

MR. K.E. REUDER¹

Een nieuw artikel 3:94 lid 3 BW – het (on)vermogen voor de financieringspraktijk

O & F

18

Nr. 67 / oktober 2005

Per 1 oktober 2004 geldt in Nederland een nieuw gewijzigd artikel 3:94 BW waardoor de overdracht van een vordering zonder mededeling aan de debiteur mogelijk is gemaakt.² Nadat vele jaren vanuit de praktijk een pleidooi was gevoerd voor de afschaffing van het mededelingsvereiste bij de cessie van vorderingen³, is een wetwijziging een feit. Gedurende het wetgevingsproces zijn al veel publicaties verschenen waarin soms ook (onverbloemde) kritiek op de (voorgestelde) wetwijziging is geuit⁴. In de Nota naar aanleiding van het Verslag zijn enkele van deze kritiepunten uitvoerig aan de orde gekomen⁵, waarna het wetsvoorstel bij Nota van Wijziging een aanpassing heeft ondergaan.⁶ Vraag is of de uiteindelijke wetstekst in de vorm van een nieuw derde lid een verbetering betekent ten opzichte van het oude artikel 3:94 BW en vooral of hiermee voldoende aan de behoeften in de (financierings)praktijk tegemoet wordt gekomen. Hoewel het nieuwe artikel de overdracht van vorderingen in zekere zin faciliteert, worstelt de praktijk vooralsnog met de beperkingen die daaraan zijn verbonden en met andere juridische obstakels die met de wetwijziging niet tot het verleden behoren. Een analyse.

Securitisaties en Factoring

Aanleiding en achtergrond

Aanleiding voor de wetwijziging is, aldus de wetgever⁷, dat na de invoering van het nieuwe vermogensrecht in 1992 is gebleken dat het tot 1 oktober 2004 geldende vereiste van mededeling aan de debiteur in de praktijk tot problemen leidt in verband met de niet-voorzien ontwikkeling van figuren in de financiële wereld die een massale en gelijktijdige overdracht van vorderingen eisen. Daarnaast loopt het Nederlandse stelsel met de doorgevoerde wijziging beter in de pas met de stelsels in de ons omringende landen, waardoor de concurrentiepositie van de Nederlandse financiële praktijk ten opzichte van het buitenland verbetert.⁸

Securitisatie

Securitisatie is een bijzondere financieringsvorm waarbij een onderneming (Originator) een deel van haar activa afzondert van haar overige vermogensbestanddelen. De activa bestaan veelal uit vorderingen op naam, zoals vorderingen uit hoofde van hypothecaire leningen, handelsvorderingen en vorderingen uit leasecontracten⁹. Deze afzondering wordt in een

1 De auteur is mr. M.G. van 't Westeinde dank verschuldigd voor haar waardevolle opmerkingen bij een eerdere versie van deze bijdrage.

2 Zie *Staatsblad* 8 juli 2004, 314 inzake de Wet van 30 juni 2004 tot wijziging van artikel 94 boek 3 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het mededelingsvereiste.

3 Artikel 3:94 lid 3 BW (oud).

4 Zie hierover het themanummer van *WPNR*, 'Stille Cessie' (6546), 2003, met bijdragen van o.a. A.F. Salomons, W.J. Zwalve, A.J. Verdaas, J.H.M. van Erp, M.H.W. van Rongen en. H.L.W. Verhagen.

5 TK 2003–2004, 28 878, nr. 5, p. 5 e.v.

6 TK 2003–2004, 28 878, nr. 6.

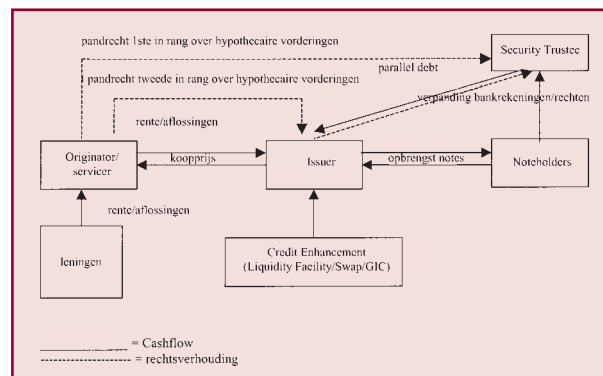
7 TK 2002–2003, 28 878, nr. 3, p. 1 en 2.

8 TK 2002–2003, 28 878, nr. 3, p. 4 en 5.

9 In beginsel komt iedere vordering in aanmerking welke gebaseerd kan worden op een overeenkomst waaruit cashflows worden gegenereerd.

traditionele securitisatiestructuur¹⁰ bewerkstelligd door een (economische) overdracht c.q. verkoop van de betreffende vorderingen aan een speciaal daartoe opgerichte rechtspersoon, het zogenoemde special purpose vehicle (SPV). De koopprijs voor de vorderingen wordt gefinancierd door de uitgifte van effecten, veelal obligaties (de Notes). Dit kan onderhands geschieden doch vindt meestal plaats op de geld- of kapitaalmarkt omdat hiermee de liquiditeit wordt vergroot, hetgeen weer een gunstig effect heeft op de rente die over de uitgegeven effecten moet worden vergoed. Kenmerk van de overgedragen activa dient te zijn dat zij een zekere cashflow genereren welke door het SPV als uitgevende instelling aangewend kan worden om, behoudens de kosten van de transactie, de rente- en aflossingsverplichtingen van de obligaties te voldoen.¹¹ Kenmerk van een securitisatie is voorts dat de investeerders uit hoofde van de obligaties het kredietrisico lopen dat samenhangt met de gesecuritiseerde vorderingen. De kredietwaardigheid van de Originator speelt een ondergeschikte rol. De investeerders hebben exclusief verhaal op de in de securitisatie betrokken activa. Hiertoe worden zekerheden gevestigd ten behoeve van een security trustee die de belangen van de investeerders – de zogenoemde Noteholders – vertegenwoordigt.¹² Mede door deze factoren¹³ zijn rating agencies bereid een kredietbeoordeling (rating) aan de obligaties toe te kennen die veelal voor het overgrote deel van de uit te geven effecten de hoogst mogelijke rating (AAA of Aaa) is en zijn investeerders bereid met een lagere risicovergoeding (rente) op de obligaties genoegen te nemen.

Er zijn verschillende manieren om de transactie vorm te geven. Niet in de laatste plaats is de structuur afhankelijk van het type vorderingen of activa waarop de securitisatie betrekking heeft. In vereenvoudigde vorm kan de in Nederland tot – in ieder geval – 1 oktober 2004 gangbare structuur bij de securitisatie van hypotheecaire vorderingen als volgt schematisch worden weergegeven:



Voor een Originator kunnen er talloze redenen bestaan om over te gaan tot securitisatie van (een deel van) zijn activa zoals strategie, kostenbesparing, het verbeteren van de solvabiliteit, off-balance sheet voordelen, diversificatie van financieringsbronnen of de toegang tot een nieuwe groep investeerders.¹⁴ Of de beoogde doelstelling wordt gerealiseerd hangt af van verschillende factoren, waaronder de gekozen structuur, het oordeel van de accountant, het beleid van De Nederlandsche Bank N.V. en niet in de laatste plaats de vraag of de SPV zich daadwerkelijk goedkoper kan financieren dan de Originator, ondanks de kosten die met een securitisatie gemoeid zijn.¹⁵

10 In tegenstelling tot de synthetische securitisatie. Hierbij vindt geen overdracht van activa plaats, maar wordt slechts het kredietrisico overgedragen door middel van een kredietderivaat, zoals een credit default swap. Zie over deze vorm van securitisaties, o.a. J.J. de Vries Robbé, 'Synthetic securitisation, every bank should have one', in: *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 2004, nr. 6/7, p. 117-129.

11 Voor een meer uitvoerige uiteenzetting van de structuur wordt verwezen naar o.a. W. Ruys en M. Bos, 'Securitisation', in: *Financiering & Onderneming*, 2002, p. 41-46. Zie eveneens: E.P.M. Joosen en M.G. van 't Westeinde, 'Securitisatie', *NIBE-Bankjuridische Reeks*, 2002, nr. 44; P.E. Broholm, 'Securitisatie. An Introduction', in: *Tijdschrift voor Insolventierecht*, 2001/3, p. 78 - 83; C.P.M. van Houte, 'Securitisatie van Intellectuele Eigendomsrechten', in: *Weekblad voor Fiscaal Recht* 6491, p. 1093-1101; J.J.P. Bos, 'Securitisaties in Nederland; een overzicht', in: *NTBR*, 2003/7, p. 358-365.

12 Zie voor de mogelijke problemen en juridische vraagstukken ten aanzien van een dergelijke zekerhedenstructuur o.a.: S.C.J.J. Kortmann, M.H.E. Rongen en H.L.E. Verhagen, 'Zekerheidsrechten op naam van een 'trustee'', in: *WPNR*, 2001, p. 813-823 en p. 840-848, en A.I.M. van Mierlo en M.V. Polak, 'Verstreking van zekerheden in collectief verband', *Onderneming en Effecten*, p. 525 e.v.

13 Hiernaast zijn nog andere factoren voor de uiteindelijke rating van belang zoals o.a. het kredietrisico, liquiditeitsrisico, renterisico, risico van vervroegde aflossing en aflossingsrisico van het SPV.

14 Deze redenen kwamen ook bij een in 1998 uitgevoerd empirisch onderzoek onder zowel emittenten en beleggers naar voren. Zie hierover B.J. Alink en A. Bruggink, 'Mortgage backed securities: een markt in Nederland?', in: *Bank- en Effectenbedrijf*, juni 1998, p. 20 e.v.

15 Zoals kosten voor rating agencies, adviseurs, begeleidende banken, roadshows en de operationele kosten die noodzakelijk zijn om de interne organisatie 'securitisatie-proof' te maken en te houden, zoals het kunnen (laten) opstellen van rapportages ten behoeve van de rating agencies en investeerders.

Factoring

Het andere type financiële transacties die, aldus de wetgever, aan de wetswijziging ten grondslag ligt, is factoring. De wetgever laat hierbij in het midden welke vorm van factoring hem voor ogen staat. Het ontbreken van enige nadere motivering kan, zoals Salomons terecht opmerkt¹⁶, op zijn minst opmerkelijk worden genoemd wegens de vele juridische onzekerheden die met betrekking tot de rechtsgeldigheid van de verschillende vormen van factoring bestaan.¹⁷ Kort gezegd kan factoring omschreven worden als de overdracht van handelsvorderingen aan de 'factor'. Afhankelijk van de vorm van factoring is het de bedoeling financiering van de factor te verkrijgen en/of het risico van betalingsonvermogen van de debiteuren op de factor te doen overgaan en/of de verantwoordelijkheid voor het debiteurenbeheer (administratie, bewaking en inning) bij de factor te leggen. Old line factoring is de meest volledige vorm van factoring. De factormaatschappij draagt zorg voor de debiteurenadministratie, neemt het risico op zich dat de aan haar gecedeerde vorderingen oninbaar blijken te zijn, bijvoorbeeld wegens het faillissement van de debiteur, en financiert de koopprijs voor de vorderingen. Service factoring omvat debiteurenbeheer en risico-overneming, maar geen bevoorschotting (financiering). De minder vergaande vormen van factoring waarbij het kredietrisico op de debiteur niet door de factor wordt overgenomen zijn bijvoorbeeld recourse factoring (debiteurenbeheer en financiering) of service factoring in enge zin (alleen debiteurenbeheer).¹⁸ Door gebruik te maken van factoring geeft een onderneming een aantal activiteiten welke niet tot haar kernactiviteiten behoren uit handen zoals het financieren van haar afnemers (het resultaat van het verstrekken van leverancierskrediet), het inschatten van de daarmee samenhangende risico's en het administreren, bewaken en incasseren van vorderingen. De aan factoring verbonden wijze van financieren heeft als voordeel dat het gefinancierde percentage meestal hoger ligt dan in het geval

van financiering door een bank. De factor is specialist in het financieren op basis van vorderingen en heeft kennis en inzicht in de financiële positie van veel bedrijven zoals de debiteuren van cliënten en de cliënten zelf. De factor financiert op basis van een opgeschoonde debiteurenportefeuille, waardoor het financieringspercentage hoog kan liggen (veelal 85-90% van de waarde van de vorderingen).¹⁹ Een ander voordeel is dat factoring een flexibele(re) vorm van kredietverlening biedt: de financiering groeit mee met de debiteurenportefeuille waardoor verhoging van kredietlimieten, zoals bij banken noodzakelijk zou kunnen zijn, achterwege kan blijven. Indien de onderneming de door de factor aangetrokken financiering gebruikt om sneller eigen toeleveranciers te voldoen, kunnen door factoring aanzienlijke kortingen worden gerealiseerd. Evenals een securitisatie kan factoring leiden tot balansverkortings indien de vorderingen en het daaraan verbonden kredietrisico aan de factor worden overgedragen. De gefinancierde bedragen zijn een tegenprestatie voor de eigendoms-overdracht van de vordering en vormen dus geen vreemd vermogen. De post debiteuren neemt af en daarmee de behoefte aan vreemd vermogen om die post te financieren. Met de van de factor verkregen financiering kunnen kortlopende schulden worden afgelost waardoor ook de liquiditeit verbetert.

Mededelingsvereiste en ontwikkeling financiële transacties

Bestonden deze structuren dan niet voor de invoering van het nieuwe vermogensrecht in 1992 waarbij het mededelingsvereiste voor cessie in onze wetgeving is opgenomen? Zeker wel. Het fenomeen factoring is al rond 1960 uit de VS naar Europa overgewaaid.²⁰ En ook securitisatie-transacties vonden in 1992 al op ruime schaal plaats. Feit is wel dat dit type transacties, dat rond 1970 in de VS is begonnen met de verkoop van een samengestelde pool van hypothecaire leningen welke door de overheid werden gegarandeerd²¹ in Nederland nog geen vaste voet aan de grond had gekregen. Het mededelingsvereiste bij ces-

16 A.F. Salomons, 'Het Wetsvoorstel tot aanpassing van artikel 3:94 BW: Nederland introduceert de 'stille cessie', in: *WPNR*, 2004, p. 674.

17 Zie hierover en over de typering van de verschillende typen van factoring: mr. J. Beuving, 'Factoring', *NIBE-Bankjuridische Reeks*, 2001, nr. 42, en de door Salomons, t.a.p., p. 674 in noot 21 aangehaalde literatuur.

18 Deze opsomming is niet limitatief. Er zijn ook andere benamingen mogelijk voor de hier beschreven vormen.

19 Uiteraard hangt de uiteindelijke financiering af van de kwaliteit van de debiteurenportefeuille en de financiële positie van de onderneming.

20 Zie over het ontstaan en de achtergrond van factoring J. Beuving, 'Factoring', t.a.p., p. 1 e.v. Zie ook HR 21 oktober 1983, *NJ* 1984, 254 en HR 28 oktober 1988, *NJ* 1989, 83.

21 In Nederland kennen wij bijvoorbeeld de hypothecaire leningen met een NHG (Nationale Hypotheek Garantie), welke verstrekt wordt door Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen, een geprivatiseerde stichting welke zich op haar beurt weer financiert door enerzijds een eenmalig bedrag gelijk aan een bepaald percentage (in 2005: 0.28%) in rekening te brengen bij de debiteur en anderzijds liquiditeiten te verkrijgen van de overheid en participerende gemeenten. Zie voor meer informatie: www.nhg.nl.

sie kan hieraan echter niet debet zijn. Dat is immers pas in 1992 ingevoerd. Het (financiële) succes van deze transacties in den vreemde had de wetgever er uiteraard van kunnen weerhouden – naast andere valide (juridische) argumenten – om het mededelingsvereiste in 1992 te introduceren. Dat dit niet is gedaan is geschiedenis.

De cijfers zijn duidelijk. Factoring is, zoals het altijd was, voor veel ondernemingen een belangrijke wijze om op gunstige voorwaarden een flexibele financiering te verkrijgen. Daarnaast blijft de securitisatiemarkt zich op velerlei gebied verder ontwikkelen. Van de inkomsten van de wereldvoetbalbond FIFA²², uitstaande vorderingen van de (Italiaanse) socialeverzekeringskas²³ tot hypothecaire vorderingen. Qua aantal en qua volume neemt het aantal transacties toe. Ook in Nederland. Was er in 1996 nog 1, tevens eerste, securitisatie-transactie²⁴, in 2004 bedroeg het aantal transacties 23 met een gezamenlijke waarde van € 22.116 miljoen.²⁵ Toch is het volume in Nederland ten opzichte van andere landen gering. Een belangrijke reden die hiervoor werd aangevoerd, is het tot voor kort geldende mededelingsvereiste bij cessie.

Bezwaren mededelingsvereiste

Het is een feit dat ondernemingen vaak onoverkomelijke bezwaren hebben tegen het doen van mededeling van cessie (of verpanding). De bezwaren kunnen van commerciële, logistieke, administratieve en financiële aard zijn. Bij securitisatie en factoring gaat het immers om grote aantallen vorderingen zodat er veel mededelingen zouden moeten plaatsvinden. Een ondernemer zal niet het risico willen lopen dat de commerciële relatie met zijn klanten verstoord raakt of dat de markt wellicht ten onrechte gaat twijfelen aan de kredietwaardigheid van de cedent of dat de

verkoop van vorderingen op andere wijze haar reputatie schaadt. Tevens zal de vervreemder vanuit commercieel oogpunt de contacten met de debiteuren willen blijven onderhouden. Illustratief voor het feit dat er in de praktijk grote bezwaren bestaan tegen het doen van mededeling van cessie, is dat zo goed als in alle securitisatie-transacties die onder het voormalige artikel 3:94 BW zijn uitgevoerd geen mededeling van cessie is gedaan. Deze praktijk sluit aan bij de transacties zoals deze in de ons omringende landen plaatsvinden²⁶ en is conform de aanbeveling van European Securitisation Forum in het door haar in mei 2002 gepubliceerde rapport A Framework For European Securitisation, dat ten doel heeft aanbevelingen en doelstellingen te formuleren teneinde tot een meer uniforme en homogene infrastructuur voor de securitisatiemarkt in Europa te komen.²⁷ Vanaf het moment dat het mededelingsvereiste in 1992 in onze wet is geïntroduceerd, is door verschillende auteurs en marktpartijen (ook die vertegenwoordigd zijn door de Nederlandse Vereniging van Banken) gepleit voor afschaffing van dit vereiste omdat het nadelig zou zijn voor de (verdere) ontwikkeling van de securitisatiepraktijk in Nederland. Het is dan ook niet opmerkelijk dat het initiatief om dit vereiste te schrappen door de (financieringspraktijk) met grote instemming is ontvangen.

Het wettelijke kader

De regeling van de stille cessie

In 1992 is bij de invoering van het nieuwe vermogensrecht voor de cessie van een vordering het vereiste van mededeling aan de debiteur ingevoerd. Volgens het oude BW bepaalde artikel 668 dat voor cessie een authentieke of onderhandse akte nodig was waarbij het vorderingsrecht werd overgedragen. Mededeling van de overdracht aan de debiteur van de

22 *NRC Handelsblad* d.d. 1 juni 2002 en 3 juni 2002.

23 *NRC Handelsblad* d.d. 25 november 1999.

24 Fortis' dochter VSB verkocht hypothecaire vorderingen aan FI. Mortgage Securities (FIMS) B.V.

25 Bron: *Statistisch Bulletin van De Nederlandsche Bank N.V.*, juni 2005. Van de 23 transacties kwalificeerden er 16 als RMBS-transacties, 1 als CMBS. Het totaal van de gedurende de eerste 7 maanden van 2005 in Nederland uitgegeven asset-backed/mortgage backed securities bedraagt € 10,5 miljard (7.8% van de totale emissie in Europa gedurende deze periode). Bron: Deutsche Bank Global Markets Research.

26 In sommige landen geldt in het geheel geen mededelingsvereiste voor de geldige overdracht van vorderingen jegens derden, zoals België, Duitsland, Engeland. In andere landen bestaat een vereenvoudigde regeling voor de overdracht van vorderingen in een commerciële context zoals in Frankrijk. In België en Frankrijk is de regeling juist met het oog op financiële transacties gewijzigd. Zie hierover meer uitgebreid M.H.E. Rongen en H.L.E. Verhagen, 'De Cessie naar huidig en komend recht: de cirkel is weer rond', in: *WPNR*, p. 683-685.

27 Zie voornoemd rapport, p. 32-33. Het ESF is een forum van instellingen die zich met securitisatie bezighouden zoals arrangerende banken, investeerders, juridische adviseurs, rating agencies, trustkantoren, accountants, beurzen e.d. Het rapport is te downloaden op www.europeansecuritisation.com.

overgedragen vordering was niet nodig. Deze mededeling was alleen van belang om te voorkomen dat de schuldenaar te goeder trouw (en daarmee bevrijdend) zou betalen aan de oorspronkelijke schuldeiser. Tot 1 oktober 2004 vereiste artikel 3:94 lid 1 BW voor levering van onder meer vorderingsrechten, behalve een daartoe bestemde akte, mededeling aan de persoon tegen wie deze rechten moesten worden uitgeoefend, dus de debiteur van de gecedeerde vordering. Mededeling was daarbij een constitutief vereiste; totdat mededeling heeft plaatsgevonden, behoort de vordering tot het vermogen van de cedent. Vanaf 1 oktober 2004 kent ons recht de zogenoemde stille cessie, ofwel de cessie waarbij mededeling geen constitutief vereiste is voor de overdracht van de vordering. Hiertoe is een nieuw lid 3 aan artikel 3:94 BW toegevoegd dat luidt:

‘Deze rechten kunnen ook worden geleverd door een daartoe bestemde authentieke of geregistreerde onderhandse akte, zonder mededeling aan de personen tegen wie die rechten moeten worden uitgeoefend, mits deze rechten op het tijdstip van de levering reeds bestaan of rechtstreeks zullen worden verkregen uit een dan reeds bestaande rechtsverhouding. De levering kan niet worden tegengeworpen aan de personen tegen wie deze rechten moeten worden uitgeoefend dan na mededeling daarvan aan die personen door de vervreemder of verkrijger. Voor de verkrijger van een recht dat overeenkomstig de eerste zin is geleverd geldt artikel 88 lid 1 slechts, indien hij te goeder trouw is op het tijdstip van de in de tweede zin bedoelde mededeling.’

Met deze wijziging zijn wij niet terug bij het vóór 1992 geldende regime. Thans zijn namelijk twee vormen van cessie mogelijk. Naast de hiervoor genoemde stille cessie blijft cessie mogelijk door middel van een (onderhandse) akte waarbij mededeling aan de schuldenaar een constitutief vereiste is voor levering (de openbare cessie).²⁸ Bij de openbare cessie vindt levering, tenzij sprake is van mededeling bij voorbaat, plaats op het moment dat mededeling plaatsvindt. Bij de stille cessie vindt levering plaats op het moment

dat de notariële akte wordt gepasseerd of registratie van de onderhandse akte bij de bevoegde autoriteit plaatsvindt. Het moment van registratie is bepalend. Indien sprake is van meerdere cessies welke alle hebben plaatsgevonden conform artikel 3:94 lid 3 BW, gaat de eerste registratie voor. Betreft het een openbare en stille cessie, dan gaat de openbare cessie voor indien de mededeling aan de schuldenaar vóór registratie van de stille cessie heeft plaatsgevonden.²⁹

De vereisten voor een stille cessie

Er is een aantal vereisten waaraan bij stille cessie moet worden voldaan. Uiteraard geldt – zoals voor de overdracht van alle goederen (waaronder vorderingen) – dat de cedent (i) beschikkingsbevoegd dient te zijn, (ii) moet beschikken over een geldige titel en (iii) dat de overdraagbaarheid van de betreffende vorderingen niet geheel of gedeeltelijk is uitgesloten.³⁰

De akte van levering moet authentiek of geregistreerd zijn. Naar het oordeel van de wetgever kan niet met een onderhandse akte worden volstaan omdat alleen met de voorgeschreven vorm de ratio van het mededelingsvereiste – duidelijkheid bieden over het moment van overdracht en het kenbaar maken van die overdracht – kan worden bereikt.³¹

Daarnaast komen alleen vorderingen voor een stille cessie in aanmerking die op het tijdstip van de levering bestaan of rechtstreeks zullen worden verkregen uit een dan reeds bestaande rechtsverhouding.³² Door dit voorschrift ontstaat er een onderscheid tussen de openbare cessie en de stille cessie. Cessie van toekomstige vorderingen op een bekende schuldenaar mét mededeling is onbeperkt mogelijk waar dit bij stille cessie is beperkt. Het betekent voorts dat er in de cedeerbaarheid van vorderingen geen verandering komt. Vorderingen zijn pas cedeerbaar indien bekend is wie de debiteur wordt. Het betekent ten slotte eveneens dat de financiële praktijk welke aanleiding was om tot de wetswijziging over te gaan in de praktijk nog wordt geconfronteerd met administratieve lasten en (juridische) onzekerheden³³ voorzover na het moment van de stille cessie nieuwe

28 Artikel 3:94 lid 1 BW.

29 TK 2003-2004, 28 878, nr. 5, p. 4.

30 Zie artikelen 3:84 en 3:83 lid 2 BW.

31 TK 2003-2004, 28 878, nr. 5, p. 4.

32 De minister heeft aangegeven dat de rechtspraak die zich ten aanzien van de bewoording van artikel 3:239 lid 1 BW (stille verpanding) heeft ontwikkeld m.b.t. de zinsnede ‘mits dit recht op het tijdstip van de vestiging van het pandrecht reeds bestaat of rechtstreeks zal worden verkregen uit een bestaande rechtsverhouding’ ook geldt voor artikel 3:94 lid 3 BW. Zie TK 2004-2004, 28 878, nr. 5, p. 8.

33 Te denken valt aan ‘last minute’ verpandingen in het zicht van faillissement.

(toekomstige) vorderingen onderwerp van de securitisatie of factoring dienen te worden³⁴: op het moment dat een nieuwe overeenkomst met een nieuwe debiteur wordt aangegaan, dient een nieuwe authentieke of onderhandse akte te worden opgesteld, welke laatste vervolgens moet worden geregistreerd bij de belastingdienst.³⁵

Waarom deze beperking voor de stille cessie? De regeling stemt overeen met wat geldt voor de stille verpanding van toekomstige vorderingen³⁶. De wetgever heeft dit noodzakelijk geacht omdat naar zijn oordeel het gevaar voor verrassingen voor de schuldenaar of voor derden in beginsel groter is bij de stille cessie (en verpanding) dan bij de cessie (en verpanding) met mededeling, in het bijzonder wanneer die stille cessie (of verpanding) betrekking heeft op absoluut toekomstige vorderingen (of vorderingen die niet uit een reeds bestaande rechtsverhouding worden verkregen).³⁷ De redenering is op zijn minst opmerkelijk te noemen. Waarom zou de verrassing van het feit dat de vordering gecedeerd is en dus aan een ander dan de oorspronkelijke schuldenaar betaald moet worden voor een debiteur van een nieuwe vordering groter zijn dan voor een debiteur van een bestaande vordering? Meer plausibele verklaringen voor de beperking zijn denkbaar, bijvoorbeeld dat de wetgever een cedent wenst te beschermen voor de mogelijkheid dat deze door ondertekening van één enkele akte al zijn toekomstige vorderingen op voorhand cedeert.

Hoewel mededeling bij de stille cessie geen constitutief vereiste is voor de overdracht van de vordering blijft mededeling wel nodig teneinde te bewerkstelligen dat de debiteur niet langer bevrijdend kan betalen aan de cedent. Totdat mededeling heeft plaatsgevonden kan de debiteur uitsluitend bevrijdend betalen aan de cedent en is uitsluitend de cedent inningsbevoegd. Zelfs indien hij (toevallig) op

de hoogte is van de cessie. De vraag rijst wat geschiedt met de door de debiteur verrichte betalingen aan de cedent vóórdat mededeling van de stille cessie heeft plaatsgevonden doch nádat de cedent insolvent is geraakt. De wetgever merkt hieromtrent op dat de cedent door de faillietverklaring de bevoegdheid verliest om betaling van de gecedeerde vordering te ontvangen. Dit lijkt mij niet juist. Ook na faillissement kunnen immers, buiten medeweten van de cedent, gelden op de bankrekening van de failliete cedent worden overgemaakt. Wel is het zo dat de cedent zijn inningsbevoegdheid door het faillissement verliest. De curator heeft deze bevoegdheid evenmin nu de overgedragen vorderingen niet in de boedel vallen. De debiteur die zich van de cessie en het faillissement bewust is, zal de betalingen kunnen opschorten.³⁸ De cessionaris kan vervolgens alsnog de cessie aan de debiteuren mededelen en de betreffende vorderingen zelf innen. Het faillissement staat daaraan niet in de weg nu de vorderingen niet tot de boedel behoren. Een debiteur hoeft echter niet met de cessie en/of het faillissement bekend te zijn. Indien betaling aan de failliet plaatsvindt, valt deze betaling in de boedel. Volgens de Memorie van Toelichting zal de cessionaris de vordering die zij alsdan verkrijgt op de cedent uit hoofde van zijn verhaalsrecht ex artikel 6:36 BW als een boedelschuld moeten beschouwen. Aan deze vordering is geen prioriteit verbonden. Deze vordering heeft daarmee dezelfde rang als andere concurrente boedelcrediteuren. De schuldeisers van dergelijke boedelschulden hebben recht op uitbetaling van hun vorderingen vóór de prefaillissement-schuldeisers. Maar dit betekent geenszins dat de cessionaris zijn gehele vordering zal ontvangen. Ook boedelcrediteuren delen mee in de algemene faillissementskosten waaronder het salaris van de curator.³⁹ Indien na aftrek van deze kosten nog een vordering resteert, zal de cessionaris het betreffende bedrag eerst kunnen ontvangen nadat het faillissement is afgewikkeld, hetgeen enkele jaren

34 Dit zal bij RMBS-transacties alleen het geval zijn indien de transactie voorziet in de mogelijkheid dat nieuwe vorderingen aan de initiële pool worden toegevoegd zoals bijvoorbeeld het geval is bij substitution, replenishment of replacement receivables. Deze voorwaarde zal echter met name problematisch zijn bij vorderingen met een hoge omloopsnelheid.

35 Bij stille verpanding is als oplossing voor deze voor de financiële praktijk onhandige beperking het systeem van de pandlijsten ontwikkeld.

36 De wetgever stelt dat de regeling eveneens overeenstemt met wat geldt voor de verpanding van toekomstige vorderingen met mededeling aan de schuldenaar. TK 2003–2004, 28 898, nr. 5, p. 8. Dit lijkt mij onjuist. Openbare verpanding van toekomstige vorderingen is mogelijk mits aan de hand van de pandakte, eventueel achteraf, kan worden vastgesteld om welke vorderingen het gaat.

37 TK 2003–2004, 28 898, nr. 5, p. 8.

38 Artikel 6:36 BW.

39 Artikel 182 Faillissementswet.

kan duren.⁴⁰ De situatie is nog zorgelijker indien de debiteur vlak vóór het faillissement van de cedent de vordering aan de cedent betaalt. In dat geval brengt de gelijkheid van schuldeisers met zich dat de cessionaris alleen een concurrente vordering heeft in het faillissement.

Hoewel de cessionaris door de stille cessie recht-hebbende van de gecedeerde vorderingen wordt, dient er rekening mee te worden gehouden dat de cessionaris niet bevoegd is de vordering te verrekenen met enige verplichting die hij heeft jegens de debiteur vóórdat mededeling aan de debiteur heeft plaatsgevonden. Totdat mededeling heeft plaatsgevonden, kan de debiteur zijn vordering verrekenen met hetgeen zij van de cedent te vorderen heeft, mits uiteraard de voorwaarden voor verrekening zijn vervuld.⁴¹ Na mededeling kan de debiteur zijn tegenvordering op de cedent verrekenen, mits de tegenvordering voortvloeit uit dezelfde rechtsverhouding als de vordering welke is gecedeerd, of wanneer die tegenvordering reeds vóór de mededeling aan de debiteur is opgekomen en opeisbaar is geworden (zie artikel 6:130 BW). Dit betekent dat ook bij stille cessie het moment van mededeling en niet het moment van levering beslissend is voor de vraag of al dan niet verrekend kan worden.⁴²

Nog een laatste opmerking over de laatste zinsede van het nieuwe lid 3. De tekst is bij gewijzigd voorstel van wet ingevoegd naar aanleiding van eerder verschenen kritiek over de bescherming van de cessionaris tegen eerdere cessies. Op basis van de huidige wettekst dient de cessionaris op twee momenten te goeder trouw te zijn om bescherming te genieten tegen eerdere stille cessies: op het moment van het passeren of registratie van de (respectievelijk authentieke en notariële) akte en op het moment van mededeling aan de debiteur.

De toepasbaarheid van de stille cessie in de praktijk

Wat zijn de gevolgen voor de juridische structuur indien de stille cessie in securitisatietransacties wordt toegepast? Beantwoordt de wetswijziging aan de doelstellingen die eraan ten grondslag liggen, zoals het voorkómen van ingewikkelde constructies met

als enig doel het mededelingsvereiste te vermijden en het verbeteren van de concurrentiepositie van de financiële marktsector?

De praktijk voorafgaand aan de stille cessie

Zoals ook door de wetgever wordt bevestigd, werd tot 1 oktober 2004 – en wordt tot op heden om verschillende redenen nog steeds (zie hierna) – in de praktijk gewerkt met een structuur waarbij in beginsel geen mededeling van de cessie aan de debiteuren plaatsvond. De structuur houdt in dat de vorderingen in eerste instantie uitsluitend economisch worden overgedragen aan de SPV. Tot het moment waarop aan de debiteuren mededeling wordt gedaan van de cessie blijft de vervreemder, zijnde de Originator, de rechthebbende van de vorderingen. De SPV heeft als economisch gerechtigde uitsluitend een contractueel recht jegens de Originator op bijvoorbeeld de rente en aflossing uit hoofde van de vorderingen. In de documentatie wordt overeengekomen dat mededeling plaatsvindt indien zich bepaalde omstandigheden voordoen die samenhangen met een verslechtering van de financiële positie van de Originator (de zogenoemde (assignment) notification events). Pas op het moment van deze mededeling vindt levering van de vorderingen plaats en gaan de vorderingen tot het vermogen van de SPV behoren (de zogenoemde uitgestelde cessie). Ná het faillissement van de Originator ontbeert de mededeling dit effect. Levering is niet meer mogelijk hetgeen betekent dat elke door de debiteuren van de vorderingen verschuldigde betaling in de failliete boedel van de Originator valt en de SPV geen rechthebbende wordt van deze vorderingen.

Om de SPV tegen dergelijke gevaren te beschermen wordt de structuur in de praktijk aangevuld met een stil pandrecht dat gevestigd wordt op de vorderingen. Omdat het pandrecht niet gevestigd kan worden tot zekerheid voor de nakoming van de leveringshandeling zelf⁴³, strekt het pandrecht tot zekerheid voor de betaling van een boete die de Originator aan de SPV verschuldigd is, indien op enig moment levering van de vorderingen niet meer mogelijk is doordat bijvoorbeeld de Originator faillieert. De boete is gelijk aan het bedrag dat noodzakelijk is om alle negatieve effecten van het feit dat de

40 Hiermee wordt hetzelfde resultaat bereikt als dat van de stil-pandhouder in geval van een stille verpanding. Zie Hoge Raad 17 maart 1885, NJ 1996, 471 (CLBN/Mulder).

41 Artikel 6:127 BW.

42 TK 2003–2003, 28 878, nr. 5, p. 11–12.

43 Artikel 3:227 BW bepaalt dat een pandrecht uitsluitend gevestigd kan worden voor de betaling van een geldsom.

SPV geen rechthebbende is geworden van de vorderingen te elimineren, en zal in ieder geval gelijk zijn aan de totale uitstaande hoofdsom van de vorderingen vermeerderd met opgebouwde maar niet aan de SPV uitbetaalde rente.

Rechthebbende versus pandhouder

De positie van de SPV⁴⁴ als pandhouder van de vorderingen kan niet geheel gelijk worden gesteld met die van rechthebbende van de vorderingen. In de hoedanigheid van pandhouder is de SPV separatist en kan de SPV zijn rechten uitoefenen alsof er geen faillissement was van de vervreemder.⁴⁵ Maar, anders dan een rechthebbende, kan de SPV geconfronteerd worden met een afkoelingsperiode van vier maanden, gedurende welke periode de SPV zijn rechten als pandhouder niet kan uitoefenen en kan de SPV verplicht worden zijn rechten als separatist uit te oefenen binnen een door de curator gestelde termijn (lees verkoop van de activa).⁴⁶ Daarnaast zal de SPV eventuele bedragen die ná het faillissement maar vóór mededeling van het pandrecht door de debiteur aan de Originator zijn voldaan niet in haar geheel ontvangen. Hoewel de SPV zijn vordering met voorrang kan verhalen, dient de SPV mee te betalen aan de algemene faillissementskosten en zal het resterende bedrag pas worden voldaan nadat de slotuitdelingslijst verbindend is geworden.⁴⁷

De praktijk ná invoering van de stille cessie

Toepassing van de stille cessie zal enige wijziging van de structuur van een securitisatie met zich brengen. Omdat de SPV rechthebbende wordt van de vorderingen op het moment van ondertekening of registratie van de akte, dus op het moment dat de transactie wordt aangegaan, is er niet langer de noodzaak om de SPV te beschermen in de situatie dat levering van de vorderingen niet meer kan plaatsvinden door mededeling aan de debiteur. Zoals in het geval van faillissement van de Originator. Mededeling blijft, zoals aangegeven, echter vereist om te bewerkstelligen dat de debiteuren uitsluitend bevrijdend aan de SPV kunnen betalen. Deze mededeling kan ook na faillissement geldig worden gedaan. Wel moet voorkomen worden dat tussen faillissement en mededeling betalingen worden verricht omdat der-

gelijke betalingen in de failliete boedel van de Originator zullen vallen. Ook onder de nieuwe regeling blijft mededeling derhalve noodzakelijk nadat zich de in de bestaande transacties reeds geformuleerde notification events hebben voorgedaan. Hoewel het risico niet kan worden uitgesloten dat een debiteur na faillissement toch bevrijdend aan de cedent betaalt, ondervindt de SPV bij toepassing van de stille cessie niet de nadelen die hij als pandhouder ondervindt bij een uitgestelde cessie indien mededeling van de cessie niet vóór faillissement heeft plaatsgevonden. De SPV is vanaf het moment van mededeling zeker van zijn inningsbevoegdheid. Ook indien mededeling ná faillissement geschiedt. Voor de bedragen die vóór het faillissement van de Originator en vóór mededeling van de stille cessie door de debiteur aan de Originator bevrijdend zijn betaald en die niet tijdig – dus vóór een faillissement – aan de SPV zijn overgemaakt, biedt de stille cessie geen soelaas. Zoals aangegeven kan de SPV voor deze bedragen slechts een concurrente vordering indienen in het faillissement van de Originator.

Een ander voordeel van de stille cessiestructuur is dat de SPV nu als rechthebbende van de vorderingen de mogelijkheid heeft de vorderingen tot zekerheid van zijn verplichtingen aan de Noteholders te verpanden. Een door de Originator gevestigd derden pandrecht ten gunste van de security trustee met de daaraan verbonden onzekerheid over mogelijke pauliana- of ultra virus- (doeloverschrijding) vraagstukken behoort daarmee in beginsel tot het verleden.

Een punt dat door de wetgever onbeantwoord is gelaten, is of de pandhouder van de stil gecedeerde vordering na mededeling van het pandrecht (ex artikel 3:246 BW) inningsbevoegd wordt. Hiermee zou de merkwaardige situatie ontstaan dat, nu mededeling van de stille cessie nog niet heeft plaatsgevonden, de cessionaris niet maar de pandhouder wel inningsbevoegd zou zijn. Teneinde complicaties te voorkomen zal er op moeten worden toegezien dat mededeling van de stille cessie geschiedt vóórdat mededeling van het pandrecht plaatsvindt. Een en ander kan uiteraard zo worden gestructureerd dat beide mededelingen door de pandhouder kunnen worden verricht.

44 Ik laat hier verder de positie van de security trustee als pandhouder buiten beschouwing. Hiervoor geldt *mutatus mutandis* hetzelfde.

45 Artikel 57 Faillissementswet.

46 Artikelen 63a en 58 Faillissementswet.

47 Zie HR 17 februari 1996, NJ 1886, 471 (Mulder q.q./CLBN).

De stille cessie lijkt aan de wensen in de praktijk tegemoet te komen. De SPV wordt op het moment van het aangaan van de transacties rechthebbende van de vorderingen en ingewikkelde constructies kunnen achterwege gelaten worden voorzover die beogen de belangen van de SPV te beschermen tegen het risico dat deze gerechtigdheid niet (op tijd) overgaat. Mededeling aan de debiteur blijft echter vereist indien het niet langer wenselijk is dat de inningsbevoegdheid berust bij de Originator. Daarnaast zal het onder omstandigheden noodzakelijk zijn een nieuwe authentieke akte te laten passeren of onderhandse akte te (laten) registreren om de overdracht van additionele vorderingen aan de SPV te bewerkstelligen. Dat de Originator in beginsel zonder mededeling inningsbevoegd blijft, behoeft voor de huidige praktijk geen probleem te zijn. Tot 1 oktober 2004 werd het mededelingsvereiste juist mede vanwege commerciële redenen onwenselijk geacht en bleef de Originator mede om die reden de vorderingen in de hoedanigheid van Servicer beheren. De stille cessie sluit bij deze praktijk aan.

Is alles hiermee koek en ei? Helaas (nog) niet. De securitisatiepraktijk heeft te maken met andere problemen die samenhangen met de overdracht van vorderingen en die door de introductie van de stille cessie niet zijn opgelost.

RMBS-transacties

In de securitisatiepraktijk domineren op Europees en nationaal niveau de zogenoemde RMBS (residential mortgage-backed securities)-transacties.⁴⁸ Onderwerp van deze securitisatie zijn de vorderingen uit de aan particuliere klanten verstrekte hypothecaire geldleningen voor de aankoop en/of verbetering van woningen.

De bankhypothec

In Nederland wordt door het overgrote deel van de verstrekkers van hypothecaire geldleningen voor particuliere woningen de door de debiteur te verstrekken hypothec zodanig opgesteld dat het hypothecrecht niet alleen strekt tot zekerheid van de verplichtingen uit hoofde van de verstrekte lening voor de aankoop of verbetering van het huis, maar eveneens voor al hetgeen de geldgever nu en in de toekomst uit welke hoofde dan ook van de schuldenaar te vorderen heeft of zal hebben. Dit type hypothec staat bekend als de zogenoemde bankhypothec.⁴⁹ Hoewel de terminologie ruim is en er velerlei vorderingen onder vallen, waaronder vorderingen waaraan geen overeenkomst ten grondslag ligt zoals vorderingen uit onrechtmatige daad, staat al geruime tijd vast dat ook deze hypothec voldoet aan het vereiste dat de vordering in de akte voldoende bepaalbaar is.⁵⁰ Een in het kader van een securitisatie belangrijke vraag is of de bankhypothec bij overdracht van de vordering uit hoofde van de hypothecaire geldlening mee overgaat. In de literatuur is aan deze vraag veel aandacht besteed.⁵¹ Tot op heden lopen de meningen uiteen.⁵²

Een recht van hypothec is een afhankelijk recht en een nevenrecht. Dit houdt in dat het recht van hypothec zodanig is verbonden aan een vorderingsrecht, dat het geen zelfstandig bestaan kan leiden.⁵³ Het hypothecrecht volgt in beginsel geheel of gedeeltelijk de vordering tot zekerheid waarvan zij strekt bij overgang daarvan.⁵⁴ Maar geldt dit nu ook voor een bankhypothec? Het is lange tijd de heersende leer geweest dat dit bij overdracht van de door de bankhypothec gedekte vordering niet zo was. Deze visie staat, zeker recentelijk, in toenemende mate onder druk en er is een tendens zichtbaar in de

48 Per 29 juli 2005 komt 54% (€ 61.9 miljard) voor rekening van RMBS-transacties. Bron: Deutsche Bank Global Markets Research. Zie ook www.isr-e.com.

49 De wet voorziet in deze mogelijkheid ex artikel 3:231 lid 1 BW.

50 Dit was reeds onder het BW (oud) vaste jurisprudentie, zie o.a. HR 30 januari 1053, NJ 1953, 578 (Doyer & Kalf/Bouman).

51 Zie de bijdrage van W. Ruys, 'Securitisatie en bankhypotheken: problemen en mogelijke oplossingen', p. 511-524 en de in voetnoot 6 aangehaalde literatuur en L. Timmerman, 'Bankhypothec en afhankelijkheid', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar nieuw Burgerlijk recht* 2002, p. 409-423, alsmede de daar aangehaalde literatuur. Zie ook: M.G. van 't Westeinde, 'De overgangsprikelen van een Bankhypothec' (I), *WPNR* 1999, p. 689-692; M.G. van 't Westeinde, 'De overgangsprikelen van een Bankhypothec' (II), *WPNR* 1999, p. 701-706.

52 Hetgeen nog eens goed naar voren kwam tijdens een paneldiscussie tijdens het Securitisatie-congres van het Institute for International Research, d.d. 27 en 28 juni 2005, te Amsterdam.

53 Artikel 3:7 BW.

54 Artikelen 3:82 BW en 6:142 BW.

55 HR 16 september 1988, NJ 1989, 10 (Onderdrecht/FGH en PHP). In dit arrest is in feite het arrest van 14 april 1927, NJ 1927, 764 (Bodengravensche Bank) bevestigd, waarin de Hoge Raad tot het oordeel kwam dat de bankborgtocht niet mee overging, hoewel dat onder omstandigheden anders kon zijn. Deze andere omstandigheden deden zich in die zaak niet voor.

literatuur en in de praktijk dat ook een bankhypotheek de vordering tot zekerheid waarvan zij strekt geheel of gedeeltelijk bij overgang volgt.

Beide visies worden gebaseerd op dezelfde uitspraak van de Hoge Raad over deze materie van al weer ruim vijftien jaar geleden.⁵⁵ Het betrof de cessie van een tweetal door een bankhypotheek gedekte vorderingen. De kredietrelatie was reeds vóór de cessie door de geldverstrekker door middel van opzegging beëindigd. Eveneens stond door het faillissement van de geldnemer (Balkema) vast dat er geen nieuwe vorderingen meer zouden kunnen ontstaan. Het hof oordeelde dat tegen deze achtergrond, nu vaststond voor welke vorderingen het hypotheekrecht tot zekerheid strekte, er niets aan in de weg stond dat het hypotheekrecht de overgedragen vorderingen volgde. Voor de aanhangers van de ‘traditionele leer’ onderschrijft deze overweging hun stelling dat een bankhypotheek uitsluitend meegaat indien de persoonlijke (bancaire) relatie tot een einde is gekomen op een wijze waarbij het op voorhand vaststaat dat er na de cessie van de vorderingen geen vorderingen van de cedent op de geldnemer meer kunnen ontstaan. Het cassatiemiddel faalt. De Hoge Raad overweegt⁵⁶:

‘De vraag of de omschrijving van de bestaande en toekomstige vorderingen waarvoor een hypotheek tot zekerheid zal strekken, meebrengt dat de hypotheek – in weerwil van de hoofdregel dat zij als afhankelijk recht mee overgaat met de vorderingen waaraan zij is verbonden – uitsluitend en dus ook in geval van cessie toekomt aan degene ten behoeve van wie zij is gevestigd, is in beginsel een kwestie van uitleg van die omschrijving, zoals deze in de hypotheekakte is opgenomen.’

Onder verwijzing naar deze overweging wordt de visie verdedigd dat ook indien de bancaire relatie niet is beëindigd en er nog nieuwe vorderingen kunnen ontstaan, een bankhypotheek met de overgedragen vorderingen mee overgaat. In de geciteerde overweging neemt de Hoge Raad de bewoording van de hypotheekakte als uitgangspunt. Er bestaat discussie

over hoe dit uitgangspunt geïnterpreteerd dient te worden. Vereist dit dat de bedoeling van partijen expliciet in de akte is verwoord en de hypotheekakte bepaalt dat het hypotheekrecht volgt bij een gedeeltelijke overdracht van de vorderingen welke het hypotheekrecht beoogt te secureren? Of volgt een bankhypotheek in beginsel altijd de overgedragen vordering bij cessie, tenzij het tegendeel uit de akte blijkt?⁵⁷ Indien deze laatste visie juist is, ging in de Balkema-zaak de bankhypotheek met de gecedeerde vorderingen mee over nu deze mogelijkheid daartoe niet in de akte was uitgesloten. De Hoge Raad komt tot dezelfde conclusie maar legt daaraan mede een andere overweging ten grondslag. De Hoge Raad acht het oordeel van het hof juist in de door het hof geschetste omstandigheden (einde kredietrelatie/-geen nieuwe vorderingen). In het licht van deze overweging kunnen deze omstandigheden niet worden genegeerd indien de hoofdregel niet kan worden toegepast en de bedoeling van partijen niet expliciet uit de akte of enig ander document blijkt. Om deze reden kan de visie dat een bankhypotheek in beginsel altijd de overgedragen vordering bij cessie, tenzij het tegendeel uit de akte blijkt, mijns inziens dan ook niet op het Balkema-arrest worden gebaseerd. Hiermee is uiteraard niet gezegd dat de Hoge Raad, om haar moverende redenen – waaronder wellicht de druk uit de financiële markt – uiteindelijk niet tot een ander oordeel kan komen. Indien dan alsnog zal komen vast te staan dat een bankhypotheek te allen tijde (pro rata) de overgedragen vorderingen volgt, ook indien de bedoeling van partijen niet expliciet kenbaar is, zal dit oordeel door de (Nederlandse) financiële markt met enthousiasme worden ontvangen.

Welke visie is juist? Ondanks de in de literatuur verdedigde standpunten en aangevoerde argumenten bestaat hierover nog steeds geen zekerheid. De kwestie is in ieder geval na het Balkema-arrest niet door de Hoge Raad getoetst.

Stille cessie en ‘traditionele’ leer

Indien de ‘traditionele’ leer de juiste is, moet worden geconcludeerd dat toepassing van de stille cessie

56 Rechtsoverweging 3.2.

57 In de Balkema-zaak waren er geen feiten (gesteld noch gebleken) waaruit kon worden afgeleid of partijen hadden beoogd dat de hypotheek slechts tot zekerheid strekte voor de hypotheeknemer.

58 Artikel 3:81 lid 2 (d) BW. De bevoegdheid tot opzegging moet in de hypotheekakte zijn verleend. Overigens voorziet de wet in opzegging van een beperkt recht en niet in gedeeltelijke opzegging. In de literatuur wordt aangenomen dat gedeeltelijke opzegging ook mogelijk is. Zie W. Ruys, *Securitisations*, t.a.p., p. 518 en de in voetnoot 21 aangehaalde literatuur. Indien de akte niet in het recht tot opzegging voorziet, kan het hypotheekrecht worden beëindigd door middel van het doen van afstand. Ex artikel 3:98 BW vereist dit een notariële akte. Dit werkt niet alleen kostenverhogend, maar kan ook een tijdsprobleem met zich brengen omdat de medewerking van de debiteur is vereist.

voor de Originator ongewenst kan zijn. Bij toepassing van stille cessie worden de vorderingen op het moment van het aangaan van de transactie geleverd. Op dat moment dient het hypotheekrecht de te cederen vorderingen te volgen. Indien de bankhypotheek zich hiertegen verzet, zal het hypotheekrecht dusdanig gestructureerd dienen te worden dat het wel de over te dragen vordering volgt. Dit kan worden bereikt door de Originator vóór de overdracht van de vorderingen aan de SPV het hypotheekrecht op te laten zeggen voorzover het strekt tot zekerheid van andere dan de in het kader van de securitisatie aan de SPV over te dragen vorderingen.⁵⁸ Na opzegging staat vast tot zekerheid van welke vorderingen het hypotheekrecht strekt en volgt zij de over te dragen vorderingen. Gedeeltelijke opzegging van de bankhypotheek op het moment van het aangaan van de transactie is echter veelal niet wenselijk. Het vereist dat de debiteuren alsnog over de transactie worden geïnformeerd, terwijl het voorkomen van het doen van een dergelijke mededeling aan de wetswijziging ten grondslag ligt en in de praktijk als een van de voornaamste bezwaren heeft te gelden. Daarnaast brengt opzegging met zich dat de Originator afstand moet doen van zijn toegekende zekerheidsrechten. Nog afgezien van de vraag of deze rechtshandeling door derden vernietigbaar is⁵⁹, brengt dit een verhoging van kosten met zich omdat nieuwe zekerheden gevestigd zullen moeten worden voor eventuele na de overdracht aan de debiteur verstrekte leningen.⁶⁰

Stille cessie en (pro rata) overgang

Indien daarentegen vast zou staan dat het hypotheekrecht, ook indien sprake is van een bankhypotheek, de overgedragen vordering volgt, kunnen verdere (kunstmatige) ingrepen achterwege gelaten worden. Sinds 1 oktober 2004 zijn er enkele RMBS transacties geweest waar de stille cessie is toegepast bij

door een bankhypotheek gedekte vorderingen.⁶¹ In het kader van de securitisatie heeft levering met inachtneming van artikel 3:94 lid 3 BW plaatsgevonden. Uitsluitend indien de financiële positie van de Originator daartoe aanleiding geeft, zal mededeling aan de debiteuren plaatsvinden om te bereiken dat uitsluitend de SPV rechtsgeldig de vorderingen kan innen. In deze transacties bevatten de betreffende (bank)hypotheekakten een clause waarin de bedoeling van partijen duidelijk is verwoord in die zin dat het hypotheekrecht bij (gedeeltelijke) overdracht van de vordering mee overgaat. Voor Originators die hypotheekakten hanteren waarin een dergelijke clause niet is opgenomen, blijft de onzekerheid echter mede⁶² redenen om ook ná 1 oktober 2004 de oude structuur met uitgestelde cessie toe te passen⁶³: de vorderingen worden slechts economisch overgedragen en voltooiing van de levering door mededeling of (sinds 1 oktober 2004) registratie van de akte bij de belastingdienst vindt uitsluitend plaats indien de zogenoemde assignment notification events zich voordoen. Bij toepassing van deze structuur kan de bankhypotheek bij het aangaan van de transactie ongemoeid worden gelaten. Wel rust op de Originator de verplichting om indien tot mededeling (of registratie) moet worden overgegaan eerst het hypotheekrecht op te zeggen voorzover de zekerheid strekt voor andere vorderingen dan de in het kader van de securitisatie overgedragen vorderingen.

Voor de ratings noch de verhandelbaarheid van de uitgegeven effecten lijkt de keuze voor toepassing van de (nieuwe) stille cessie of de (oude) uitgestelde cessie relevant. De toepassing van de stille cessie heeft vanuit praktisch oogpunt de voorkeur. Andere civiel- of fiscaalrechtelijke onzekerheden kunnen daadwerkelijke toepassing echter in de weg staan.⁶⁴ De markt is bekend met de uitgestelde cessiestructuur en de

59 In beginsel wordt onverplicht afstand gedaan van het zekerheidsrecht waardoor de gevaren van de pauliana op de loer liggen. Zie artikel 3:45 BW en artikel 45 Faillissementswet.

60 Deze kunnen uit dezelfde hypothecaire lening voortvloeien zoals de zogenoemde further advances zoals verhoogde inschrijvingen en heropnames. Het kunnen ook nieuwe leningen zijn die aan een debiteur worden verstrekt en waar mogelijk de (voormalige) bankhypotheek als zekerheid kon dienen.

61 Zie Darts Finance B.V. d.d. 1 november 2004 en Candide Finance 2005 B.V. d.d. 17 mei 2005.

62 Een andere oorzaak kan gelegen zijn in fiscale redenen, zoals het risico dat bij levering fiscaal afgerekend moet worden over een eventuele meerwaarde op de portefeuille. Dit kan spelen indien de portefeuille wordt verkocht tegen een totale koopsom die hoger is dan de fiscale boekwaarde.

63 Dit geldt voor de meeste transacties van ná 1 oktober 2004, zoals o.a. SAECURE 5 B.V., STORM 2004-II B.V., STORM 2005 B.V., Holland Mortgage Backed Series (Hermes) IX B.V., Arena 2005-1 B.V., E-mac NL 2005-I B.V., E-mac NL 2005-NHG B.V., Dutch MBS XII B.V., STRONG 2005 B.V. en Sound I B.V.

64 Zo ook de toepasselijkheid van titel 7 van boek 3 BW in geval een gemeenschappelijk zekerheidsrecht ontstaat tussen de Originator en de SPV. Zie hierover o.a.: L. Timmerman, 'Bankhypotheek en Afhankelijkheid', t.a.p., p. 416-423.

daaraan verbonden risico's. Deze zijn inmiddels geaccepteerd. De door de wetgever als ingewikkelde constructies aangeduide structuren om mededeling te voorkomen zijn inmiddels in een kleine tien jaar 'standard practice' geworden in de Nederlandse RMBS-markt. Of de wetwijziging voor Nederlandse RMBS-transacties het beoogde resultaat met zich brengt, valt derhalve te bezien.

Waar de wetgever naar securitisatie-transacties verwijst lijken hem uitsluitend de RMBS-transacties voor ogen te hebben gestaan. Zoals aangegeven kan elke uit (financiële) activa voortvloeiende cashflow in verhandelbare schuldtitels worden omgezet. Het is de vraag of de wetwijziging voor securitisatie-transacties, waarbij andere vorderingen dan woninghypotheken worden gesecuritiseerd, een verbetering ten opzichte van de situatie van vóór 1 oktober 2004 met zich brengt.

CMBS-transacties

Recentelijk hebben in Nederland twee CMBS (commercial mortgage-backed securities)-transacties plaatsgevonden.⁶⁵ CMBS-transacties kunnen op verschillende wijze gestructureerd worden. Het uitgangspunt blijft echter hetzelfde: uit (financiële) activa voortvloeiende vorderingen worden omgezet in verhandelbare schuldtitels. Hét verschil in naam (residential versus commercial) is erin gelegen dat de geldlening niet aan particuliere debiteuren wordt verstrekt teneinde de eigen (privé-)woning te financieren maar aan (veelal) professionele marktpartijen die daarmee de aankoop van commercieel onroerend goed financieren. Het is dan ook met name een financieringstechniek voor vastgoedondernemingen die de methode van een securitisatie aanwenden om, naast andere motieven, financiering uit de kapitaal-

markt aan te trekken in plaats van door middel van een (normale) banklening. Het commerciële vastgoed en de huuropbrengsten die daaruit worden gegenereerd strekken hierbij tot zekerheid voor de nakoming van de betalingsverplichtingen jegens de SPV en daarmee indirect, via de security trustee, voor de verplichtingen van de SPV jegens de Noteholders uit hoofde van de uitgegeven effecten. Het type activa – commercieel vastgoed – en de daarbij behorende financiering brengt weer andere verschillen met zich die uiteindelijk in de transactiestructuur moeten worden vertaald.⁶⁶ Dit type transactie, dat in de eerste vier maanden van 2005 op Europees niveau een volume had gelijk aan het totale volume in 2004 en thans geschat wordt op jaarbasis circa € 32 miljard te zullen gaan bedragen⁶⁷, wordt algemeen gezien als het type transactie dat ook in Nederland in aantal zal toenemen.

De wetwijziging heeft op deze transacties géén wezenlijke invloed. Veelal is het de leningnemer of een daaraan verbonden groepsmaatschappij die, al dan niet in samenwerking met een bestaande financier van de onderneming, de CMBS-transactie initieert.⁶⁸ Daarnaast is ten opzichte van bijvoorbeeld een RMBS-transactie het aantal debiteuren zeer gering en is ook het type debiteur anders. Commerciële vastgoedmaatschappijen zijn met de gewoonten in en behoeften van de financiële markt bekend. De (mogelijke) voordelen van een securitisatie zijn voor hen een gegeven. Voorzover de debiteur bij het aantrekken van vastgoedfinanciering niet al zijn toestemming heeft verleend en medewerking heeft toegezegd om de lening te herfinancieren door middel van een securitisatie of anderszins⁶⁹, vormt een mededelingsvereiste geen obstakel. Dit neemt uiteraard niet weg dat wetwijziging ook hier de praktijk kan faciliteren en om die reden als positief wordt ervaren.

65 Op 21 december 2004 de uitgifte door KFN Office Finance 1 B.V. van € 450 miljoen AAA CMBS Notes met een maximale looptijd tot 2016 met als zekerheid 71 Nederlandse kantoorpanden met een gezamenlijke waarde van € 874 miljoen. Op 17 mei 2005 de uitgifte door Opera Finance (Uni-Invest) B.V. van circa € 1 miljard CMBS Notes waarvan € 656 miljoen AAA Senior Class A Notes met een maximale looptijd tot 2012 met als zekerheid 320 kantoorpanden met een getaxeerde marktaande van € 1.153 miljoen.

66 Het valt buiten het bestek van dit artikel om een CMBS-transactie te bespreken maar te denken valt aan de meer stringente eisen aan de samenstelling van de activa die uiteindelijk tot zekerheid dienen voor de investeerders en welke voortvloeien uit het feit dat er mogelijk slechts enkele debiteuren zijn of misschien zelfs maar één debiteur met slechts enkele onroerende zaken van enkele tientallen miljoenen.

67 Gerelateerd aan de RMBS-transacties: in het 3e kwartaal van 2004 bedroeg het aantal CMBS-transacties ongeveer 10% van de totale mortgage-backed securities (MBS). Bron: ESF Securitisation Data report, najaar 2004.

68 Zo was in de KFN-transactie een speciaal daartoe door KFN Holding N.V. opgerichte dochtervennootschap degene aan wie door de issuer een lening werd verstrekt. Bij Opera Finance was Uni-Invest B.V. zelf de Borrower.

69 Zo zal het noodzakelijk zijn dat de debiteur zijn medewerking verleent aan, bijvoorbeeld, een due diligence naar het vastgoed. Zie ook voetnoot 65.

70 Athlon Securitisation B.V. en Athlon Securitisation 2005 B.V. In deze transacties is de restwaarde van de auto's in de securitisatie meegenomen. Een unicum in Europa.

Lease Receivables

Een securitisatie kan ook plaatsvinden zonder dat een hypotheekrecht strekt tot zekerheid van de aan de SPV overgedragen vorderingen (mortgage-backed). Voorzover de vorderingen wel op andere wijze door activa worden gedekt spreekt men van asset backed securities. Een voorbeeld is de securitisatie van operationele (car) lease vorderingen, waarvan in Nederland tot op heden twee transacties het daglicht hebben gezien.⁷⁰ Zoals het Financieele Dagblad kopte: 'Lease auto's rijden zuiniger op een AAA-rating'.⁷¹ Het geringe aantal transacties in Nederland waarbij huur- of operationele leasevorderingen worden gesecuritiseerd, houdt geen verband met de Nederlandse cessiewetgeving. Cessie bij voorbaat van toekomstige vorderingen is mogelijk. Dit was reeds zo vóór 1 oktober 2004.⁷² Wel is de cessie beperkt tot reeds bekende debiteuren.⁷³ Nu dit laatste in het kader van een securitisatie geen probleem behoeft te zijn, lijkt de weg geplaveid voor dit type transacties. Het tegendeel is echter waar. Het obstakel wordt gevormd door artikel 35 lid 2 van de Faillissementswet en de daarover gewezen arresten van de Hoge Raad.

Artikel 35 lid 2 Faillissementswet bepaalt, kort gezegd, dat goederen die op de dag van faillietverklaring van de cedent nog toekomstig zijn, bij hun ontstaan in de faillissementsboedel vallen. Dit brengt de vraag met zich welke vorderingen als toekomstig gekwalificeerd moeten worden.⁷⁴ In het arrest WUH/Emmerig q.q. (HR 39 januari 1987, NJ 1987, 530, m.nt. G) concludeert de Hoge Raad dat vorderingen uit hoofde van een huurovereenkomst niet voldoen aan de door de Hoge Raad gegeven omschrijving van nog niet opeisbare bestaande vorderingen.⁷⁵ Volgens de Hoge Raad kunnen huurvorderingen niet geacht worden te zijn ontstaan op het tijdstip waarop de huurovereenkomst (al dan niet voor bepaalde tijd) tot stand komt, omdat het ont-

staan van deze vordering afhankelijk is van, in de betreffende zaak, onder andere het verschaffen van huurgenot.⁷⁶

Indien de wetgever daadwerkelijk de concurrentie van de Nederlandse financiële praktijk ten opzichte van de ons omringende landen wenst te verbeteren, heeft hij zijn kans laten liggen door zich niet (in voor de praktijk gunstige zin) uit te spreken over de toekomstige vorderingenproblematiek. Want dat Nederland op dit punt volledig uit de pas loopt, dat staat vast.⁷⁷

Naast de asset-backed-transacties, waarbij tot zekerheid van de onderliggende activa (de gesecuritiseerde vorderingen) een zekerheidsrecht is gevestigd, bestaan er securitisatie-transacties waar de te securitiseren vorderingen niet door een zekerheidsrecht zijn gedekt en deze vorderingen uitsluitend zelf als zekerheid strekken voor de verplichtingen van de Originator jegens de SPV en indirect de Noteholders. Een voorbeeld is de securitisatie van credit card vorderingen of consumentenkredieten waar geen pandrecht of hypotheekrecht is verstrekt.⁷⁸ Bij dergelijke transacties, waar wel sprake kan zijn van cessie maar de hiervoor gesignaleerde bankhypotheek-problematiek niet speelt, biedt het schrappen van het mededelingsvereiste zeker voordelen. Al blijft het noodzakelijk de financiële positie van de Originator te blijven monitoren teneinde te voorkomen dat de debiteur bevrijdend aan de Originator betaalt en de SPV moet afwachten wat, na aftrek van de kosten, van zijn vordering resteert.

Factoring

Heeft de wetswijziging voor factoring het beoogde resultaat? Het juridische verschil tussen factoring (met bevoorschotting) en een securitisatie van credit card vorderingen is gering en lijkt zich te beperken tot het feit dat bij factoring de factor zelf de

71 Zie *FD* d.d. 23 juni 2003.

72 Artikel 3:94 juncto 3:97 BW.

73 Ex artikel 3:94 (oud) BW omdat levering kon geschieden door mededeling hetgeen vereist dat de debiteur bekend is. Ex artikel 3:94 BW vanwege het vereiste dat de vordering dient voort te vloeien uit een reeds bestaande rechtsverhouding.

74 Deze vraag staat centraal in het preadvies uitgebracht voor de Vereniging voor Burgerlijk Recht, Cessie, van H.L.E. Verhagen en M.H.E. Rongen, Kluwer, 2000.

75 Het criterium van de Hoge Raad luidt: 'terstond bij het sluiten van een overeenkomst reeds hun bestaan aanvangende vorderingen onder opschortende voorwaarde of tijdsbepaling of tot terstond vaststaande periodieke betalingen'.

76 Nadien zijn nog enkele uitspraken geweest (HR 25 maart 1988, NJ 1989, 2000, m.nt. WMJ, Staal Bankiers/Ambags q.q). m.b.t. een vordering tot uitkering van de waarde van een maatschapsaandeel en (HR 5 januari 1990, NJ 1990, 325, Dubbeld/Laman) m.b.t. een contractuele boete waarin het eerdergenoemde criterium niet is afgezwakt.

77 Zie voor een rechtsvergelijkend overzicht o.a. Verhagen/Rongen, Preadvies, t.a.p.

78 Zie bijvoorbeeld 'KPN leent met onbetaalde nota', in het *NRC* d.d. 30 juni 2001. Zie ook in voetnoot 22 en 23.

koopprijs voor de vorderingen financiert en hierbij geen beroep doet op de kapitaalmarkt. Zoals hiervoor aangegeven zal het feit dat het mededelingsvereiste bij cessie voor de leveringshandeling is komen te vervallen in zijn algemeenheid als positief kunnen worden ervaren. Maar was de wetswijziging voor factoring (afgezien van het type factoring) ook noodzakelijk? Iedereen heeft wel eens een nota ontvangen van bijvoorbeeld de dokter of tandarts waarin onderin een regel is terug te vinden dat de betreffende vordering is gecedeerd. Anders dan bij securitisatietransacties leek de praktijk zich waar nodig bij het mededelingsvereiste voor cessie te hebben neergelegd. Anderzijds blijken factormaatschappijen zich, ook ná 1 oktober 2004, te bedienen van de mogelijkheid de vorderingen te verpanden en de pandlijsten bij de belastingdienst te registreren. Waar stille cessie wordt toegepast, geldt ten opzichte van de situatie van vóór 1 oktober 2004 het voordeel dat de factor geen kredietrisico loopt op de cedent. Nadeel blijft dat mededeling mogelijk toch moet plaatsvinden teneinde de inning door de factor veilig te stellen, met de daaraan verbonden risico's indien dit pas na het faillissement van de cedent geschiedt. Nadeel blijft eveneens dat op het moment van de stille cessie de debiteur bekend dient te zijn, de vordering moet voortvloeien uit een bestaande rechtsverhouding én de vordering niet als een toekomstige vordering mag kwalificeren. Daarnaast is een stille cessie niet kosteloos.⁷⁹ Gelet op het feit dat factoring zich kenmerkt door een doorlopende cessie van nieuwe vorderingen is het twijfelachtig of de nieuwe regeling ten opzichte van de situatie zoals die vóór 1 oktober 2004 bestond de voordelen heeft gebracht die de wetgever voor ogen hebben gestaan.

Hoewel in het kader 'baat het niet dan schaadt het niet', de nieuwe regeling geen kwaad doet, lijkt de bril van de wetgever ook hier iets meer roze te zijn geweest dan de situatie in de praktijk thans lijkt te rechtvaardigen.

Tot slot

De schrapping van het mededelingsvereiste bij cessie is een feit. De wijziging is gebaseerd op de behoeften van de (Nederlandse) financiële markt.

Indien partijen de juridische levering van de vordering wensen te bewerkstelligen hebben zij nu een keuze. Of mededeling doen aan de debiteur, óf de akte (laten) registreren bij de belastingdienst dan wel laten passeren door een notaris. In beginsel is de wijziging welkom. Of zij voldoende is om het gewenste resultaat te bereiken is echter niet gezegd. Afhankelijk van het type transactie zijn er bijkomende factoren, zoals de kwesties van de 'pro rata overgang van zekerheidsrechten' en fiscale redenen die, ondanks de wetswijziging, ertoe zullen leiden dat op de oude structuren zal blijven worden teruggevalen. Daarnaast zijn er structuren waar de wetswijziging geen oplossing biedt voor de juridische obstakels, zoals in het geval van de overdracht van toekomstige vorderingen ex artikel 35 lid 2 Faillissementswet. Indien de beoogde inhaalslag op de competitieve financiële markten gemaakt moet worden zullen ook deze juridische onzekerheden opgelost moeten worden. Daartoe is het overigens minder nuttig dat in een ontwerp-Richtlijn van de EU inzake consumentenkredieten⁸⁰ de Europese Commissie en het Europees Parlement hebben ingestemd met een wijziging van het (voormalige) artikel 14 inzake het recht van verrekening van de consument na cessie, die ertoe strekt dat mededeling van de cessie aan de debiteur is vereist. Of er goederenrechtelijke gevolgen zijn verbonden aan het al dan niet doen van de mededeling is niet duidelijk. Teneinde te voorkomen dat dit mededelingsvereiste ook geldt bij grootschalige cessie, zoals bij securitisaties, voert het European Securitisation Forum thans overleg met de Europese Commissie.⁸¹ Duidelijk is wel dat, indien de Richtlijn in zijn huidige vorm wordt aangenomen, Nederland gehouden is binnen afzienbare tijd het mededelingsvereiste bij cessie te herintroduceren. Ondanks de geschetste kanttekeningen is het niet te hopen dat de wetswijziging zo een kort leven beschoren is.

Mw. mr. K.E. Reuder is werkzaam bij Loyens & Loeff N.V. te Amsterdam.

⁷⁹ Zie artikel 3:94 lid 3 BW dat vereist het passeren van de akte door de notaris of registratie van akte bij de belastingdienst. Dit geldt uiteraard ook indien een stil pandrecht op de vorderingen wordt gevestigd.

⁸⁰ EU Directive betreffende de harmonisatie van wetten, regelgeving en administratieve procedures van de lidstaten in verband met consumentenkredieten en de herroeping van Directive 87/102/ES en wijziging van Directive 93/13/EC.

⁸¹ Zie ook de brief van ESF aan de Europese Commissie d.d. 17 juni 2005, te vinden op www.europeansecuritisation.com.