruik heeft gemaakt ter bescherming van consumenten. Zie Kamerstukken II 2009/10, 32457, 3, p. 14 (MvT).

22. Kamerstukken II 2004/05, 30138, 3, p. 15 (MvT).

23. Uit art. 1 lid 2 onderdeel c van de Richtlijn kan bovendien worden opgemaakt dat het begrip financiële onderneming onder financieel toezicht niet is beperkt tot in een specifieke wettelijke regeling genoemde financiële ondernemingen.

24. Aldus Kamerstukken II 2004/05, 30138, 3, p. 1, 6 en 17 e.v. (MvT); Kamerstukken I 2004/05, 28874, E, p. 10 (Nadere MvA I). Het gaat daarbij om de regels zoals neergelegd in het BW en in de Wet giraal effectenverkeer (Wge).

25. Art. 1 lid 5 en 2 lid 2 van Richtlijn 2002/47/EG.

26. Zie Kamerstukken II 2002/03, 28874, 3, p. 7 en Kamerstukken I 2003/04, 28874, C, p. 2.

kan zijn om over het onderpand te blijven beschikken. Dit aspect betreft de kern van dit artikel en komt aan de orde in de paragrafen 8-11. Volgens de memorie van toelichting bij het oorspronkelijke wetsontwerp brengt het controlevereiste mee dat ter uitvoering van een FZO tot overdracht van gelden en/of effecten geen gebruik kan worden gemaakt van een stille cessie. Evenzo kan aan een FZO tot vestiging van een pandrecht op gelden en/of effecten geen uitvoering worden gegeven door middel van een bezitloze of stille verpanding.²⁷ Ofschoon de minister later minder zeker van zijn zaak lijkt,²⁸ is dit wat mij betreft nog steeds een juist standpunt. Als de bank waar de rekening wordt aangehouden niet tevens de cessionaris of de pandhouder is en zij niet omtrent de cessie of de verpanding is geïnformeerd, kan de cessionaris of de pandhouder het recht om nakoming te eisen en betalingen in ontvangst te nemen niet aan de bank tegenwerpen en kunnen deze rechten nog steeds door de cedent of de pandgever worden uitgeoefend. De cessionaris of de pandhouder is in die situatie ook niet in staat de bank te instrueren om de rechten van de cedent of de pandgever niet langer te honoreren. Aldus kan niet worden aangenomen dat er sprake is van bezit of controle van de cessionaris of de pandhouder. Registratie van de akte – aangenomen dat dit geen verboden formaliteit betreft – maakt dat niet anders.²⁹ Het in dit artikel nader te bespreken arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie van 10 november 2016³⁰ geeft steun aan deze interpretatie. In dit arrest overweegt het Hof ter zake van een pandrecht op giraal geld dat de zekerheidsnemer alleen dan geacht kan worden de gelden in zijn bezit of onder zijn controle te hebben gekregen als de zekerheidsgever wordt belet daarover te beschikken ('is prevented from disposing of them'). Aan die voorwaarde kan uitsluitend zijn voldaan als de bank waar de rekening wordt aangehouden, weet heeft van het pandrecht. Alleen dan kan deze zich richten naar instructies van de pandhouder en alleen dan kan de pandhouder zijn bevoegdheden als pandhouder uitoefenen. Bij een stille verpanding heeft de pandhouder die mogelijkheid niet en kan er dus geen sprake zijn van bezit of controle. Hetzelfde geldt mutatis mutandis voor de cessionaris in het geval van een stille cessie.

Bij kredietvorderingen behoort een stille cessie of een stille verpanding wel tot de mogelijkheden. Art. 1 lid 5 van de (gewijzigde) Richtlijn 2002/47/EG bepaalt dat bij gebruik van kredietvorderingen als onderpand opname van de kredietvorderingen in een lijst die schriftelijk of op daarmee gelijkwaardige wijze bij de zekerheidsnemer wordt ingediend voldoende formaliteit is voor de overdracht of verpanding van kredietvorderingen in het kader van een FZO. Art. 3 lid 1, tweede alinea, eerste volzin, van de (gewijzigde) Richtlijn bepaalt dat het bestaan, de geldigheid, de volledigheid, de rangorde, de

afdwingbaarheid of de toelaatbaarheid als bewijs van een cessie of een verpanding van een kredietvordering niet mag afhangen van formaliteiten zoals kennisgeving of registratie. Artikel 3 lid 1, tweede alinea, tweede volzin, van de (gewijzigde) Richtlijn voegt daar echter aan toe dat de lidstaten ten behoeve van de totstandkoming, rangorde, afdwingbaarheid of toelaatbaarheid als bewijs wel formaliteiten mogen voorschrijven (al mag het niet in acht nemen daarvan kennelijk geen gevolgen hebben voor de geldigheid van de cessie of de verpanding). De minister leest deze bepalingen in hun onderlinge verband en samenhang beschouwd aldus, dat zij met betrekking tot kredietvorderingen een stille cessie en een stille verpanding mogelijk maken en dat bij een stille cessie en een stille verpanding het vereiste van een akte en registratie daarvan kan worden gehandhaafd. Daarnaast is de minister van mening dat deze bepalingen niet afdoen aan de mogelijkheid kredietvorderingen in onderpand te geven door middel van een openbare cessie of een openbaar pandrecht. Daartoe interpreteert de minister art. 3 lid 1, tweede alinea, eerste volzin, van de (gewijzigde) Richtlijn niet als een verbod, maar als een uitzondering op art. 1 lid 5 en ziet hij in art. 3 lid 1, tweede alinea, tweede volzin voldoende basis voor het mogen hanteren van het registratie- respectievelijk het mededelingsvereiste, dit niettegenstaande het constitutieve karakter van deze beide vereisten.³¹ Voor de Nederlandse financiële praktijk is deze interpretatie niet problematisch.

Overigens worden creditsaldi – ofschoon deze juridisch een vordering op naam jegens een bank inhouden – in de praktijk niet overgedragen door middel van cessie in de zin van art. 3:94 lid 1 BW, maar overgeboekt overeenkomstig art. 6:114 BW. Dit is volgens de minister geen probleem omdat met overdracht in titel 2 van Boek 7 BW primair overdracht in de zin van de Richtlijn is bedoeld en niet overdracht in de zin van art. 3:84 BW.³² Ik kan mij in die redenering wel vinden. Het gaat hier immers om uitleg van een Europese richtlijn. Cessie overeenkomstig art. 3:94 lid 1 BW is in theorie wel mogelijk, maar dan dient wel aan alle eisen van art. 3:83 e.v. BW te zijn voldaan. Hetzelfde geldt voor giraal overdraagbare effecten die geen deel uitmaken van een verzameldepot in de zin van de Wet giraal effectenverkeer (Wge). Bij deze effecten heeft de zekerheidsgever slechts een vordering op naam op een bank of een effectenbewaarbedrijf corresponderende met door de bank of het effectenbewaarbedrijf op ongeïndividualiseerde basis gehouden toondereffecten of op eigen naam gehouden effecten op naam. Levering van deze vorderingen vindt niet plaats door cessie, maar door girale overboeking. Het betreft hier een vorm van overboeking op contractuele basis, juridisch te duiden in termen van novatie of schuldoverneming, vergelijkbaar met een girale betaling.³³ Levering van giraal overdraagbare effecten die deel uitmaken van verzamel- respectievelijk girodepots in de zin van de Wge geschiedt eveneens op girale wij-

27. Aldus: Kamerstukken I 2004/05, 28874, E, p. 6-7 en 10 (Nadere MvA I); Kamerstukken II 2004/05, 30138, 3, p. 8 (MvT).

28. Kamerstukken II 2009/10, 32457, 3, p. 11.

29. Geheel onomstreden is deze interpretatie overigens niet. Zie de discussie hierover tussen Diamant 2014, p. 121-124 en Van Vliet 2016, p. 78-79.

30. HvJ EU 10 november 2016, ECL:EU:C:2016:851, Private Equity Insurance Group/Swedbank.

31. Kamerstukken II 2009/10, 32457, 3, p. 10-11 (MvT).

32. Kamerstukken II 2004/05, 30138, 3, p. 14 (MvT).

33. Zie over het rechtskarakter daarvan W.A.K. Rank, Geld, geldschuld en betaling (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 1996, p. 189-195.

ze: zie art. 17 en 41 Wge. Een dergelijke overboeking constitueert krachtens de Wge een levering in de goederenrechtelijke zin des woords.³⁴

In theorie kunnen ook andere effecten dan giraal overdraagbare effecten worden overgedragen ter uitvoering van een FZO tot overdracht. Men denke in dit verband aan (geïndividualiseerde) aandelen aan toonder en obligaties aan toonder en rechtstreeks – dat wil zeggen: niet via een intermediair – gehouden aandelen op naam en obligaties op naam. Voorwaarde is wel dat deze effecten op de kapitaalmarkt verhandelbaar zijn, dat wil zeggen eenvoudig overdraagbaar zijn en snel kunnen worden verhandeld. Nu voor levering van deze effecten de gewone regels van het BW gelden, zal het praktisch niet eenvoudig zijn om dergelijke effecten tot onderwerp van een FZO tot overdracht te maken.³⁵

Cruciaal is dat gelden en/of effecten die in het kader van een FZO tot overdracht als onderpand worden gebruikt, worden overgeboekt naar een rekening van de zekerheidsnemer en niet naar een eigen rekening van de zekerheidsgever of op een dergelijke rekening blijven staan, ook niet als een dergelijke rekening wordt aangehouden in de boeken van de zekerheidsnemer. Bij effecten gaat een FZO tot overdracht in de praktijk eigenlijk altijd gepaard met een dergelijke overboeking. Dat zal ongetwijfeld te maken hebben met hun karakter als kapitaal- of geldmarktinstrument en de manier waarop zij door banken plegen te worden bewaard en geadministreerd. Bij gelden – *cash collateral* – ziet men in de praktijk regelmatig dat deze worden overgeboekt naar een eigen rekening van de zekerheidsgever in de boeken van de zekerheidsnemer of dat zij in een dergelijke rekening blijven staan. Deze manier van doen laat zich waarschijnlijk verklaren uit de gedachte dat de zekerheidsgever zowel bij een creditsaldo op een eigen rekening in de boeken van de zekerheidsnemer als bij overboeking van creditgelden naar een rekening op naam van de zekerheidsnemer een vordering op naam op de zekerheidsnemer heeft ten belope van het bedrag in kwestie. In het eerste geval zou dit een vordering uit hoofde van de rekening-courantrelatie zijn, in het tweede geval een (voorwaardelijke) vordering tot restitutie van een gelijkwaardig geldbedrag – *equivalent cash collateral* – uit hoofde van de FZO. De gedachte zou dan zijn dat een overboeking naar een rekening van de zekerheidsnemer niets toevoegt en dat het voldoende is dat de zekerheidsnemer de op de rekening van de zekerheidsgever geboekte gelden in zijn administratie aanmerkt als aan deze laatste te restitueren gelijkwaardige goederen. Deze benadering miskent echter dat een FZO tot overdracht is gebaseerd op het beginsel dat de zekerheidsnemer door overdracht/overboeking rechthebbende wordt van de gelden die het onderpand vormen en dat de

vordering uit hoofde van de rekening-courantrelatie een andere is dan die tot restitutie van gelijkwaardige goederen uit hoofde van de FZO. Als de gelden worden overgeboekt naar een eigen rekening van de zekerheidsgever in de boeken van de zekerheidsnemer of op een dergelijke rekening blijven staan, is geen sprake van een overdracht aan de zekerheidsnemer in de zin van art. 7:51 BW en zullen deze gelden ook niet tot zekerheid van de verplichtingen van de zekerheidsgever jegens de zekerheidsnemer kunnen dienen.

Voor de vestiging van een (openbaar) FZO-pandrecht op creditsaldi, giraal overdraagbare effecten die geen deel uitmaken van verzamel- respectievelijk girodepots als bedoeld in de Wge en rechtstreeks gehouden obligaties op naam gelden de gewone regels van het BW.³⁶ Voor de vestiging van een (openbaar) FZO-pandrecht op giraal overdraagbare effecten die deel uitmaken van verzamel- respectievelijk girodepots als bedoeld in de Wge gelden de verpandingsregels van de Wge: art. 20 lid 1 en 21 lid 1 respectievelijk art. 42 Wge.³⁷

6 Vereenvoudigde wijze van uitwinning

Art. 7:54 BW stelt de FZO-pandhouder in staat om snel en op eenvoudige wijze te kunnen uitwinnen als zich een executiegrond voordoet. Bij een FZO tot vestiging van een pandrecht is de pandhouder, wanneer het onderpand uit effecten bestaat, in het kader van de uitwinning bevoegd om (a) de effecten te verkopen en zich op de verkoopopbrengst te verhalen, of (b) zich de effecten toe te eigenen en de waarde van de effecten te verrekenen met de vordering waarvoor het onderpand tot zekerheid strekt. Wanneer het onderpand uit geld bestaat, is de pandhouder bevoegd de vordering waarvoor het onderpand tot zekerheid strekt te verrekenen met het geldtegoed. Bestaat het onderpand uit kredietvorderingen, dan is de pandhouder bevoegd deze te verkopen en de opbrengst te verrekenen met het hem verschuldigde.³⁸ Een executoriale verkoop van effecten als hier aan de orde dient plaats te vinden op een markt of een beurs door tussenkomst van een tussenpersoon overeenkomstig de regels en gebruiken die aldaar voor een gewone verkoop gelden. Toe-eigening van de effecten behoort alleen tot de mogelijkheden als dit in de FZO is bedongen en de waarde van de effecten is gebaseerd op de waarde op een markt of ter beurze. Op grond van art. 3:253 lid 1 BW komt een eventueel overschot ten goede aan de pandgever en diens overige schuldeisers. Partijen kunnen overeenkomen dat de voorzieningenrechter op verzoek van de pandhouder of de pandgever kan bepalen dat de effecten op een afwijkende wijze worden verkocht. Zij kunnen ook overeenkomen dat de voorzieningenrechter op verzoek van de pandhouder kan bepalen dat de

34. Kamerstukken II 1975/76, 13780, 3, p. 36-37; Kamerstukken I 2004/05, 28864, E, p. 9-10.

35. Zie art. 3:93 BW voor de levering van (geïndividualiseerde) aandelen aan toonder en obligaties aan toonder, art. 2:86 e.v. en 2:196 e.v. BW voor de levering van rechtstreeks gehouden aandelen op naam en art. 3:94 BW voor de levering van rechtstreeks gehouden obligaties op naam.

36. Zie art. 3:236 lid 2 jo. art. 3:94 lid 1 BW.

37. Zie art. 3:236 lid 1 BW voor de vestiging van een pandrecht op (geïndividualiseerde) aandelen aan toonder en obligaties aan toonder en art. 2:86 e.v. en 2:196 e.v. BW voor de vestiging van een pandrecht op rechtstreeks gehouden aandelen op naam.

38. Toe-eigening door de pandhouder is volgens de MvT bij kredietvorderingen op juridische gronden niet mogelijk: zie Kamerstukken II 2009/10, 32457, 3, p. 18 (MvT). Anders: Rank, in: T&C BW 2015 en T&C Vermogensrecht 2015, art. 7:54, aant. 2.

effecten tegen een door de rechter vast te stellen bedrag aan de pandhouder vervallen.

De wet bevat geen bepalingen over uitwinning van op basis van een FZO tot overdracht overgedragen financiële activa. Ingevolge art. 7:55 BW zijn de regels betreffende pandrecht in een zodanig geval niet van toepassing. Uitgangspunt is dat de zekerheidsnemer rechthebbende van de activa is geworden en dat hij deze mag behouden. Partijen kunnen echter afspreken dat als zich een executiegrond voordoet, verrekening zal plaatsvinden van de vordering tot zekerheid waarvan het onderpand is overgedragen met de waarde van gelijkwaardige door de zekerheidsnemer aan de zekerheidsgever te restitueren goederen en dat een eventuele overwaarde aan de zekerheidsgever zal worden afgedragen.

7 Beschikkingsrecht zekerheidsnemer

Karakteristiek voor de FZO is de mogelijkheid van hergebruik van als onderpand verstrekte gelden en effecten door de zekerheidsnemer. Het recht van hergebruik is inherent aan een FZO tot overdracht, omdat de zekerheidsnemer daarbij de eigendom van het onderpand verkrijgt en daarover dus naar eigen goeddunken kan beschikken. In titel 2 van Boek 7 BW zijn aan het recht van hergebruik in het kader van de FZO tot overdracht dan ook geen bepalingen gewijd. Bij een FZO tot vestiging van een pandrecht moet het recht van hergebruik tussen partijen worden overeengekomen. Art. 7:53 lid 1 BW creëert daarvoor een wettelijke basis. Deze bepaling stelt partijen in staat om, in afwijking van het voor het traditionele pandrecht geldende regime, af te spreken dat de pandhouder het verpande kan gebruiken of verkopen en de opbrengst behouden. Hoewel in het artikel slechts wordt gesproken van 'gebruiken of verkopen', gaat het bij het gebruiksrecht van de pandhouder in essentie om het recht om over het onderpand te beschikken als ware hij rechthebbende. Onder het gebruiksrecht valt derhalve ook de bevoegdheid tot hervestiging van het onderpand.³⁹ Een gebruiksrecht kan alleen worden bedongen ten aanzien van geld of effecten. Ten aanzien van kredietvorderingen is het bedingen van een gebruiksrecht niet mogelijk (art. 7:53 lid 5 BW). De reden hiervoor is dat restitutie van gelijkwaardige goederen bij kredietvorderingen niet tot de mogelijkheden behoort.⁴⁰

De EU Verordening inzake effectenfinancieringstransacties (hierna: de Verordening)⁴¹ onderwerpt het hergebruik van als zekerheid verstrekte effecten aan strenge voorwaarden. De Verordening bepaalt in art. 15 lid 1 dat voor het verkrijgen door de zekerheidsnemer van een recht van hergebruik is vereist dat de zekerheidsnemer de zekerheidsgever naar behoren schriftelijk in kennis heeft gesteld van de risico's en de gevol-

gen van het verlenen van een gebruiksrecht in het kader van een FZO tot vestiging van een (beperkt) zekerheidsrecht en van de risico's en gevolgen van het sluiten van een FZO tot overdracht. Voorts is op grond van deze bepaling vereist dat de zekerheidsgever zijn voorafgaande uitdrukkelijke instemming heeft verleend. Dit moet in het geval van een FZO tot vestiging van een (beperkt) zekerheidsrecht blijken uit een schriftelijke of juridisch gelijkwaardige ondertekening van de FZO door de zekerheidsgever. Het ligt in de rede dat het aangaan door partijen van een in de markt gehanteerde raamovereenkomst voor het documenteren van effectenfinancieringstransacties, zoals de GMRA of de GMSLA, of een bij de ISDA Master Agreement behorend zekerheidsdocument, zoals de Transfer Annex of de NY Annex, voldoende is om de vereiste uitdrukkelijke toestemming te mogen aannemen. Op grond van art. 15 lid 2 van de Verordening moet de uitoefening van het hergebruik plaatsvinden onder de voorwaarden zoals vastgelegd in de FZO. Bovendien moeten de ontvangen financiële instrumenten daadwerkelijk worden afgeboekt van de rekening van de zekerheidsgever. De Verordening is op 12 januari 2016 van kracht geworden en treedt gefaseerd in werking. De verplichtingen inzake hergebruik van onderpand gelden sinds 13 juli 2016. Zij gelden niet alleen voor na die datum tot stand gekomen FZO's, maar ook voor op die datum reeds bestaande overeenkomsten.⁴²

8 Beschikkingsrecht zekerheidsgever

Art. 1 lid 5 van Richtlijn 2002/47/EG vereist dat de tot zekerheid gegeven financiële activa zijn 'verschaft'. Volgens art. 2 lid 2 van de Richtlijn brengt dit mee dat de financiële activa daadwerkelijk worden geleverd, overgedragen, gehouden, ingeschreven in een register of anderszins gekwalificeerd, zodat zij in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt. Als gezegd spreekt men in dit verband wel van het controlevereiste. Dit controlevereiste is, zoals eveneens al opgemerkt, niet met zoveel woorden in de Nederlandse wetgeving opgenomen, maar het vormt ook hier te lande wel degelijk geldend recht.⁴³ Met betrekking tot creditsaldi en giraal overdraagbare effecten is aan het controlevereiste voldaan als de activa worden bijgeschreven, in het geval van een FZO tot overdracht of een FZO tot vestiging van een pandrecht op effecten die deel uitmaken van verzamel- respectievelijk girodepots als bedoeld in de Wge, op een rekening ten name van de zekerheidsnemer en, in het geval van een FZO tot vestiging van een pandrecht, op een geblokkeerde rekening ten name van de zekerheidsgever of een pandrekening ten name van de zekerheidsnemer, en de zekerheidsnemer binnen de grenzen van de FZO over de goederen kan beschikken, maar de zekerheidsgever niet, waarbij het niet ter zake doet of de rekening wordt aangehouden in

39. Kamerstukken II 2009/10, 32457, 3, p. 15 (MvT).

40. Vgl. het door de Commissie ingediende wijzigingsvoorstel, COM(2008)213, p. 10.

41. Verordening (EU) 2015/2365 van het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2015 betreffende de transparantie van effectenfinancieringstransacties en van hergebruik en tot wijziging van Verordening (EU) 2012/648, PbEU 23 december 2015, L 337/1.

42. Voor het aangaan door een (bank)beleggingsonderneming van effectenfinancieringstransacties met betrekking tot voor een cliënt aangehouden financiële instrumenten gelden soortgelijke strenge regels: zie art. 4:87 Wft en art. 58d lid 6 en 165c Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo Wft).

43. Zie Kamerstukken II 2002/03, 28874, 3, p. 7.

de boeken van de zekerheidsgever, de zekerheidsnemer of een derde.⁴⁴

Onzeker is of, en zo ja in hoeverre, het controlevereiste eraan in de weg staat dat de zekerheidsgever na vervulling van de hiervoor uiteengezette leverings- en verpandingsformaliteiten over de goederen mag (blijven) beschikken. Uit art. 2 lid 2 van Richtlijn 2002/47/EG blijkt dat een eventueel recht van de zekerheidsgever om de door hem als zekerheid verschaft financiële activa te mogen vervangen door andere, gelijkwaardige financiële activa, of om een overwaarde aan door hem als zekerheid verschaft financiële activa gerestitueerd te krijgen, geen afbreuk doet aan het controlevereiste. Hieruit kan worden afgeleid dat de zekerheidsgever in ieder geval door de zekerheidsnemer kan worden ge(vol)machtigd om over de als zekerheid verschaft financiële activa te (blijven) beschikken als deze bevoegdheid beperkt blijft tot substitutie van als zekerheid verschaft activa door andere gelijkwaardige financiële activa of restitutie van overwaarde. In de praktijk en in de literatuur wordt er op basis van het bovenstaande van uitgegaan dat de zekerheidsgever met toestemming van de zekerheidsnemer ook buiten deze gevallen over het onderpand moet kunnen (blijven) beschikken zonder dat dit consequenties heeft voor de totstandkoming en/of de rechtsgeldigheid van de zekerheidsverschaffing, zolang de zekerheidsnemer maar de juridische bevoegdheid heeft om te allen tijde een eind te maken aan de beschikking door de zekerheidsgever.⁴⁵ In door Nederlands recht beheerste FZO's treft men dan ook veelvuldig een dergelijk beding aan. De vraag is of deze uitleg van het controlevereiste en de daarop gebaseerde praktijk zich verdragen met het op 10 november 2016 door het Hof van Justitie van de Europese Unie gewezen arrest inzake het controlevereiste bij FZO's.⁴⁶

9 Uitspraak Hof van Justitie van 10 november 2016

De zaak die tot het arrest van het Hof van Justitie heeft geleid, betrof een verzoek om een prejudiciële beslissing, krachtens art. 267 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU), afkomstig van het Hoogerechtshof van Letland. De casus laat zich, voor zover relevant voor de onderhavige rechtsvraag, als volgt samenvatten. Izdevniecība Stilus houdt een geldrekening aan in de boeken van Swedbank. Op grond van de rekeningvoorwaarden van Swedbank zijn alle huidige en toekomstige creditsaldi verpand aan Swedbank tot zekerheid van alle schulden van Izdevniecība Stilus aan Swed-

bank en betreft het hier een verpanding uit hoofde van een FZO. Op enig moment wordt Izdevniecība Stilus failliet verklaard. Na de faillietverklaring verhaalt Swedbank zich met een beroep op haar FZO-pandrecht op gelden op de rekening die daarop na de faillietverklaring zijn bijgeschreven. Private Equity Insurance Group, rechtsopvolgster van Izdevniecība Stilus, verzet zich hiertegen en vordert schadevergoeding van Swedbank. Alle partijen zijn gevestigd in Letland, de rekening wordt aangehouden in Letland en op de relatie is Lets recht van toepassing. In het kader van de vraag of sprake is van een geldige FZO-verpanding en de pandhouder zich mocht verhalen op de na de faillietverklaring op de rekening bijgeschreven gelden, oordeelt het Hof van Justitie of voldaan is aan het controlevereiste.⁴⁷ Het Hof overweegt in dit verband (r.o. 44):⁴⁸

'It follows that the taker of collateral, such as the collateral at issue in the main proceedings, in the form of monies lodged in an ordinary bank account may be regarded as having acquired "possession or control" of the monies only if the collateral provider is prevented from disposing of them.'

In het dictum herhaalt het Hof dit oordeel nog eens, door te beslissen dat in het geval van faillissement van de zekerheidsgever tot uitwinning mag worden overgegaan door de zekerheidsnemer indien:

'(...) the account holder was prevented from disposing of those monies after they had been deposited in that account.'

Het Hof van Justitie gaat er derhalve van uit dat de zekerheidsnemer alleen dan geacht kan worden de gelden in zijn bezit of onder zijn controle te hebben gekregen als de zekerheidsgever wordt belet over de gelden te beschikken.

Het arrest geeft helaas geen volstrekte duidelijkheid over de vraag wanneer aan deze voorwaarde is voldaan. Naar het lijkt zijn er twee manieren om de uitspraak van het Hof te interpreteren. Een eerste mogelijke interpretatie is dat aan het controlevereiste is voldaan als de pandgever de (contractuele) bevoegdheid heeft om over het onderpand te blijven beschikken en de pandhouder het contractuele recht en ook de feitelijke macht heeft om de pandgever op elk gewenst moment, althans bij verzuim, het recht te ontnemen om over het onderpand te beschikken. Een andere mogelijke interpretatie is dat de pandgever buiten de situaties van een recht op substitutie

44. Kamerstukken I 2003/04, 18874, C, p. 2; Kamerstukken I 2004/05, 28874, E, p. 6.

45. Aldus: Rank, in: T&C BW 2015 en T&C Vermogensrecht 2015, art. 7:51 BW, aant. 2 en Van Vliet 2016, p. 78-79. Zo ook, veelal met betrekking tot een openbaar pandrecht op giraal geld op grond van Boek 3 BW, met een beroep op art. 3:246 lid 4 BW: J.E. Drinkhill, De verpanding van rekening-courantsaldi, MvV 2009, afl. 7/8, p. 173, Van der Lely 2008, p. 172 en C.T.M. Luijckx, Pandrecht op (het saldo van) een bankrekening, WPNR 2001/6465, p. 969-971. Anders: R. M. Wibier, Alternatieven voor zekerheid op bankrekeningen (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007, p. 28-29 en Diamant 2014, p. 125.

46. HvJ EU 10 november 2016, ECLI:EU:C:2016:851, Private Equity Insurance Group/Swedbank.

47. Het Letse Hoogerechtshof heeft in deze zaak een vijftal prejudiciële vragen aan het Hof van Justitie gesteld. Ik beperk mij in deze bijdrage tot de problematiek van het controlevereiste, die aan de orde kwam in het kader van de vraag wanneer een pandrecht kwalificeert als een FZO-pandrecht.

48. Ik ga uit van de Engelstalige versies van de uitspraak van het Hof en de conclusie van de advocaat-generaal. R.o. 44 van de Nederlandstalige versie loopt grammaticaal niet. Daarnaast sluit de Nederlandstalige versie van het arrest slecht aan bij de terminologie van titel 2 van Boek 7 BW en de Nederlandstalige versie van de Richtlijn.

of restitutie van overwaarde simpelweg niet over het onderpand mag beschikken en dat een contractuele bepaling die de pandgever dat recht geeft niet geoorloofd is, ook niet als de pandhouder het recht en de macht heeft om op elk gewenst moment aan een dergelijk disponeren een eind te maken.

10 Mogelijke interpretaties van de uitspraak

Als men het arrest leest in het licht van de daaraan voorafgaande conclusie van advocaat-generaal Szpunar van 21 juli 2016⁴⁹ zou de uitspraak zo kunnen worden uitgelegd dat aan het controlevereiste is voldaan als de zekerheidsgever over het onderpand mag blijven beschikken en de zekerheidsnemer het contractuele recht en de feitelijke macht heeft om de zekerheidsgever dit recht te ontnemen. De advocaat-generaal merkt in dit verband op (par. 51):

‘Thus, in my view, in the case of collateral provided in the form of cash deposited in an account, being in the control of the collateral taker must mean that the collateral taker not only has practical control over the account to which the collateral relates, but also has the right to prevent withdrawal of cash by the collateral provider in so far as is necessary to guarantee the relevant obligations.’

Aan het slot van de conclusie van de advocaat-generaal valt te lezen (sub 1, tweede alinea):

‘Article 2 (2) of Directive 2002/47 must be interpreted to the effect that the provision of financial collateral in the form of cash deposited in a bank account requires the existence of a contractual clause conferring on the collateral taker the right to limit the use of monies deposited in that account in so far as is necessary to guarantee the relevant obligations.’

Deze interpretatie spreekt mij het meeste aan. Zij doet enerzijds recht aan de eis dat het verpande in het bezit of onder de controle van de pandhouder moet zijn gebracht en sluit anderzijds aan bij de behoeften van de praktijk. De pandhouder heeft het primaat als het er werkelijk op aankomt en zolang dat niet het geval is, kan de pandgever over het onderpand blijven beschikken.⁵⁰

Denkbaar is evenwel, en de tekst van het arrest bevat ook de nodige aanwijzingen in die richting, dat het Hof van Justitie het controlevereiste zo opvat dat de pandgever buiten de situaties van een recht op substitutie of restitutie van overwaarde niet over het onderpand mag beschikken. Dat klemmt temeer als men de bewoordingen van het arrest op zichzelf beschouwt en deze niet leest in verband en samenhang met de conclusie

van de advocaat-generaal. Een aanwijzing voor een striktere lezing vinden we bijvoorbeeld in r.o. 40. In deze rechtsoverweging wijst het Hof erop dat uit de considerans van Richtlijn 2002/47/EG onder punt 10 blijkt dat voor het verschaffen van financiële zekerheid een vorm van bezitsverlies door de zekerheidsgever vereist is:

‘In that regard, it is apparent from recital 10 of Directive 2002/47 that the directive seeks to strike a balance between, on the one hand, market efficiency, by eschewing formal requirements for the creation of financial collateral and, on the other, the safety of the parties to the financial collateral arrangement and third parties, by requiring that financial collateral be provided in a way that provides for some form of dispossession.’

In r.o. 41 overweegt het Hof vervolgens dat met het vereiste van verschaffing van de financiële activa wordt beoogd te verzekeren dat de in een FZO aangewezen zekerheidsnemer in het geval van een executiegrond daadwerkelijk over die activa kan beschikken:

‘The requirement relating to the provision of financial collateral is designed to ensure that the collateral taker identified in the financial collateral arrangement is actually in a position to dispose of the collateral when an enforcement event occurs.’

Ook r.o. 42 wijst niet bepaald in de richting van een interpretatie dat het controlevereiste zo moet worden uitgelegd dat het voldoende is dat de pandhouder het contractuele recht heeft om op het hem conveniërende moment aan beschikking door de pandgever een eind te maken. In deze rechtsoverweging overweegt het Hof van Justitie dat het vereiste van verschaffing van de financiële activa de verwezenlijking van de doelstelling van Richtlijn 2002/47/EG kan bevorderen, doordat het zekerheid geeft dat de zekerheidsnemer werkelijk over die activa zal kunnen beschikken:

‘In so far as it provides assurance that the collateral taker will actually be able to dispose of it, the requirement for the provision of financial collateral is liable to secure the attainment of that objective.’

Hieraan doet wat mij betreft niet af dat het Hof van Justitie in r.o. 48 overweegt dat niet lijkt te zijn voldaan aan de voorwaarde dat de pandgever wordt belet om over de op de rekening bijgeschreven gelden te beschikken omdat een daartoe strekkende contractuele bepaling ontbreekt:

‘The financial collateral arrangement at issue in the main proceedings does not contain any clause to the effect that Izdevniecība Stilus was prevented from disposing of the monies after they had been deposited in the account.’

49. Concl. A-G Szpunar 21 juli 2016, ECLI:EU:C:2016:586, Private Equity Insurance Group/Swedbank.

50. Ook Swinkels komt tot de conclusie dat het arrest van het Hof van Justitie niet afdoet aan een constructie waarbij de FZO-pandgever over de rekening kan blijven beschikken, dit omdat het controlevereiste niet voorkomt in het BW en de uitkomst van een richtlijnconforme interpretatie onduidelijk is. Zie Swinkels 2016.

Weliswaar kan uit deze overweging worden opgemaakt dat het Hof de aanwezigheid van een contractuele beperking van de beschikkingsbevoegdheid van de pandgever van belang acht, maar de overweging van het Hof lijkt toch eerder te zien op een bepaling die een dergelijk beschikken over de gehele linie aan banden legt dan op een bepaling die de pandgever het recht geeft om over het onderpand te blijven beschikken totdat de pandhouder aangeeft dat de pandgever dit niet meer mag.

Als het arrest op deze – strikte – manier moet worden uitgelegd, biedt een contractuele bepaling die de pandhouder het recht geeft om de pandgever op elk gewenst moment, althans bij verzuim, zijn beschikkingsrecht te ontnemen geen soelaas. Worden de gelden bijgeschreven op een rekening ten name van de pandgever, dan zal deze rekening, waar het een beschikken door de pandgever betreft, een geblokkeerde rekening dienen te zijn.

In het arrest gaat het om een pandrecht op giraal geld en is de bank waarbij de rekening wordt aangehouden ook de pandhouder. Het ligt in de rede dat het arrest ook geldt voor een pandrecht op girale effecten en voor de situatie dat de rekening wordt aangehouden bij een derde, niet zijnde de pandhouder. Het ligt eveneens in de rede dat wat geldt voor een FZO tot verpanding ook geldt voor een FZO tot overdracht. Een indicatie daarvoor vormt de in het arrest en de conclusie gebruikte terminologie: het Hof en de advocaat-generaal spreken steeds in het algemeen van zekerheidsgever (*collateral provider*), zekerheidsnemer (*collateral taker*) en op een rekening gedeponeerde gelden en niet van pandgever, pandhouder en verpande gelden. Daarnaast brengt de logica mee dat als het met het karakter van een FZO tot verpanding niet te verenigen is dat de zekerheidsgever over het onderpand blijft beschikken, dit a fortiori geldt voor een FZO tot overdracht. Bij een dergelijke vorm van zekerheidsverschaffing gaat immers de eigendom van het onderpand over op de zekerheidsnemer en verliest de zekerheidsgever in beginsel elke (goederenrechtelijke) aanspraak ten aanzien van het onderpand.

11 Consequenties voor de praktijk

De vraag is wat de consequenties zijn van het arrest van het Hof van Justitie voor door Nederlands recht beheerste FZO's waarbij de pandgever bevoegd is om over het onderpand te blijven beschikken totdat de pandhouder hem dat recht ontzegt. Als we uitgaan van een ruime uitleg van de uitspraak, mede in het licht van de conclusie van de advocaat-generaal, dan zijn er geen consequenties en kan de huidige praktijk ongewijzigd worden voortgezet. Als we uitgaan van een strikte uitleg, zijn die consequenties er wel.

Voor bestaande FZO's hoeft een strikte uitleg van de uitspraak van het Hof van Justitie niet noodzakelijkerwijs te leiden tot een situatie waarin de verplichtingen van de pandgever jegens de pandhouder niet door een pandrecht worden gese-

reerd. De omstandigheid dat bij een strikte interpretatie van de beslissing van het Hof geen geldig openbaar FZO-pandrecht op girale gelden en/of effecten tot stand komt als de pandgever een zekere mate van beschikkingsrecht behoudt, hoeft er niet aan af te doen dat de pandhouder een geldig traditioneel pandrecht verkrijgt zoals geregeld in Boek 3 BW respectievelijk de Wge. In de praktijk en in de literatuur wordt er op basis van art. 3:246 lid 4 BW van uitgegaan dat bij een openbaar pandrecht de pandgever met toestemming van de pandhouder over het onderpand moet kunnen (blijven) beschikken zonder dat dit consequenties heeft voor de totstandkoming en/of de rechtsgeldigheid van het pandrecht. Dat artikel moet ook op een verpanding overeenkomstig de Wge van toepassing worden geacht. Dat betekent dat indien overigens is voldaan aan de vereisten voor vestiging van een traditioneel pandrecht – akte en mededeling in het geval van een openbaar pandrecht als bedoeld in Boek 3 BW⁵¹ respectievelijk een overeenkomst tussen de pandgever en de intermediair of bijschrijving in de administratie van de intermediair in het geval van een pandrecht als bedoeld in de Wge⁵² – een dergelijk traditioneel pandrecht tot stand komt. In dit verband is ook de conversiebepaling van art. 3:42 BW van belang. Dit artikel bepaalt dat als de strekking van een nietige rechtshandeling in zodanige mate beantwoordt aan die van een andere, als geldig aan te merken rechtshandeling, dat aangenomen moet worden dat die andere rechtshandeling zou zijn verricht, indien van de eerstgenoemde wegens haar ongeldigheid was afgezien, aan eerstgenoemde rechtshandeling de werking toekomt van die andere rechtshandeling. Het lijkt mij aannemelijk dat als partijen zouden hebben geweten dat een FZO-pandrecht met een beschikkingsrecht voor de pandgever niet tot de mogelijkheden behoort, zij zouden hebben geopteerd voor het vestigen van een traditioneel pandrecht. Ervan uitgaande dat ook zal zijn voldaan aan de eisen van beschikkingsbevoegdheid van de pandgever, een geldige titel en dat de vereiste vestigingsformaliteiten zijn verricht, lijkt een geldig traditioneel pandrecht daarmee gegeven.

Voor toekomstige zekerheidsarrangementen betekent een strikte interpretatie van het arrest dat marktpartijen zullen moeten kiezen hoe zij een dergelijk arrangement willen vormgeven: als een FZO-pandrecht zonder een beschikkingsrecht voor de pandgever of als een traditioneel pandrecht met een beschikkingsrecht voor de pandgever. In het eerste geval zal de pandgever het moeten stellen zonder beschikkingsrecht en zal de pandhouder zich kunnen beroepen op de eerdergenoemde speciale bepalingen gericht op het beschermen van de rechten van de zekerheidsnemer uit hoofde van een FZO in het geval van faillissement, surseance van betaling/noodregeling of interventie maatregelen met betrekking tot de zekerheidsgever. Te noemen zijn in dit verband bijvoorbeeld de bepalingen inzake het niet toepasselijk zijn van terugwerkende kracht bij faillietverklaring, surseance van betaling (noodregeling als het gaat om een bank of een verzekeraar) of het goedkeuren van

51. Zie art. 3:236 lid 2 jo. art. 3:94 lid 1 BW.

52. Zie art. 20 lid 1 en 21 lid 1 respectievelijk art. 42 Wge.

een overdrachtsplan (als het gaat om een verzekeraar) ten aanzien van de zekerheidsgever,⁵³ het niet toepasselijk zijn van de regeling van de afkoelingsperiode in het geval van faillissement en surseance van betaling (noodregeling als het gaat om een bank of een verzekeraar) ten aanzien van de zekerheidsgever⁵⁴ en, in het verlengde daarvan, de uitzondering op de opschorting van de uitoefening van contractuele rechten jegens een verzekeraar ten aanzien waarvan sprake is van een interventie-maatregel als bedoeld in art. 3:267e Wft.⁵⁵ Verder zal de pandhouder bijvoorbeeld een gebruiksrecht als bedoeld in art. 7:53 BW kunnen bedingen en op grond van art. 7:54 BW met de pandgever kunnen overeenkomen dat hij zich de verpande effecten mag toe-eigenen als er sprake is van een executiegrond aan de zijde van de pandgever. In het tweede geval, de vestiging van een traditioneel pandrecht, zal aan de pandgever wel een beschikkingsrecht kunnen worden toegekend – het traditionele pandrecht is op dat punt liberaler dan het FZO-pandrecht –, maar moet de pandhouder alle genoemde aan het FZO-pandrecht verbonden prerogatieven ontberen. Voor de repo-, *securities lending*- en derivatenpraktijk zijn die bevoegdheden bepaaldelijk van belang.

beschikking door de zekerheidsgever te voorkomen. Denkbaar is echter ook een interpretatie waarin het Hof het controlevereiste zo opvat dat de zekerheidsgever buiten de situaties van een recht op substitutie of restitutie van overwaarde niet over het onderpand mag beschikken. De consequentie van een strikte interpretatie van de uitspraak van het Hof is dat de pandhouder geen geldig FZO-pandrecht verkrijgt als de pandgever een zekere mate van beschikkingsrecht over het onderpand behoudt. Dat hoeft er niet aan af te doen dat de pandhouder wel een geldig traditioneel pandrecht verkrijgt. Aan een dergelijk traditioneel pandrecht zijn echter niet de bijzondere rechten en bevoegdheden verbonden die de wet aan het FZO-pandrecht verbindt. Voor de financiële praktijk zijn die bevoegdheden bepaaldelijk van belang.

Het spreekt voor zich dat de financiële praktijk zich bij FZO's geen onzekerheden kan permitteren. Dat brengt mee dat financiële marktpartijen (noodgedwongen) zullen (moeten) uitgaan van een strikte uitleg. Dat betekent wat mij betreft allereerst dat zij hun bestaande FZO's tot vestiging van een pandrecht tegen het licht zullen moeten houden. Als een dergelijke FZO blijkt te voorzien in beschikkingsrecht van de pandgever, zal de pandhouder, om zijn FZO-pandrecht te behouden, moeten aansturen op een wijziging van de overeenkomst en met name op schrapping of inperking van het beschikkingsrecht van de pandgever. Een wijziging van de overeenkomst in de hier bedoelde zin zal niet eenvoudig zijn te bewerkstelligen omdat daarvoor de medewerking van de pandgever is vereist en deze zijn beschikkingsrecht zal moeten prijsgeven. Een wijziging van de overeenkomst die ertoe strekt dat het (ongeldige) FZO-pandrecht wordt getransformeerd in een (geldig) traditioneel pandrecht lijkt makkelijker realiseerbaar. De pandhouder zou op een dergelijke wijziging kunnen aansturen als hij er niet op durft te vertrouwen dat zijn ongeldige FZO-pandrecht van rechtswege in een geldig traditioneel pandrecht wordt geconverteerd. Daarnaast zullen marktpartijen met het oog op toekomstige FZO's tot verpanding hun standaarddocumentatie moeten aanpassen, zodanig dat deze aansluit bij een strikte interpretatie van het Hof van Justitie.

12 Conclusie

In een recent arrest heeft het Hof van Justitie van de Europese Unie nadere duiding gegeven aan het controlevereiste. Het arrest zou wellicht zo kunnen worden uitgelegd dat volgens het Hof aan het controlevereiste is voldaan als de zekerheidsnemer het contractuele recht en de feitelijke macht heeft om

53. Zie art. 63e en 241e Fw en art. 3:174 en 3:159ac lid 2 en 3 Wft.

54. Zie art. 63d en 241d Fw en art. 3:176 Wft.

55. Zie art. 3:267f lid 4 Wft.