Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

Mr. W. Ruys / mr. M.H. van Raay

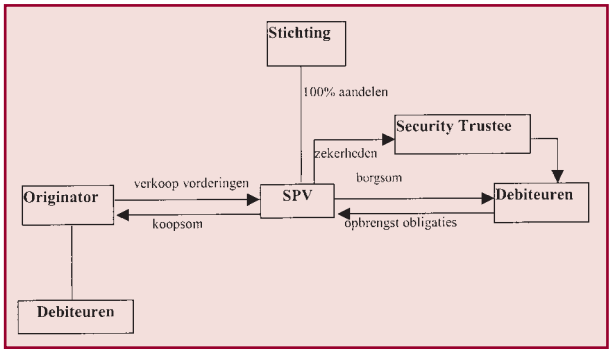
Securitisation: mogelijke structuren

Securitisations hebben in Nederland een grote vlucht genomen. In 2004 werden in totaal 23 transacties gedaan voor een totaalbedrag van ruim 22 miljard euro. Het merendeel van de transacties betreft woninghypotheken die door financiële instellingen werden gesecuritiseerd. In 2004 waren dat 16 transacties van de 23 securitisation transacties. Per ultimo 2004 was het totale bedrag van gesecuritiseerde woninghypotheken 67 miljard euro.[1] Naast woninghypotheken zijn ook vele andere financiële activa gesecuritiseerd, waaronder bijvoorbeeld commercieel-vastgoedleningen, bedrijfsleningen, autoleasevorderingen en scheepvaartleningen.

Securitisation wordt meer en meer een alternatief voor meer traditionele financieringsvormen, zoals bankfinanciering al dan niet met zekerheid. Bij securitisations zal normaal gesproken worden gestreefd naar een zo hoog mogelijke kredietbeoordeling 'credit rating' en zal veelal een lagere rentevergoeding behoeven te worden vergoed dan wanneer de oorspronkelijk rechthebbende op de activa direct geld zou lenen op de markt om deze activa te financieren. Voor een kredietinstelling is daarnaast dikwijls het motief voor securitisation de verbetering van haar solvabiliteitsratio.[2]

Bij een typische securitisation draagt een onderneming of financiële instelling, de 'Originator', bepaalde activa (meestal vorderingen) over aan een speciaal voor de transactie opgerichte rechtspersoon, een zogenoemde 'SPV'. De SPV financiert de koopprijs door de uitgifte van effecten, meestal obligaties. De Originator zal namens de SPV de vorderingen blijven beheren. De SPV zal de inkomsten uit de vorderingen aanwenden voor de betaling van de hoofdsom en rente onder de effecten en voor de kosten van de transactie. Meestal zal een zekerheidsrecht op de vorderingen worden gevestigd ten gunste van een 'Security Trustee', die de zekerheden houdt ten behoeve van de obligatiehouders.[3]

Schematisch ziet deze typische securitisation structuur er als volgt uit:



In dit artikel zullen, uitgaande van deze typische structuur, meer in detail drie structuren worden behandeld die bij securitisations in Nederland worden gebruikt.[4] De eerste structuur is ontwikkeld onder het 'oude' artikel 3:94 BW, de zogenoemde 'contingent perfection' structuur. Vervolgens wordt ingegaan op een nieuwe, vereenvoudigde structuur, die is ontstaan na de invoering van het wetsvoorstel inzake de stille cessie in het nieuwe artikel 3:94 BW. Daarna wordt een variant op de gebruikelijke structuur van een securitisation besproken, de zogenoemde secured loan. Deze secured loan kan zonder, maar ook met een SPV gestructureerd worden.[5]

1 DNB, *Statistisch Bulletin*, juni 2005, p. 27.

2 Zie W. Ruys en M. Bos, 'Securitisation', *Onderneming & Financiering* 2002, nr. 50, p. 41.

3 Zie voor de vestiging van zekerheidsrechten ten gunste van een Security Trustee, S.C.J.J. Kortmann, M.H.E. Rongen en H.L.E. Verhagen, 'Zekerheidsrechten op naam van een 'trustee'', *WPNR* 01/6459, p. 813-823 en *WPNR* 01/6460, p. 840-846.

4 Voor securitisation van autolease-vorderingen wordt nog een afwijkende structuur gebruikt die in dit artikel niet aan de orde zal komen.

5 Zie M.H.E. Rongen, 'Securitisation, Wat zal het zijn: true sale, contingent perfection of secured loan?', *TvI* 2002/1, p. 3-16.

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

Deze vormen van securitisation worden meestal traditionele securitisation genoemd. Daarnaast bestaat ook de synthetische securitisation. Daarbij gaat het niet om het verkrijgen van financiering, maar uitsluitend om verlaging van het door kredietinstellingen aan te houden eigen vermogen (solvabiliteit). Bij een synthetische securitisation worden niet de activa zelf, maar het kredietrisico op de activa (ook meestal vorderingen) geheel of gedeeltelijk overgedragen. Hierbij wordt gebruikgemaakt van volgestorte 'funded' of niet volgestorte 'unfunded' kredietderivaten 'credit default swaps' of garanties. In een dergelijke transactie neemt de SPV op zich om kredietverliezen op de activa geheel of gedeeltelijk aan de Originator te vergoeden. Bij een funded transactie geeft de SPV effecten (obligaties) uit om aan haar verplichtingen te kunnen voldoen.[6]

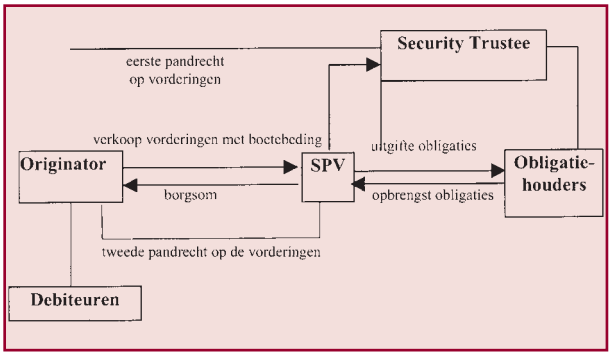
De contingent perfection structuur

Als securitisation plaatsvindt naar Nederlands recht, moet voor de levering van de vorderingen aan de SPV voldaan worden aan de vereisten van artikel 3:94 BW. Vóór invoering van het wetsvoorstel inzake de stille cessie gold krachtens dit artikel dat voor de levering van vorderingen zowel een akte (tussen de vervreemder en de verkrijger) als mededeling daarvan aan de debiteur van de vordering vereist was. In een securitisation zal de Originator, de vervreemder, vaak niet willen dat mededeling van de levering wordt gedaan aan de debiteuren. De Originator vreest dat door de mededeling de vertrouwensrelatie met zijn klanten verstoord kan raken en de markt wellicht gaat twijfelen aan zijn kredietwaardigheid. Omdat het in een securitisation gaat om de overdracht van een groot aantal vorderingen heeft mededeling aan elke debiteur ook praktische bezwaren zoals logistieke problemen en hoge kosten.

Mededeling aan de debiteuren vindt daarom in de contingent perfection structuur niet op het moment van verkoop en levering plaats, maar pas op een later tijdstip, indien zich bepaalde omstandigheden voordoen, zogenoemde 'notification events'. Die omstandigheden betreffen met name de situatie dat de Originator in de problemen raakt. De mededeling moet echter, om een overdracht te bewerkstelligen, vóór het faillissement van de Originator plaatsvinden. Mededeling aan de debiteur van een gecedeerde vordering na faillissement van de cedent (de Originator) kan ingevolge artikel 35 lid 1 Faillissementswet niet meer tot de overdracht van die vordering leiden.

In de contingent perfection structuur is de SPV, de verkrijger, vóór de mededeling wel economisch, maar geen juridisch eigenaar van de vorderingen. Opdat de SPV in geval van faillissement van de Originator niet met lege handen komt te staan, is het noodzakelijk dat de Originator een zekerheidsrecht op de vorderingen vestigt ten gunste van de SPV, naast een eerste pandrecht ten gunste van de Security Trustee. Omdat een pandrecht echter alleen kan worden gevestigd tot zekerheid van de betaling van een geldsom[7], wordt het pandrecht in dit geval gevestigd tot zekerheid voor de betaling van een boete die verschuldigd is door de Originator als zij niet voldoet aan haar leveringsverplichting of deze vernietigbaar blijkt te zijn. Om dezelfde reden dat de originator de vorderingen stil wil leveren, zal de Originator de vorderingen ook stil willen verpanden. Als de mededeling van de overdracht ná de faillietverklaring van de Originator plaatsvindt, vindt er weliswaar geen overdracht plaats, maar kan de SPV de vorderingen wel innen op grond van zijn pandrecht en verhaal nemen op het geïnde ter voldoening van de boete.[8]

Schematisch ziet de contingent perfection structuur er als volgt uit:



De structuur met de stille cessie

Na de invoering van het nieuwe vermogensrecht in 1992 is gebleken dat het mededelingsvereiste in de praktijk moeilijkheden geeft voor de overdracht van rechten op naam (vorderingen) in verband met de toen niet voorziene ontwikkeling van figuren in de financiële wereld, zoals securitisations, die de grootschalige gelijktijdige overdracht van vorderingen vereisen.[9] Zowel vanuit de financiële praktijk als vanuit de literatuur drong men daarom aan op een heroverweging van het mededelingsvereiste.[10]

Op 1 oktober 2004 is een nieuw derde lid aan artikel 3:94 BW toegevoegd. Dit lid voorziet in leve-

6 Zie bijvoorbeeld de Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. inzake solvabiliteit bij securitisatie van 30 maart 2004.

7 Zie artikel 3:227 lid 1 BW.

8 M.H.E. Rongen, t.a.p., p. 5-6.

9 Zie de bezwaren tegen de mededeling genoemd onder het kopje 'De contingent perfection structuur'.

10 Kamerstukken II, 2002-2003, 28 878, nr. 3, p. 1.

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

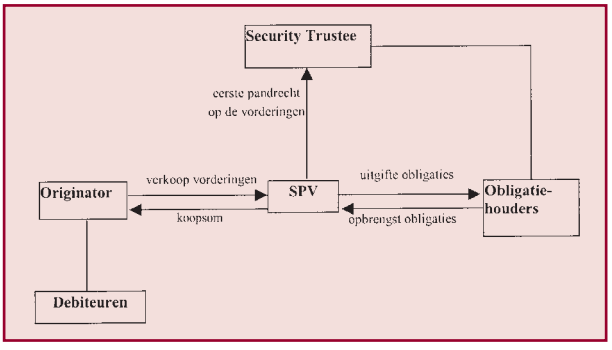
ring van rechten op naam door middel van een authentieke of geregistreerde onderhandse akte zonder mededeling daarvan aan de debiteur, mits de rechten reeds bestaan of rechtstreeks zullen worden verkregen uit een dan reeds bestaande rechtsverhouding. De levering leidt onmiddellijk tot overgang van de vordering in het vermogen van de cessionaris. De levering kan overigens niet worden tegengeworpen aan de debiteuren van de vordering dan na mededeling van de levering door de vervreemder of de verkrijger.

Vereenvoudiging structuur

De mogelijkheid van levering van de vorderingen zonder mededeling zorgt voor een vergemakkelijking van de hiervoor beschreven securitisation structuur.

De overdracht van de vorderingen kan nu plaatsvinden op het moment van registratie of het passeren van de notariële akte. Dit betekent dat als de vorderingen op deze manier worden overgedragen en de Originator na het passeren of registreren van de akte in faillissement geraakt, de vorderingen niet tot de failliete boedel behoren maar tot het vermogen van de SPV. De SPV vestigt een stil pandrecht op de vorderingen ten gunste van de Security Trustee.

De structuur bij stille cessie ziet er schematisch als volgt uit:



De positie van de debiteur is door de mogelijkheid van de stille cessie niet veranderd. De cessie heeft pas werking tegenover de debiteur op het moment dat hem mededeling is gedaan van de cessie. Vóór de mededeling kan de debiteur slechts rechtsgeldig aan de vervreemder van de vorderingen betalen.[11] De Originator blijft in de securitisation transactie na de cessie de vorderingen beheren en de betalingen innen, nu echter ten behoeve van de SPV. Na de mededeling van de cessie dient de debiteur aan de SPV te betalen.

Betere positie van de SPV in geval van faillissement van de Originator

Het voordeel van de mogelijkheid van stille cessie voor een securitisation is, naast de vereenvoudiging van de structuur, gelegen in de positie van de cessionaris (de SPV). De positie van de SPV als rechthebbende van de activa is in de structuur met de stille cessie sterker dan de positie van pandhouder in de contingent perfection structuur. Dit verschil speelt met name in een faillissementssituatie een rol.

De Faillissementswet bevat een aantal beperkingen op de bevoegdheid van een pandhouder om zijn pandrecht buiten het faillissement van de pandgever om uit te oefenen. In faillissement kan de rechter-commissaris ingevolge artikel 63a Faillissementswet een afkoelingsperiode afkondigen waarin elke bevoegdheid van derden tot verhaal op de tot de boedel behorende goederen of tot opeising van goederen die zich in de macht van de gefailleerde of de curator bevinden, voor een periode van ten hoogste vier maanden niet dan met zijn machtiging kunnen worden uitgeoefend. Dit betekent in de contingent perfection structuur dat in geval van faillissement van de Originator de pandhouder (de SPV) zich nog niet meteen op de vorderingen zal kunnen verhalen. Daarnaast kan de curator pand- en hypotheekhouders op grond van artikel 58 lid 1 Faillissementswet een redelijke termijn stellen om tot uitoefening van hun rechten over te gaan. De SPV kan dus gedwongen worden tot executoriale verkoop van de vorderingen. Indien moet worden aangenomen dat een gedwongen verkoop van de vorderingen door de pandhouder tot een verlies leidt, lopen de investeerders in de transactie het risico dat zij niet volledig worden terugbetaald.[12]

In de structuur met gebruikmaking van de stille cessie gelden de bovenstaande problemen niet. De SPV, de cessionaris, is dan immers al vanaf het moment van registratie of passeren van de akte volledig rechthebbende op de vorderingen. Een eventueel faillissement van de Originator heeft dan voor de rechten van de SPV op de vorderingen geen gevolgen. Voor wat betreft door de curator geïnde bedragen is de positie van de cessionaris ook iets gunstiger dan die van de pandhouder. De verplichting om deze bedragen aan de cessionaris af te dragen is een boedelschuld, terwijl de pandhouder slechts voorrang heeft.[13]

11 Kamerstukken II, 2003-2004, 28 878, nr. 5.

12 Zie Rongen, t.a.p., p. 12-13.

13 Zie HR 17 februari 1995, *NJ* 1996, 471 (Mulder q.q./ CLBN).

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

Overdracht van vorderingen met een bankhypotheekrecht

In de structuur met de stille cessie speelt het probleem van de overdracht van vorderingen die gedekt zijn door een bankzekerheid, in geval van securitisation vaak een bankhypotheekrecht, nog sterker een rol dan bij de contingent perfection structuur. Een bankhypotheekrecht is een hypotheekrecht dat is verstrekt voor al hetgeen de debiteur te eniger tijd uit welken hoofde ook aan de geldgever verschuldigd is of zal worden. In Nederland wordt de overgrote meerderheid van de hypothecaire leningen van kredietinstellingen gesecureerd door een bankhypotheekrecht.

Een hypotheekrecht is een afhankelijk recht en een nevenrecht en volgt uit dien hoofde de vordering waaraan zij is verbonden bij overdracht, tenzij het hypotheekrecht door partijen tot een puur persoonlijk recht is gemaakt of de wet zich tegen overgang verzet. Hetzelfde geldt voor pandrechten.[14]

Lange tijd is de heersende leer in de literatuur geweest dat bij overdracht van een door een bankhypotheek gedekte vordering het hypotheekrecht niet automatisch mee overgaat op de cessionaris als accessoir recht en nevenrecht, gezien haar niet-accessoire of persoonlijke karakter. Aangenomen werd dat een bankzekerheid bij cessie van de vordering slechts meegaat, indien de relatie tussen de bank en de schuldenaar zodanig is beëindigd dat na de overgang de oorspronkelijke schuldeiser geen vorderingen meer op de schuldenaar kan verkrijgen.[15]

Deze leer gold reeds ten tijde van het Pierson/Onderdrecht-arrest[16] van de Hoge Raad over deze materie en het arrest werd beschouwd als bevestiging van de juistheid van deze leer. In de casus die ten grondslag lag aan dit arrest was de bancaire verhouding tussen de bank en de schuldenaars (die in staat van faillissement was komen te verkeren) geëindigd en de hypotheekrechten secureerden alleen nog de restantvorderingen die door de bank aan een andere bank waren overgedragen. Het oordeel van het Hof dat in die omstandigheden de hypotheekrechten waren overgegaan met de vorderingen, werd door de Hoge Raad in stand gelaten. Ten aanzien van de overgang van bankhypotheken bevestigde de Hoge Raad dat als hoofdregel het hypotheekrecht als afhankelijk recht meegaat met de vordering waaraan zij is verbonden. Volgens de Hoge Raad is de vraag of, niettegenstaande deze hoofdregel, het hypotheekrecht uitsluitend, en derhalve ook bij overdracht van de vordering, toekomt aan degene ten behoeve van wie zij is gevestigd, in beginsel een kwestie van uitleg van de akte.

In verschillende recente publicaties wordt de van oudsher geldende leer ter discussie gesteld en wordt verdedigd dat, ongeacht of de bancaire relatie tussen de oorspronkelijke schuldeiser en de schuldenaar is geëindigd, de bankhypotheek in beginsel wel gedeeltelijk mee overgaat indien de vordering waaraan het zekerheidsrecht is verbonden, wordt overgedragen. In die visie krijgt de cessionaris een gedeelte van het hypotheekrecht. Het hypotheekrecht dekt zowel vorderingen van de oorspronkelijke schuldeiser als de aan de cessionaris overgedragen vordering.[17]

Hoewel nog steeds verdedigd wordt dat een bankhypotheek gezien haar aard in beginsel niet meegaat bij overdracht van de verbonden vordering, menen wij dat op basis van een redelijke uitleg van het Pierson/Onderdrecht-arrest moet worden aangenomen dat als hoofdregel de bankhypotheek wel meegaat. Of in de specifieke omstandigheden van het geval het bankhypotheekrecht uitsluitend vorderingen van de oorspronkelijke hypotheekhouder blijft dekken en dus niet meegaat, is een kwestie van uitleg van de hypotheekakte.

Indien de hypotheekakte een bepaling bevat inhoudende dat bij overdracht het bankhypotheekrecht de overgedragen vordering blijft dekken, geeft dit een duidelijke aanwijzing van de partijbedoeling. Tenzij uit verdere feiten of omstandigheden het tegendeel blijkt, maakt een dergelijke bepaling duidelijk dat het hypotheekrecht bij cessie de vordering volgt. In recente literatuur (zie hiervoor) wordt verdedigd dat ook als de hypotheekakte niet een zodanige bepaling bevat, moet worden aangenomen dat het hypotheekrecht in beginsel de vordering volgt. Deze visie is gebaseerd op de hoofdregel genoemd in het Pierson/Onderdrecht-arrest dat een hypotheekrecht meegaat met de vordering waaraan zij is ver-

14 Zie artikel 3:73 BW en artikel 6:142 BW.

15 Asser-Van Velten, *Goederenrecht III*, nr. 286-287 en de daarin genoemde literatuur.

16 HR 16 september 1988, *NJ* 1989, 10 (Pierson/Onderdrecht).

17 Zie onder meer M.P. van Achterberg, *WPNR* 94/6134; J.B.M. Vranken, 'Roestplekken in de literatuur over bankhypotheken', *Yin-Yang* (Van Mourik bundel), p. 429-434; H.L.E. Verhagen en M.H.E. Rongen, *Cessie, Praeadvies voor de Vereniging van Burgerlijk recht*, p. 137-147.

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

bonden en de gedachte dat de aard van de bancaire relatie in deze tijd geen aanleiding geeft om aan te nemen dat de bankhypotheek een persoonlijk karakter heeft. Wij vinden deze argumenten overtuigend en menen dat ook indien de akte geen duidelijkheid verschaft over de partijbedoeling, het bankhypotheekrecht de vordering als afhankelijk recht en nevenrecht behoort te volgen.

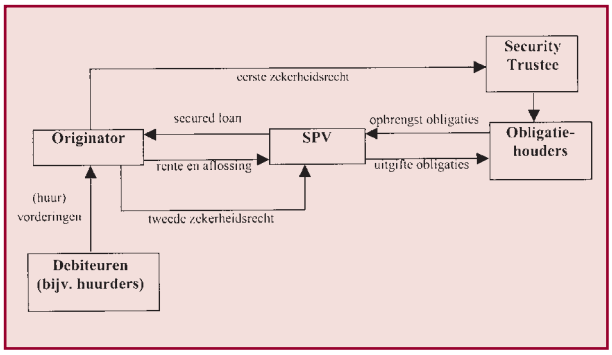
Door de onzekerheid die bestaat over de vraag of het bankhypotheekrecht bij overdracht van de vordering mee overgaat, wordt vaak voorafgaand aan de overdracht (in de contingent perfection structuur voorafgaand aan de mededeling van de cessie aan de debiteuren) het bankhypotheekrecht 'omgezet' in een vast hypotheekrecht, dat slechts dient tot zekerheid van de overgedragen vordering en niet meer tot zekerheid voor andere vorderingen die de bank uit welke hoofde ook op de debiteur heeft of zal verkrijgen.[18]

Als in een securitisation de vorderingen door gebruikmaking van de stille cessie aan de SPV worden overgedragen, zal het niet altijd wenselijk zijn vlak voor het voltooien van de overdracht het bankhypotheekrecht om te zetten in een vast hypotheekrecht[19]. Omdat door de stille cessie de overdracht van de vorderingen al voltooid wordt door het registreren/passeren van de akte, zou dit immers meebrengen dat de bankhypotheek al voor registratie van de akte gedeeltelijk zou moeten worden opgezegd. Voor de gedeeltelijke opzegging is een mededeling aan de debiteur vereist.[20] Het doen van mededeling is voor partijen zoals gezegd onaantrekkelijk en partijen zullen dit willen voorkomen. De structuur met gebruikmaking van de stille cessie is daarom tot nu toe alleen aantrekkelijk voor transacties waarin het probleem omtrent de overdracht van vorderingen gesecureerd door een bankhypotheekrecht is geminimaliseerd . Het gaat dan om transacties waarin de hypotheekaktes duidelijkheid verschaffen over de partijbedoeling of waarbij de Originator geen andere vorderingen op de debiteuren zal verkrijgen.

Structuur met secured loan

Een variant op de beschreven structuren is de 'secured loan'. In deze structuur worden geen vorderingen overgedragen. In plaats daarvan wordt door een SPV een lening verstrekt aan de Originator, welke lening is gedekt door zekerheidsrechten op bepaalde activa van de betrokken Originator. De SPV financiert de lening door de uitgifte van obligaties. De obligatiehouders verkrijgen via een Security Trustee een eerste zekerheidsrecht op de onderliggende activa. Tot zekerheid van de terugbetaling van de lening wordt een tweede zekerheidsrecht gevestigd op de activa ten gunste van de SPV. Hierbij wordt afgesproken dat de SPV en de Security Trustee zich alleen zullen mogen verhalen op de verpande of verhypothekeerde activa, het zogenoemde 'limited recourse'-beding.[21]

De secured loan structuur kan als volgt worden weergegeven:



Deze structuur wordt bijvoorbeeld gebruikt in vastgoedfinancieringstransacties. De lening aan de Originator wordt dan gedekt door een hypotheekrecht op het onroerend goed, dat veelal wordt verhuurd. De huuropbrengsten, gegenereerd door het onroerend goed, worden door de SPV aangewend voor de betaling van rente op de obligaties. De zekerheden op de activa worden op het onroerend goed logischerwijze gevestigd in de vorm van een hypotheekrecht. Op de huuropbrengsten die door het onroerend goed worden gegenereerd en op andere vorderingen, zoals bijvoorbeeld verzekeringspenningen, wordt een (stil) pandrecht gevestigd.

Een faillissement van de Originator heeft in deze secured loan structuur nadelige gevolgen voor de transactie. De Security Trustee, dan wel de SPV zullen in dat geval de zekerheden moeten uitwinnen. De huuropbrengsten zullen ondanks de verpanding in de

18 Zie o.a. W. Ruys, 'Securitisation en bankhypotheken: problemen en mogelijke oplossingen', in: *Ondernemingen en Effecten*, 1998, p. 511-524.

19 M. Bos, 'Stille cessie en securitisatie transacties', *Bb* 2004, nr. 47, p. 175.

20 Zie artikel 3:81 lid 2 (d) BW.

21 M.H.E. Rongen, t.a.p., p. 7-8.

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

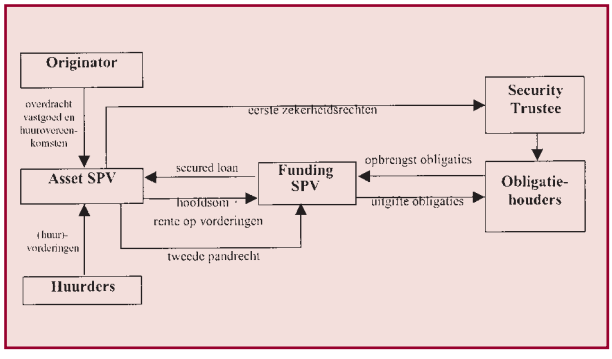
boedel vallen.[22] Tevens zal hierbij rekening moeten worden gehouden met een eventuele afkoelingsperiode en een redelijke termijnstelling door de curator.[23] De kans is groot dat na uitwinning de transactie voortijdig moet worden beëindigd.

De secured loan met een Asset SPV

Naarmate het faillissementsrisico van de Originator groter is, zal het moeilijker zijn om in de vorenstaande structuur de hoogste kredietbeoordeling te verkrijgen. In dat geval moet een structuur worden overwogen waarbij de Originator de activa eerst overdraagt aan een entiteit die een minimaal faillissementsrisico heeft, een (andere) SPV. De SPV die de obligaties uitgeeft, de zogenoemde 'Funding SPV', verstrekt in dat geval een lening aan de SPV, aan welke de activa door de Originator zijn overgedragen, de zogenoemde 'Asset SPV'.

Net als in de secured loan zonder een Asset SPV wordt aan de obligatiehouders, via een Security Trustee, een eerste zekerheidsrecht op de, aan de Asset SPV overgedragen, activa gevestigd. Ten gunste van de Funding SPV wordt een tweede zekerheidsrecht op de activa gevestigd tot zekerheid van terugbetaling van de lening.

De structuur met Asset SPV kan als volgt worden weergegeven:



In een vastgoedfinancieringstransactie waarbij gebruik wordt gemaakt van deze structuur gaan bij de overdracht van het onroerend goed van de Originator aan de Asset SPV de rechten en verplichtingen uit de huurovereenkomsten met betrekking tot het onroerend goed mee over.[24] Dit betekent dat de huurbetalingen voortaan aan de Asset SPV betaald zullen moeten worden. In deze structuur vallen de huurvorderingen bij faillissement van de Originator dus niet in de boedel. Een faillissement evenwel van de Originator heeft in beginsel geen gevolgen voor de transactie. Het is daarom gemakkelijker om een hogere kredietbeoordeling van de obligaties te verkrijgen. Een nadeel van de structuur met een Asset SPV is daarentegen dat de overdracht van de activa complicaties uit juridisch en fiscaal oogpunt oplevert.[25]

Conclusie

Er zijn verschillende structuren mogelijk bij securitisations. De structuur die voor een transactie gekozen wordt hangt af van de onderliggende activa. Bestaan de activa uit vorderingen uit bankleningen of handelsvorderingen, dan wordt gekozen voor de traditionele securitisatie met gebruikmaking van de contingent perfection structuur of de stille cessie. Het is aantrekkelijker de structuur van de stille cessie te gebruiken, mits bij door bankzekerheden gedekte vorderingen de onzekerheid over overgang voldoende is weggenomen. Voor vastgoedfinancieringen is de structuur van de secured loan het meest geschikt. De Originator is hier geen financiële instelling, maar een vastgoedonderneming. Door geldstromen gegenereerd door het vastgoed door de secured loan te verpakken in obligaties, kan de Originator ook hier op een goedkope manier aan krediet komen. De secured loan transacties zijn redelijk nieuw op de securitisationmarkt. De verwachting is echter dat ook deze vorm van securitisations een grote vlucht zal gaan nemen.[26]

Mr. W. Ruys en mw. Mr. M.H. van Raay zijn beiden advocaat bij NautaDutilh in Amsterdam.

22 Op grond van artikel 35 lid 2 Faillissementswet geldt dat de vestiging van een stil pandrecht bij voorbaat geen effect krijgt voorzover de pandgever de vordering eerst verkrijgt na aanvang van de dag waarop hij in staat van faillissement werd verklaard. Dit betekent dat in geval van faillissement van de Originator het stil pandrecht dat is gevestigd op de huuropbrengsten geen effect heeft, aangezien deze worden aangemerkt als toekomstige vorderingen (zie HR 30 januari 1987, *NJ* 1987, 530).

23 Zie onder 'De structuur met de stille cessie'.

24 Dit volgt uit artikel 7:226 BW.

25 Zie voor een uitgebreide beschrijving de Offering Circular terzake van de emissie door KFN Office Finance I B.V. van 21 december 2004.

26 S. Wegener Sleeswijk, 'Vastgoedfinanciering en securitisatie', *Bank- en Effectenbedrijf*, juli-augustus 2005, p. 7-8.