

## Alternatieve zekerheidsstructuren

### Inleiding

Indien een aantal banken, een *syndicaat*, een krediet verstrekt ten behoeve van een aantal rechtspersonen die organisatorisch met elkaar verbonden zijn, wordt veelal gesproken van een concernfinanciering. Een concernfinanciering wordt, in de meeste gevallen, zo gestructureerd dat ofwel alleen de moeder- of financieringsmaatschappij van het concern krediet van de banken aantrekt en zij vervolgens binnen het concern kredieten verstrekt aan haar dochtermaatschappijen, dan wel dat een aantal (of zelfs alle) vennootschappen binnen het concern zelf rechtstreeks van de banken krediet aantrekt.<sup>1</sup>

Bij concernfinancieringen is het gebruikelijk dat, tot zekerheid van de terugbetaling van hetgeen het concern aan het syndicaat verschuldigd is, alle concernvennootschappen zekerheid stellen ten gunste van het syndicaat. Dit geschiedt doordat alle concernonderdelen persoonlijke (garanties) en/of goederenrechtelijke zekerheden (pand- en hypotheekrechten) verstrekken. Veelal worden de zekerheden aan een van de banken van het syndicaat verstrekt, de zogenoemde *security of collateral agent*.

Indien de looptijd van de financieringsovereenkomst is verstreken of het concern de lopende financiering tegen betere voorwaarden door een ander syndicaat kan herfinancieren, zal de lopende financieringsovereenkomst worden beëindigd en zal het concern een nieuwe financieringsovereenkomst willen afsluiten. De in het kader van de lopende financieringsovereenkomst ten gunste van de banken verstrekte zekerheden zullen dan ook worden beëindigd en nieuwe zekerheden zullen worden gevestigd ten gunste van het nieuwe syndicaat. De kosten die gepaard gaan met het vervangen van het *security package*, kunnen substantieel zijn. Vandaar ook dat het voor kredietnemers aantrekkelijk kan zijn om te kijken naar structuren, waarbij het opnieuw vestigen van zekerheden kan worden voorkomen.

In deze bijdrage zal ik twee van dergelijke structuren belichten. De eerste structuur, de Indirecte Zekerheden Structuur, verdient de aandacht naar aanleiding van een recent arrest van de Hoge Raad.<sup>2</sup> De tweede structuur, de Flexibele Parallel Debt Structuur, staat los van voornoemd arrest.

### Rabobank/Stormpolder

In dit arrest stond de vraag centraal of een beslaglegger het door de derde-beslagene voor diens schuld aan de beslagdebiteur ten gunste van de beslagdebiteur gevestigde hypo-

theekrecht kan uitoefenen. Rechtbank, hof en advocaat-generaal (A-G) hebben deze vraag ontkennend beantwoord. In haar conclusie bij het arrest trekt A-G Wesseling-Van Gent een vergelijking tussen de hiervoor geformuleerde centrale vraag van het arrest en de verpanding van een door een zekerheidsrecht gedekte vordering, en de vraag of dit zekerheidsrecht van rechtswege overgaat op de pandhouder. In de literatuur is deze vraag door een meerderheid van schrijvers bevestigend beantwoord. De meeste schrijvers zien de verpanding van een vordering als een overdracht van bevoegdheden die deel uitmaken van het hoofdrecht, waarop artikel 3:82 en 6:142 BW van toepassing zijn.<sup>3</sup> Daarbij wordt aangenomen dat zekerheidsrechten verbonden aan de vordering zozeer verband houden met de inningsbevoegdheid van de pandhouder, dat moet worden aangenomen dat zij als nevenrecht zijn verbonden aan de bevoegdheden die overgaan op de pandhouder, en niet achterblijven bij de pandgever, de hoofdgerechtigde op de vordering. Hierbij dient onderscheid te worden gemaakt tussen een vast pandrecht en een bankpandrecht. Een vast pandrecht strekt tot zekerheid van betaling van een bepaalde vordering. Een bankpandrecht strekt tot zekerheid van al hetgeen de schuldeiser nu en in de toekomst van de schuldenaar te vorderen heeft. Bij een bankpandrecht doet zich het probleem voor dat niet zeker is of, bij overdracht van de door het bankpandrecht gedekte vordering, het pandrecht ook strekt tot zekerheid van de verkrijger van die vordering. Met andere woorden, de verkrijger van een door een bankpandrecht gedekte vordering krijgt wellicht niet het daaraan verbonden zekerheidsrecht.

De Hoge Raad oordeelt in rechtsoverweging 3.6 van zijn arrest dat de derdenbeslaglegger wiens beslag een vordering onder hypothecair verband heeft getroffen, profiteert van de aan de beslagen vordering verbonden hypothecaire voorrang boven andere schuldeisers die verhaal zoeken op het hypothecair verbonden registergoed.

Kortmann juicht de uitkomst van het arrest toe en gaat nader in op de door de A-G gemaakte vergelijking.<sup>4</sup> In afwijking van de in de literatuur heersende mening stelt Kortmann dat verpanding van een vordering niet moet worden gezien als een overdracht van (innings)bevoegdheden. Het feit dat op de vestiging van een beperkt recht op grond van artikel 3:98 BW de regels voor overdracht van overeenkomstige toepassing zijn, betekent volgens hem niet dat de vestiging van een pand- of hypotheekrecht met overdracht kan worden gelijkgesteld. Bij verpanding van een vordering waarvoor een recht van hypotheek is gevestigd, gaat de vordering

1. J.W. Winter, *Concernfinanciering*, Deventer: Kluwer 1992, p. 39-42.

2. HR 11 maart 2005, JOR 2005, 131 (Rabobank/Stormpolder).

3. Zie E.B. Rank-Berenschot, *Goederenrecht*, Deventer: Kluwer 2001, nr. 550, Asser-Mijnssen 3-I, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 2001, nr. 112 en A. Pitlo, W.H.M. Reehuis & A.H.T. Heisterkamp, *Goederenrecht*, Arnhem: Gouda Quint 2001, nr. 825.

4. Zie S.C.J.J. Kortmann, *Inning van andermans geseceureerde vordering*, TvI 2005, p. 67, en in zijn noot bij HR 11 maart 2005, JOR 2005, 131 (Rabobank/Stormpolder).

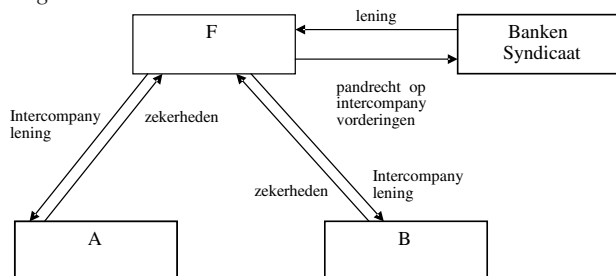
waarvan het hypotheekrecht afhankelijk is en waarbij het als nevenrecht behoort, niet over op de pandhouder. De pandhouder verkrijgt echter op grond van artikel 3:246 lid 1 BW (na mededeling) de bevoegdheid de vordering te innen. Volgens Kortmann heeft degene die bevoegd is om een vordering te innen, tevens de bevoegdheid tot uitwinning van een aan een vordering verbonden zekerheidsrecht. Dit zou betekenen dat niet van belang is of de vordering door een vast pandrecht of door een bankpandrecht is gedekt. Aldus speelt de hiervoor geschetste problematiek over de overdracht van een door een bankpandrecht gedekte vordering dan ook geen rol.

De Hoge Raad heeft als onderbouwing voor zijn beslissing nog overwogen dat het oordeel dat de beslaglegger niet zou kunnen profiteren van het hypotheekrecht, het niet te rechtvaardigen effect zou hebben dat de overige schuldeisers van de derde-beslagene bij de verdeling van de opbrengst van het verhypothekerde goed door het beslag zouden worden bevoordeeld, en dat degenen ten laste van wie het beslag is gelegd, gedupeerd worden door het verval van het aan de beslagen vordering verbonden voorrang. Alhoewel de Hoge Raad het niet met zoveel woorden zegt, bevestigt hij daarmee wel de uitleg van Kortmann. Deze uitleg is van belang bij de hierna geschetste Indirecte Zekerheden Structuur.

### Indirecte Zekerheden Structuur

In de eerste structuur (zie figuur 1), de 'Indirecte Zekerheden Structuur', verstrekt het syndicaat van banken een geldlening (hierna: de Lening) aan de financieringsmaatschappij (F) van een concern. F verstrekt binnen het concern op haar beurt intercompany leningen (hierna: de Intercompany Leningen) aan haar dochtermaatschappijen A en B. A en B verschaffen ieder aan F pand- en hypotheekrechten tot zekerheid van terugbetaling van de door F aan ieder van hen verstrekte Intercompany Leningen. F verschaft op haar beurt aan de collateral agent een pandrecht tot zekerheid van het door F aan het syndicaat verschuldigde op de gecureerde vorderingen die zij heeft op haar dochtermaatschappijen A en B. Aldus komen de door A en B verschafte zekerheden indirect ten goede aan de collateral agent en daarmee aan het syndicaat van banken.

Figuur 1



In de praktijk is het gebruikelijk dat intercompany vorderingen openbaar worden verpand. Op grond van artikel 3:246 lid 1 BW is de collateral agent dan ook bevoegd in en buiten rechte nakoming te eisen en betaling in ontvangst te nemen. In de pandakte tussen F en de collateral agent zal normaal gespro-

ken worden bepaald dat F bevoegd is nakoming te eisen en betaling in ontvangst tot het moment dat F in verzuim (*default*) is onder de Lening (art. 3:246 lid 4 BW). Als zich zo'n default heeft voorgedaan, bijvoorbeeld omdat F in verzuim is met het voldoen van haar betalingsverplichtingen aan het syndicaat, heeft de collateral agent de bevoegdheid de vorderingen van F op A en B ten behoeve van het syndicaat te innen. De collateral agent komt ook de bevoegdheid toe tot uitwinning van de door A en B aan F verstrekte zekerheden over te gaan als A en B in verzuim zijn. Een dergelijk verzuim is eenvoudig te creëren door zowel in de Lening als de Intercompany Leningen een *cross default*-bepaling op te nemen. Deze bepaling zou moeten regelen dat het niet voldoen aan de betalingsverplichtingen onder de Lening automatisch ook leidt tot opeisbaarheid van de Intercompany Leningen en vice versa.

Om na het afsluiten van een nieuwe financieringsovereenkomst gebruik te kunnen blijven maken van de bestaande intercompany zekerheden, zou voor een bankpandrecht kunnen worden gekozen en dus de oorspronkelijke intercompany zekerheden te vestigen ten gunste van F voor al hetgeen F nu en in de toekomst uit welke hoofde ook te vorderen heeft van A en B. Dit is echter niet noodzakelijk, omdat het vaak zo zal zijn dat de nieuwe financieringsovereenkomst een herfinanciering van het concern betreft waarbij F wel een nieuwe lening krijgt, maar A en B niet. In dat geval kan worden volstaan met het vestigen van een vast pandrecht ten gunste van F.

De Indirecte Zekerheden Structuur zorgt ervoor dat de bestaande intercompany zekerheden niet hoeven te worden beëindigd en dat de intercompany zekerheden, indirect, tot zekerheid strekken van het nieuwe syndicaat en dat volstaan kan worden met het door F ten gunste van het nieuwe syndicaat opnieuw vestigen van een openbaar pandrecht op haar vorderingen op A en B. Een nieuwe financiering aan F betekent dus uitsluitend het opnieuw verpanden van de intercompany vorderingen door F aan de nieuwe collateral agent. Het is niet noodzakelijk dat A en B al hun goederen (aandelen, roerende en onroerende zaken) opnieuw verpanden, hetgeen resulteert in een aanzienlijke kostenbesparing. In de hiervoor beschreven Indirecte Zekerheden Structuur vestigen A en B alleen een pandrecht tot zekerheid van de door ieder van hen verschuldigde intercompany lening. Mijns inziens kan de Indirecte Zekerheden Structuur echter worden uitgebreid met, bijvoorbeeld, het vestigen van kruis-zekerheden door andere dochtermaatschappijen, waardoor het syndicaat kan profiteren van de meerwaarde van zekerheden van andere dochtermaatschappijen. In deze bijdrage zal deze structuur, bij gebrek aan ruimte daarvoor, niet verder worden uitgewerkt.

In het kader van de Indirecte Zekerheden Structuur zou voorts nog kunnen worden gedacht aan de variant waarbij F 'bankruptcy remote' wordt gemaakt en zij nagenoeg alleen het syndicaat van banken als schuldeisers heeft. In die situatie is het wellicht niet noodzakelijk dat F haar vorderingen aan het syndicaat verpand, maar kan worden volstaan met

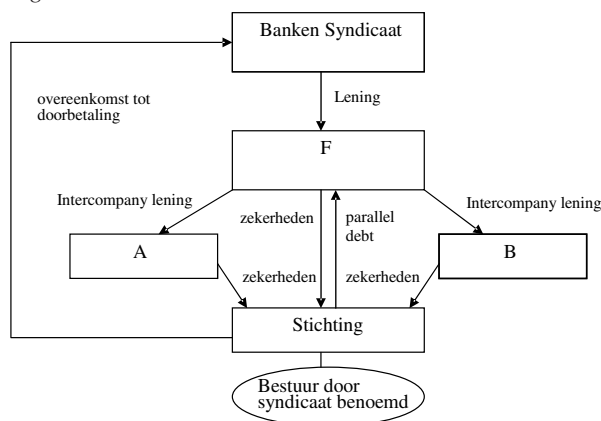
een overeenkomst tussen F en het syndicaat dat de gelden die F ontvangt op grond van uitwinning van de aan haar gestelde zekerheden, zullen worden uitgekeerd aan het syndicaat ter aflossing van de Lening. Uiteraard verdient het dan wel aanbeveling om de aandelen in F aan de collateral agent te verpanden, zodat de banken in geval van verzuim de controle over de groepsmaatschappijen kunnen overnemen en zo controle hebben op het proces van uitwinning van de zekerheden.

Het in het kader van een nieuwe financieringsovereenkomst opnieuw vestigen van een pandrecht op de vorderingen die F heeft op A en B, die nodig zijn in de Individuele Zekerheden Structuur, kan worden vermeden indien gekozen wordt voor de Flexibele Parallel Debt Structuur.

### De Flexibele Parallel Debt Structuur

De 'Flexibele Parallel Debt Structuur' is weergegeven in figuur 2. Bij deze structuur verstrekt het syndicaat van banken ook een Lening aan F, maar geven F, A en B zekerheden aan een speciaal voor deze structuur opgerichte stichting (S) tot zekerheid van al hetgeen S nu en in de toekomst uit welke hoofde dan ook van F te vorderen heeft. S vervult voor het syndicaat de taak van collateral agent. Voor het vestigen van de zekerheden ten gunste van S zou mijns inziens in de Flexibele Parallel Debt Structuur gebruik kunnen worden gemaakt van de in de praktijk geaccepteerde *parallel debt*-structuur.<sup>5</sup> In de *parallel debt*-structuur komen F en S, kort gezegd, overeen dat S zelfstandige vorderingen op F verkrijgt. Deze vorderingen van S zijn gelijk aan de vorderingen die het syndicaat heeft op F. De vorderingen van het syndicaat op F worden in de *parallel debt*-structuur eigenlijk gedubbeld. Omdat het uiteraard niet de bedoeling is dat F dubbel moet betalen, dient F met het syndicaat en S af te spreken dat met het voldoen door F van (een gedeelte van) de vorderingen van het syndicaat, ook is voldaan aan de corresponderende vorderingen die S heeft op F en vice versa.

*Figuur 2*



5. Zie voor literatuur over de parallel debt o.a. S.C.J.J. Kortmann, M.H.E. Rongen & H.L.E. Verhagen, *Zekerheidsrechten op naam van een trustee*, WPNR (2001) 6495, p. 813-823 en WPNR (2001) 6460, p. 840-846 en E.M. Vermeulen, *Zekerheden in gezamenlijk verband: over de parallel debt en het joint creditorship*, V&O 2001, p. 62-64.

De in de Flexibele Parallel Debt Structuur door F, A en B ten gunste van S gevestigde zekerheden strekken tot zekerheid van de betaling van alle vorderingen die S of F heeft of zal verkrijgen, waaronder de parallel debt. Teneinde ervoor te zorgen dat het syndicaat de controle heeft over de ten gunste van S gestelde zekerheden, dient het bestuur van S te worden samengesteld uit een aantal personen die aan een van de banken van het syndicaat, bijvoorbeeld de collateral agent, zijn gelieerd.

Indien in het kader van een nieuwe financieringsovereenkomst het oude syndicaat wordt vervangen door een nieuw syndicaat, dienen de navolgende stappen te worden genomen.

Allereerst dienen S en F een nieuwe parallel debt overeen te komen, op grond waarvan S zelfstandige vorderingen op F verkrijgt die gelijk zijn aan de vorderingen van het nieuwe syndicaat op F. Ten tweede dient S met het syndicaat overeen te komen dat zij de gelden die zij ontvangt op grond van het door haar uitwinnen van de ten gunste van haar gestelde zekerheden, zal doorbetalen aan het syndicaat. Ten slotte dient het door het oude syndicaat samengestelde bestuur van S te worden vervangen door een nieuw door het nieuwe syndicaat samengesteld bestuur. Aldus vestigt een concern door middel van de Flexibele Parallel Debt Structuur eenmaal een haar en het (toekomstige) syndicaat welgevallige zekerhedenstructuur en behoeft zij slechts met het nieuwe syndicaat over de kredietovereenkomst en een paar eenvoudige obligatoire overeenkomsten te onderhandelen. Het veelal kostbare opnieuw vestigen van goederenrechtelijke zekerheden wordt dan voorkomen.

### Slotopmerking

In deze bijdrage zijn twee zekerheidsstructuren besproken die een alternatief kunnen vormen voor de in de praktijk veel gekozen methode waarbij de zekerheden rechtstreeks aan een collateral agent ten gunste van het syndicaat van banken wordt gegeven. Zowel de in dit artikel besproken Indirecte Zekerheden Structuur als de Flexibele Parallel Debt Structuur heeft als voordeel dat bij het, om welke reden ook, beëindigen van een lopende financieringsovereenkomst, de reeds gevestigde goederenrechtelijke zekerheden kunnen worden gebruikt ten gunste van de banken die een nieuwe financieringsovereenkomst met de kredietnemer aangaan. Hierdoor kunnen de kosten van het afsluiten van een nieuwe financieringsovereenkomst (die gebruikelijk voor rekening van de kredietnemer komen) worden gereduceerd.

*Mr. J.C. Belder  
NautaDutilh*