

458. OTC-Derivaten en de ISDA Master Agreement; (hoe) werkt het naar Nederlands recht? (Deel I)

ROBERT STEEG

De meeste *over-the-counter* (OTC) derivaten worden aangegaan onder een ISDA Master Agreement. Eén van de voornaamste doelen van de Master Agreement is de beheersing van het kredietrisico dat partijen over en weer op elkaar lopen. De bepalingen betreffende vervroegde beëindiging en afwikkeling van transacties behoren tot de kernbepalingen van de Master Agreement. Ondanks een rechtskeuze voor Engels recht of het recht van de Staat New York valt niet uit te sluiten dat de Nederlandse rechter Nederlands recht zal toepassen bij de beoordeling van de Master Agreement, met name in insolventiescenario's. In beginsel doet Nederlands recht geen afbreuk aan de werking van de bepalingen van de Master Agreement betreffende vervroegde beëindiging en afwikkeling van transacties. Er zijn wel enkele aandachtspunten die voor partijen van belang kunnen zijn.

1. Inleiding

Nederlandse financiële en niet-financiële instellingen maken veelvuldig gebruik van derivaten. Een derivaat is een financieel instrument dat zijn marktwaarde (mede) ontleent aan een onderliggende marktwaarde. Zo hangt de marktwaarde van een renteswap af van de (verwachte) ontwikkeling van de 'geruilde' rentes. Naast renteswaps zijn er talloze categorieën derivaten, zoals *forwards*, valutawaps, opties en *credit default swaps*. Derivaten kunnen worden gebruikt om bepaalde financiële risico's af te dekken, zoals een ongunstige ontwikkeling van een rentevoet, een valutakoers of het prijspeil van een bulkgoed. Deze vorm van gebruik wordt *hedging* genoemd. Derivaten kunnen ook worden gebruikt om mee te speculeren. Speculatief gebruik van derivaten kan tot omvangrijke verliezen leiden.¹ Een deel van de markt voor derivaten bestaat uit instrumenten die zijn gestandaardiseerd en op beurzen worden verhandeld. De rest van de markt bestaat uit op maat gemaakte instrumenten die voorzien in een specifieke behoefte van een marktpartij.² Deze instrumenten komen door middel van bilaterale transacties tot stand. Daarom worden ze *over-the-counter* (OTC) derivaten genoemd. De meeste OTC-derivaten komen tot stand onder een versie

van een door de *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA)³ ontwikkelde raamovereenkomst: de *Master Agreement*.^{4,5} Dit artikel gaat over in Nederland geldende rechtsregels met betrekking tot OTC-derivaten en de Master Agreement. Het artikel is opgesplitst in twee delen. Deel II zal gaan over in Nederland geldende regels van Europees financieel toezicht met betrekking tot OTC-derivaten en de markt voor deze instrumenten. In deel I – dat voor u ligt – komt de werking van een aantal kernbepalingen van de Master Agreement aan de orde. Na deze inleiding volgt een algemeen onderdeel over ISDA documentatie. In onderdeel 3 volgt een beschrijving van de kernbepalingen van de Master Agreement. In onderdeel 4 komt de afdwingbaarheid van die kernbepalingen jegens Nederlandse wederpartijen ter sprake. Onderdeel 5 sluit af met enkele aanbevelingen voor de praktijk.

2. ISDA documentatie

Master Agreement

De Master Agreement is in de eerste plaats een raamovereenkomst waaronder twee partijen tot vrijwel elke denkbare categorie behorende OTC-derivaten met elkaar kunnen aangaan. De tekst van de Master Agreement is gestandaardiseerd, in die zin vergelijkbaar met algemene

1 Zie: *The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, The Financial Crisis Inquiry Commission, januari 2011, p. xxiv.

2 The Bank for International Settlements rapporteerde in haar halfjaarlijkse *OTC Derivatives Statistics* een bedrag van USD 482.900 miljard voor de totale nominale waarde van uitstaande OTC-derivaten aan het einde van 2016. Ongeveer 4/5^e van dat bedrag heeft betrekking op renteswaps. De OTC Derivatives Statistics zijn beschikbaar via: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

3 Meer informatie over de activiteiten van ISDA is verkrijgbaar via de website van ISDA: www.isda.org.

4 Voor een overzicht over de totstandkoming van de Master Agreement zijn verwezen naar: P.C. Harding, *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002)*, Verenigd Koninkrijk, Financial Times-Prentice Hall 2004.

5 Waar dit artikel verwijst naar de 'Master Agreement' is de 2002 ISDA Master Agreement bedoeld. Specifieke regelingen van de ISDA Master Agreement uit 1992 vallen buiten het bestek van dit artikel.

voorwaarden. De Master Agreement bevat een bijlage, het *Schedule*. In het *Schedule* kunnen partijen bepaalde keuzes maken, bijvoorbeeld om specifieke bepalingen van de Master Agreement al dan niet van toepassing te verklaren. Daarnaast kunnen partijen door bepalingen toe te voegen aan het *Schedule* wijzigingen aanbrengen in de voorwaarden van de Master Agreement en aanvullende voorwaarden overeenkomen. Op die manier kan de Master Agreement worden toegespitst op de specifieke commerciële verhouding tussen partijen, terwijl aan het lichaam van de Master Agreement zelf niets wordt gewijzigd. Aldus blijft het document herkenbaar voor derden – waaronder eventuele rechtsopvolgers – en zijn alle afwijkingen ten opzichte van de standaardtekst op één plaats te vinden, namelijk in het *Schedule*. De Master Agreement bevat elementen die men tevens aantreft in kredietovereenkomsten, waaronder definities, betalingsverplichtingen, garantieverklaringen (*representations*), mechanismen voor vervroegde beëindiging, informatieverplichtingen, overdraagbaarheidsbeperkingen, een rechtskeuze en een forumkeuze. Het wezenlijke verschil met een kredietovereenkomst is dat de kredietrelatie onder de Master Agreement wederkerig kan zijn; uit de transacties die partijen onder de Master Agreement met elkaar aangaan kunnen over en weer betalings- en leveringsverplichtingen voortvloeien. Daarom is de Master Agreement ontworpen als een document waaraan beide partijen over en weer dezelfde rechten kunnen ontleen. Afwijkingen van dat uitgangspunt worden in het *Schedule* gedocumenteerd.

Confirmations

De economische en financiële voorwaarden van individuele OTC-derivaten, waaronder looptijd, betaaldaten, nominale bedragen en onderliggende waarden, worden vastgelegd in *Confirmations*. Volgens de Master Agreement worden alle transacties aangegaan op basis van het uitgangspunt dat de Master Agreement en alle *Confirmations* gezamenlijk één overeenkomst vormen.

Definitional Booklets

Hoewel de Master Agreement zelf een lijst met gedefinieerde begrippen bevat, heeft ISDA diverse *Definitional Booklets* gepubliceerd. De *Definitional Booklets* bevatten generieke definities en transactie-specifieke definities, in beide gevallen in overwegende mate met een financieel-technische achtergrond en bestemd voor de vastlegging van de voorwaarden van transacties in *Confirmations*. Dikwijls nemen partijen in het *Schedule* bepalingen op waarin één of meer sets generieke definities van toepassing worden verklaard op de hele rechtsverhouding. Transactie-specifieke definities worden doorgaans in *Confirmations* van toepassing verklaard. De transactie-specifieke *Definitional Booklets* bevatten voorbeelden van *Confirmations* voor vastlegging van de tot de desbetreffende categorie behorende transacties.

Credit Support Annex

Verder heeft ISDA diverse *Credit Support Documents* gepubliceerd. Marktpartijen gebruiken *Credit Support*

Documents voor het al dan niet over en weer stellen van zekerheid voor verplichtingen onder transacties. Het meest gebruikte *Credit Support Document* in Europa is de *1995 Credit Support Annex (Transfer – English law) (CSA)*, waaronder de ene partij tot zekerheid van zijn verplichtingen onder de Master Agreement *collateral* moet overdragen aan de andere partij. De CSA kwalificeert als een financiëlezekerheidsovereenkomst tot overdracht in de zin van artikel 2(1)(b) van de Richtlijn betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten.⁶ Over het algemeen bestaat het *collateral* uit giraal geld of staatsobligaties van landen met een hoge kredietwaardigheid. In verband met de inwerking-treding van de vereisten betreffende *variation margin* voor niet-geclearde OTC-derivaten onder EMIR⁷ heeft ISDA recent een nieuwe versie van de CSA gepubliceerd: de *2016 Credit Support Annex for Variation Margin (VM) (English law)*.⁸

3. Kernbepalingen van de Master Agreement

Algemeen

De Master Agreement bestaat uit veertien bepalingen die *Sections* worden genoemd.^{9,10} Eén van de voornaamste functies van de Master Agreement is de beheersing van het kredietrisico dat partijen over en weer op elkaar lopen. Cruciaal voor die beheersing zijn de bepalingen betreffende vervroegde beëindiging en afwikkeling van transacties. Deze bepalingen worden als de kernbepalingen van de Master Agreement beschouwd.

Een van de voornaamste functies van de Master Agreement is de beheersing van het kredietrisico dat partijen over en weer op elkaar lopen

Events of Default en Termination Events

Section 5 (*Events of Default and Termination Events*) van de Master Agreement bevat de gronden voor vroeg-

- 6 Richtlijn 2002/47EG van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten (*PbEG* 2002, L 168/43).
- 7 Waarover meer in Deel II van dit artikel.
- 8 Zie voor een uitgebreide omschrijving van de gevolgen van EMIR op de CSA voor niet-geclearde OTC-derivaten: R.A. Stegeman, D.A. Gerrits en A. Berket, 'De gevolgen van EMIR op de ISDA Credit Support Annex voor niet-geclearde otc-derivaten (Deel I)', in: *TFR* 2017 (6).
- 9 (1) *Interpretation*, (2) *Obligations*, (3) *Representations*, (4) *Agreements*, (5) *Events of Default and Termination Events*, (6) *Early Termination; Close-out Netting*, (7) *Transfer*, (8) *Contractual Currency*, (9) *Miscellaneous*, (10) *Offices: Multibranch Parties*, (11) *Expenses*, (12) *Notices*, (13) *Governing Law and Jurisdiction* en (14) *Definitions*. Daarnaast bevat het model *Schedule* vijf onderdelen die *Parts* worden genoemd: (1) *Termination Provisions*, (2) *Tax Representations*, (3) *Agreement to Deliver Documents*, (4) *Miscellaneous* en (5) *Other Provisions*.
- 10 Zie voor een uitvoerige handleiding bij de ISDA Master Agreements: P.C. Harding, *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002)*, Verenigd Koninkrijk, Financial Times-Prentice Hall 2004. Zie verder: C.F. Leeger en N.C.J. Renkens, 'De nieuwe 2002 ISDA Master Agreement: een vlaggen-schip in revisie', in: *TvE* 2003 (4), p. 64-77.

tijdige beëindiging van transacties. De Master Agreement maakt onderscheid tussen *Events of Default* en *Termination Events*. De categorieën *Events of Default* zijn: *Failure to Pay or Deliver*; *Breach of Agreement*; *Repudiation of Agreement*; *Credit Support Default*; *Misrepresentation*; *Default under Specified Transaction*; *Cross-Default*; *Bankruptcy* en *Merger Without Assumption*. Partijen kunnen in het Schedule aanvullende *Event of Default* bepalingen overeenkomen. De categorieën *Termination Events* zijn: *Illegality*; *Force Majeure Event*; *Tax Event*; *Tax Event Upon Merger* en *Credit Event Upon Merger*. Partijen hebben de mogelijkheid in het Schedule een *Additional Termination Event* van toepassing te verklaren.

Vervroegde beëindiging

Section 6 (*Early Termination*; *Close-Out Netting*) van de Master Agreement gaat over de afwikkeling van vervroegd beëindigde transacties. Het onderscheid tussen *Events of Default* en *Termination Events* is van belang voor de vaststelling van het toepasselijke beëindigings- en afwikkelregime. De *Events of Default* veronderstellen een element van verwijtbaarheid. Daarom heeft in geval van een *Event of Default* alleen de *Non-defaulting Party* het recht om een *Early Termination Date* te bepalen met betrekking tot alle transacties. Over het algemeen worden *Termination Events* als een neutrale grond voor vervroegde beëindiging beschouwd. Bovendien hoeft een *Termination Event* geen gevolgen voor *alle* transacties te hebben. In geval van een *Termination Event* heeft de *Non-affected Party* of, bij bepaalde *Termination Events*, elk van de partijen het recht om een *Early Termination Date* aan te wijzen met betrekking tot één of meer van de getroffen transacties. Daarnaast bevat het Schedule een keuzemogelijkheid voor partijen om te bepalen dat in geval van bepaalde insolventiesituaties, zoals het faillissement van de wederpartij, alle transacties automatisch, dus zonder enige handeling van partijen, onmiddellijk eindigen. Dit wordt *Automatic Early Termination* genoemd. Indien *Automatic Early Termination* zich voordoet valt de *Early Termination Date* samen met het moment waarop de desbetreffende insolventiegebeurtenis heeft plaatsgevonden. In alle gevallen geldt dat partijen vanaf de *Early Termination Date* niet langer gehouden zijn betalingen of leveringen te verrichten met betrekking tot de beëindigde transacties. In plaats daarvan moet een vervangende betaling plaatsvinden ter grootte van het *Early Termination Amount*. Dit systeem wordt *close-out netting* genoemd.

Close-out netting

Het *Early Termination Amount* is, kort gezegd, gelijk aan de som van de *Close-out Amounts*¹¹ die voor de beëindigde transacties moeten worden vastgesteld, gecorrigeerd voor de over en weer tussen partijen verschuldigde bedragen die al voorafgaand aan de vaststelling van de *Early Termination Date* opeisbaar waren.

Partijen komen met elkaar overeen dat het *Early Termination Amount* een redelijke inschatting (*pre-estimate*) is van schade (*loss*) en niet als boete moet worden aangemerkt. Het *Early Termination Amount* is verschuldigd als vergoeding voor het verlies van opportuniteit (*loss of bargain*) en het verlies van bescherming tegen toekomstige risico's. Geen van de partijen heeft recht op vergoeding van enig ander bedrag in verband met de vervroegde beëindiging van transacties.

Het is met het oog op deze onzekerheid dat partijen die overwegen een Master Agreement met een Nederlandse wederpartij aan te gaan doorgaans wordt geadviseerd om te kiezen voor Automatic Early Termination

4. Afdwingbaarheid

Algemeen

De goede werking van bepalingen betreffende vervroegde beëindiging en *close-out netting* is van cruciaal belang voor de beheersing van het kredietrisico dat partijen over en weer lopen, met name met het oog op gevallen waarin de weder-

11 Een *Close-out Amount* is een met betrekking tot een beëindigde transactie vast te stellen bedrag dat bestaat uit de verliezen of kosten (uitgedrukt als een positief getal) die een partij onder de op dat moment geldende omstandigheden lijdt of maakt of, naar te verwachten valt, zal lijden of zal maken of winst (uitgedrukt als een negatief getal) die die partij onder de op dat moment geldende omstandigheden maakt of, naar verwachting, zal maken in verband met het vervangen van, of het verschaffen van een economisch equivalent voor, (a) de belangrijke voorwaarden van de desbetreffende beëindigde transactie, waaronder de betalingen en leveringen die, ware het niet voor de *Early Termination Date*, na die datum verricht hadden moeten worden en (b) eventuele optierechten in verband met de desbetreffende beëindigde transactie. Elk *Close-out Amount* moet te goeder trouw en aan de hand van commercieel aanvaardbare methoden worden vastgesteld met het oog op het behalen van een commercieel aanvaardbaar resultaat. Tenzij partijen anders zijn overeengekomen, worden de *Close-out Amounts* in geval van een *Event of Default* of een *Termination Event* met één *Affected Party* bepaald door de *Non-defaulting Party* respectievelijk de *Non-affected Party*. In geval van een *Termination Event* met twee *Affected Parties* worden de *Close-out Amounts* in beginsel bepaald door beide partijen en wordt het *Early Termination Amount* in beginsel vastgesteld op basis van het gemiddelde van (i) de som van de door de ene partij bepaalde *Close-out Amounts* en (ii) de som van de door de andere partij bepaalde *Close-out Amounts*. In geval van een *Illegality of Force Majeure Termination Event* worden de *Close-out Amounts* op neutrale wijze bepaald, dat wil zeggen, zonder acht te slaan op de huidige kredietwaardigheid van de wederpartij.

partij als gevolg van insolventie niet aan zijn verplichtingen kan voldoen.¹² Het is om deze reden dat ISDA aan vooraanstaande advocatenkantoren in een groot aantal jurisdicties (waaronder Nederland) *legal opinions* heeft gevraagd over de werking van de bepalingen van de Master Agreement betreffende vervroegde beëindiging en close-out netting.¹³ Deze legal opinions zijn beschikbaar voor de leden van ISDA, opdat zij zich kunnen beraden op juridische risico's verbonden aan OTC-derivaten onder een Master Agreement die is aangegaan met een wederpartij in een bepaalde jurisdictie. Dit onderdeel gaat over de afdwingbaarheid van de bepalingen betreffende vervroegde beëindiging en close-out netting jegens een Nederlandse wederpartij. Om daarover iets te kunnen zeggen moet worden vastgesteld door welk recht de Master Agreement wordt beheerst. De Master Agreement bevat standaard een rechtskeuze voor Engels recht of het recht van de Staat New York.¹⁴ In hoeverre die rechtskeuze wordt gerespecteerd is een vraag van internationaal privaatrecht. Die vraag komt in de volgende onderdelen aan de orde. Met het oog op de mogelijkheid dat de Nederlandse rechter ondanks een geldige rechtskeuze Nederlands recht kan of moet toepassen volgt daarna een aantal onderdelen waarin de bepalingen betreffende vervroegde beëindiging en close-out netting worden getoetst op overeenstemming met Nederlands recht.¹⁵

Rome I Verordening

Op grond van de Rome I Verordening¹⁶ wordt een overeenkomst beheerst door het recht dat de partijen hebben gekozen.^{17,18,19} Echter, indien alle overige op het tijdstip van de rechtskeuze bestaande aanknopingspunten zich bevin-

den in een ander land dan het land waarvan het recht is gekozen, laat de door de partijen gemaakte keuze de toepassing van de rechtsregels van dat andere land waarvan niet bij overeenkomst mag worden afgeweken onverlet.²⁰ Daarnaast geldt dat indien alle overige op het tijdstip van de rechtskeuze bestaande aanknopingspunten zich in een of meer EU-lidstaten bevinden, de keuze door de partijen van het recht van een niet-lidstaat de toepassing van de bepalingen van het Gemeenschapsrecht waarvan niet bij overeenkomst kan worden afgeweken onverlet laat.²¹ Verder staat het de Nederlandse rechter vrij om ondanks de erkenning van een rechtskeuze voor het recht van een ander land voorrang te geven aan Nederlandse bepalingen van bijzonder dwingend recht.²² Bovendien kan de rechter ook gevolg toekennen aan de bepalingen van bijzonder dwingend recht van het land waar de verbintenissen krachtens de overeenkomst moeten worden nagekomen of zijn nagekomen, voor zover die bepalingen van bijzonder dwingend recht de tenuitvoerlegging van de overeenkomst onwettig maken.²³ Tot slot geldt dat de toepassing van een bepaling van het door de Rome I Verordening aangewezen recht terzijde kan worden gesteld indien deze toepassing kennelijk onverenigbaar is met de openbare orde van het land van de rechter. Het is ondoenlijk om een uitputtend overzicht te geven van relevante rechtsregels die de Nederlandse rechter in afwijking van een geldige rechtskeuze kan of moet toepassen of gevallen waarin de toepassing van het gekozen recht wegens strijd met de Nederlandse openbare orde achterwege kan blijven. In elk geval lijken Nederlandse regels van insolventierecht in dit opzicht relevant omdat zij elementen van openbare orde bevatten. Derhalve valt met name in insolventiesituaties te verwachten dat de Nederlandse rechter op grond van de Rome I Verordening in afwijking van een geldige rechtskeuze Nederlands recht zal toepassen. Dikwijls zijn in dergelijke gevallen ook de verwijzingsregels van de Insolventieverordening²⁴ relevant.

Insolventieverordening

Krachtens de Insolventieverordening worden een insolventieprocedure²⁵ en de gevolgen daarvan in beginsel beheerst door het recht van de lidstaat op het grondgebied waarvan de insolventieprocedure wordt geopend.²⁶ Onder de gevolgen van een insolventieprocedure vallen ook de gevolgen van de insolventieprocedure voor lopende overeenkomsten waarbij de schuldenaar partij is. De Insolventieverordening bepaalt dat de rechters van de lidstaat op het grondgebied waarvan het centrum van de voornaamste belangen van

12 Voor een toelichting, zie: W.A.K. Rank, 'Een paalen jubileum voor de ISDA Master Agreement: 30 jaar contractzekerheid voor OTC-derivaten', in: *TFR* 2017 (4), p. 131-138.

13 In Nederland is de legal opinion over close-out netting afgegeven door De Brauw Blackstone Westbroek. De legal opinion over de ISDA collateral documentatie, waaronder de CSA, is afgegeven door NautaDutilh.

14 Het komt in de praktijk wel eens voor dat partijen Nederlands recht van toepassing verklaren op een Master Agreement. Die situatie valt buiten het bestek van dit artikel.

15 Voor die onderdelen geldt steeds dat ik ben uitgegaan van één of meer transacties onder een Master Agreement met een Nederlandse N.V. of B.V. als wederpartij die onder de Insolventieverordening valt of een bank, beleggingsonderneming of verzekeraar is en waarvan het centrum van de voornaamste belangen in Nederland gelegen is.

16 Verordening (EG) Nr. 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I) (*PbEU* 2008, L177/6).

17 De vraag of rechtsgeldig overeenstemming tussen de partijen tot stand is gekomen over de keuze van het toepasselijke recht wordt beheerst door art. 10, 11 en 13 van de Rome I Verordening.

18 Mogelijk moeten bepaalde transacties, zoals credit default swaps, als verzekeringsovereenkomsten worden aangemerkt. In dergelijke gevallen is art. 7 Rome I Verordening van toepassing. Aangenomen dat de transactie kwalificeert als een 'verzekeringsovereenkomst ter dekking van een groot risico', geldt dat de overeenkomst wordt beheerst door het overeenkomstig het bepaalde in art. 3 Rome I Verordening door de partijen gekozen recht.

19 De Rome I Verordening is van toepassing op overeenkomsten die na 17 december 2009 zijn gesloten. Situaties waarin een Master Agreement voor die datum is aangegaan blijven buiten beschouwing.

20 Art. 3(3) Rome I Verordening.

21 Art. 3(4) Rome I Verordening.

22 Art. 9(2) Rome I Verordening.

23 Art. 9(3) Rome I Verordening.

24 Verordening (EU) 2015/848 van het Europees Parlement en de Raad van 20 mei 2015 betreffende insolventieprocedures (herschikking) (*PbEG* 2006, L160/1).

25 De Insolventieverordening is van toepassing op de volgende Nederlandse insolventieprocedures: faillissement, surséance van betaling en schuldsanering natuurlijke personen.

26 Art. 7(2) Insolventieverordening.

de schuldenaar²⁷ gelegen is, bevoegd zijn een insolventieprocedure te openen. Een faillissement of een surséance met betrekking tot een Nederlandse wederpartij wordt dus in beginsel naar Nederlands recht afgewikkeld. Een rechtskeuze voor het recht van een ander land doet aan dat uitgangspunt geen afbreuk. De Insolventieverordening bevat enkele uitzonderingen op bovengenoemde hoofdregel. Eén van die uitzonderingen heeft betrekking op verrekening. De opening van een insolventieprocedure laat het recht van een schuldeiser op verrekening van zijn vordering met de vordering van de schuldenaar onverlet indien die verrekening is toegestaan bij het recht dat op de vordering van de insolvente schuldenaar van toepassing is.²⁸

Banken, beleggingsondernemingen en verzekeraars

De Insolventieverordening is niet van toepassing op liquidatieprocedures²⁹ ten aanzien van verzekeringsondernemingen, banken en beleggingsondernemingen.³⁰ Een liquidatieprocedure met betrekking tot een verzekeringsonderneming, een bank of een beleggingsonderneming en de rechtsgevolgen daarvan worden beheerst door het recht van de lidstaat van herkomst.³¹ Echter, ook hier geldt dat de opening van een liquidatieprocedure geen gevolgen heeft voor het recht van schuldeisers tot verrekening van hun vorderingen met vorderingen van de onderneming op grond van het recht dat van toepassing is op die vorderingen van de onderneming.³²

Surséance van betaling wordt niet verleend aan banken en verzekeraars.³³ In plaats daarvan kan de Rechtbank Amsterdam op verzoek van de Nederlandsche Bank de noodregeling uitspreken.³⁴ Een saneringsmaatregel, waaronder de noodregeling, en de rechtsgevolgen daarvan worden beheerst door het recht van de lidstaat waar de saneringsmaatregel is vastgesteld.³⁵ Echter, de bevoegdheid van een schuldeiser tot verrekening blijft onaangetast indien die bevoegdheid voortvloeit uit het recht dat op de te verrekenen vordering van de bank of verzekeraar van toepassing is.³⁶

27 Het centrum van de voornaamste belangen is de plaats waar de schuldenaar gewoonlijk het beheer over zijn belangen voert en die als zodanig voor derden herkenbaar is (Art. 3 (1) Insolventieverordening).

28 Art. 9(1) Insolventieverordening.

29 Het begrip 'liquidatieprocedure' is afkomstig uit Richtlijn 2001/24/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 april 2001 betreffende de sanering en de liquidatie van kredietinstellingen respectievelijk Richtlijn 2001/17/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 maart 2001 betreffende de sanering en de liquidatie van verzekeringsondernemingen. Het faillissement valt eronder.

30 Daarnaast is de Insolventieverordening niet van toepassing op andere instellingen of ondernemingen voor zover daarop Richtlijn 2001/24/EG van toepassing is, of instellingen voor collectieve belegging. Deze instellingen en ondernemingen blijven in dit artikel buiten beschouwing.

31 Art. 212t, 212oo en 213o Faillissementswet (Fw).

32 Art. 212w, 212oo en 213r Fw.

33 Art. 214 lid 4 Fw.

34 Art. 3:160 Wet op het financieel toezicht (Wft).

35 Art. 3:240 Wft.

36 Art. 3:243 Wft. De uitzondering geldt niet in geval van een saneringsmaatregel met betrekking tot een verzekeraar met beperkte risico-omvang.

Uitzondering voor verrekening

Op basis van de hiervoor besproken regels doet een liquidatieprocedure met betrekking tot een Nederlandse wederpartij geen afbreuk aan een bevoegdheid tot verrekening indien die bevoegdheid voortvloeit uit het recht dat op de vordering van de wederpartij van toepassing is. In geval van een Master Agreement met een rechtskeuze voor Engels recht of het recht van de Staat New York zou naar het gekozen recht moeten worden beoordeeld of de schuldeiser bevoegd is om zijn vordering met een vordering van zijn insolvente debiteur te verrekenen. Zoals we hierna zullen zien staat echter niet vast dat de bepalingen betreffende close-out netting als een vorm van verrekening moeten worden aangemerkt. Daarom moet de uitzondering voor verrekening mogelijk buiten toepassing blijven. In dat geval valt men terug op de hoofdregel, die er mogelijk toe leidt dat de Nederlandse rechter naar regels van Nederlands recht zal beoordelen of close-out netting geoorloofd is.

Vervroegde beëindiging onder Nederlands recht

Naar Nederlands recht staat het partijen in beginsel vrij om de voorwaarden betreffende vroegtijdige beëindiging van een overeenkomst te bepalen. Meer specifiek kunnen partijen afspreken dat zij een overeenkomst voor bepaalde tijd aangaan en dat de overeenkomst zal eindigen op een specifiek moment of zodra een bepaalde gebeurtenis zich voordoet.³⁷ Er zijn geen Nederlandse rechtsregels die aanleiding geven om te veronderstellen dat de vaststelling van een Early Termination Date door de ene partij naar aanleiding van een insolventiesituatie met betrekking tot de andere partij niet als een dergelijke gebeurtenis zou kunnen worden aangemerkt. Ook de Faillissementswet bevat geen bepalingen die daaraan in de weg zouden staan. Hoewel de curator niet kan worden gedwongen de verplichtingen van de failliet na te komen,³⁸ doet het faillissement geen afbreuk aan het bestaan van de overeenkomst, waaronder de daarvan deel uitmakende afspraken betreffende vervroegde beëindiging. Echter, in het kader van de Master Agreement is er mogelijk een probleem indien partijen niet Automatic Early Termination hebben geselecteerd in het Schedule. In dat geval is de partij die wegens het faillissement van zijn wederpartij de transacties vervroegd mag beëindigen, tot op zekere hoogte vrij een dag te kiezen waarop de Early Termination Date zich voordoet. Gedurende de periode tussen het faillissement en de gekozen Early Termination Date kan de omvang van het Early Termination Amount wijzigen als gevolg van marktontwikkelingen. Dit effect staat mogelijk op gespannen voet met het fixatiebeginsel dat van toepassing is in Nederlandse faillissementen. Mogelijk zou een Nederlandse rechter om die reden tot het oordeel komen dat het Early Termination Amount moet worden vastgesteld op basis van de omvang van de verplichtingen van

37 Art. 3:38 Burgerlijk Wetboek (BW).

38 Ik ben ervan uitgegaan dat de Master Agreement als een wederkerige overeenkomst moet worden aangemerkt die ten tijde van het faillissement van de wederpartij door geen der partijen volledig is nagekomen en dat art. 37b Fw niet van toepassing is.

partijen op de faillissementsdatum in plaats van op de Early Termination Date. Het is met het oog op deze onzekerheid dat partijen die overwegen een Master Agreement met een Nederlandse wederpartij aan te gaan doorgaans wordt geadviseerd om Automatic Early Termination te selecteren in het Schedule.³⁹

Uit het voorgaande volgt dat Nederlands recht niet in de weg staat aan de toepassing van de bepalingen van de Master Agreement betreffende vervroegde beëindiging, ook niet in verband met een insolventie- of liquidatieprocedure met betrekking tot de wederpartij.

Close-out netting onder Nederlands recht

De bepalingen betreffende close-out netting kunnen worden beschouwd als een regeling betreffende vergoeding van schade bij vervroegde beëindiging wegens een toerekenbare tekortkoming in de nakoming van een overeenkomst. De Master Agreement bepaalt dat een eventueel in verband met de vervroegde beëindiging van transacties te ontvangen bedrag moet worden aangemerkt als een redelijke schatting van schade en niet als een contractuele boete. Afgezien van de eventuele verplichting tot betaling van een dergelijke bedrag is aansprakelijkheid voor schade als gevolg van vervroegde beëindiging van transacties uitgesloten. In zoverre sluit de verplichting tot vaststelling van een Close-out Amount met betrekking tot een vervroegd beëindigde transactie aan bij de wettelijke regeling betreffende toerekenbare tekortkoming. Die regeling voorziet in de vergoeding door de schuldenaar van door zijn schuldeiser geleden schade als gevolg van de tekortkoming in de nakoming van een op die schuldenaar rustende verbintenis.⁴⁰ Verder geldt dat Nederlands recht in beginsel toelaat dat partijen bij een overeenkomst nadere afspraken maken over aansprakelijkheid voor schade. De definitie van Close-out Amount gaat uit van het verlies dat een partij lijdt of de kosten die een partij moet maken om een vervroegd beëindigde transactie te vervangen. Dit systeem beantwoordt m.i. aan het uitgangspunt dat vermogensschade moet worden begroot op basis van de vermogensvermindering die ten tijde van de niet-nakoming door de schuldeiser is geleden ten opzichte van de situatie waarin hij zou zijn geraakt bij behoorlijke nakoming van de verbintenis.⁴¹ Verder moeten op grond van de Master Agreement eventuele winst of andere opbrengsten, bijvoorbeeld in de vorm van besparingen, als negatieve getallen bij de vaststelling van het Close-out Amount in aanmerking worden genomen. Ook dit element

sluit aan bij de Nederlandse regeling voor toerekenbare tekortkoming, waarbij door de schuldeiser als gevolg van de schadeveroorzakende gebeurtenis genoten voordeel in mindering wordt gebracht op het totale schadebedrag.⁴² Er zijn voor zover ik weet geen regels van Nederlands faillissementsrecht die in de weg zouden staan aan toepassing van close-out netting als bijzondere schaderegeling tussen partijen. Het enige probleem is mogelijk wederom het moment waarop het Close-out Amount moet worden vastgesteld. Volgens de Master Agreement moet het Close-out Amount worden vastgesteld op basis van de omvang van de verbintenissen op de Early Termination Date of, als dat geen commercieel aanvaardbaar resultaat oplevert, de eerstvolgende datum na de Early Termination Date waarbij wel een commercieel aanvaardbaar resultaat te verwachten is. Dit mechanisme lijkt op gespannen voet te staan met het fixatiebeginsel en moet derhalve in een faillissements-situatie mogelijk buiten toepassing blijven. In dat geval ligt het voor de hand dat het Close-out Amount voor elke vervroegd beëindigde transactie wordt vastgesteld aan de hand van de omvang van de verbintenissen op de faillissementsdatum, mogelijk ook als dat geen commercieel aanvaardbaar resultaat zou opleveren.

De bepalingen betreffende close-out netting kunnen worden beschouwd als een regeling betreffende vergoeding van schade bij vervroegde beëindiging wegens een toerekenbare tekortkoming in de nakoming van een overeenkomst

Voor zover ook transacties vervroegd worden beëindigd waarvoor een negatief, dat wil zeggen, door de Non-defaulting Party aan de Defaulting Party te betalen, Close-out Amount wordt vastgesteld, lijkt close-out netting elementen van verrekening te bevatten. Het Early Termination Amount is immers gebaseerd op de som van alle Close-out Amounts, waarbij negatieve Close-out Amounts in mindering worden gebracht op positieve Close-out Amounts. Ik betwijfel echter of er strikt genomen sprake is van verrekening. Immers, volgens de Master Agreement worden de over en weer bestaande betalingsverplichtingen op de Early Termination Date *vervangen* door een verbintenis tot voldoening van het Early Termination Amount.⁴³ Hiervoor kwam al aan de orde dat er op zichzelf geen Nederlandse rechtsregels zijn die aan dit systeem in de weg staan. Voor zover de vaststelling van het Early Termination Amount wel als een vorm van verrekening moet worden aangemerkt, geldt dat deze figuur past binnen het Neder-

39 Er is geen reden om aan te nemen dat Automatic Early Termination naar aanleiding van een faillissement van de wederpartij niet zou kunnen kwalificeren als een gebeurtenis waarvan het partijen vrij staat om te bepalen dat een overeenkomst eindigt zodra die gebeurtenis zich voordoet. Derhalve is de analyse in geval van Automatic Early Termination wezenlijk identiek aan hetgeen hiervoor is besproken met betrekking tot de bevoegdheid van een partij om een Early Termination Date vast te stellen.

40 Art. 6:74, 6:98 en 6:100 BW.

41 HR 26 april 2002, NJ 2004, 210 (*Sparrow/Van Beukering*). Zie ook: A.S. Hartkamp, C.H. Sieburgh en mr. C. Asser's *Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, 6, Verbintenissenrecht, Deel II, De verbintenissen in het algemeen*, Deventer: Kluwer 2013, nr. 31.

42 Art. 6:100 BW.

43 Strikt genomen is verrekening een vorm van (gedeeltelijke) voldoening van de schuld waarmee wordt verrekend. Ik meen dat de schulden bij close-out netting (geheel) tenietgaan als gevolg van een daartoe strekkende partijafpraak. Van verrekening kan daarom geen sprake zijn.

landse stelsel voor verrekening.⁴⁴ Aan het vereiste dat de te verrekenen vorderingen ‘aan elkaar beantwoorden’ zal normaal gesproken zijn voldaan omdat de Master Agreement bepaalt dat de Close-out Amounts worden omgezet in een *Termination Currency equivalent* voordat ze worden opgeteld.⁴⁵ Daarnaast is voldaan aan het vereiste dat de te verrekenen schulden betaalbaar en de te verrekenen vorderingen opeisbaar zijn. Alle vorderingen zijn immers direct opeisbaar vanaf de Early Termination Date. Er is vanuit dit opzicht geen reden om te twijfelen aan de toepassing van het gekozen recht op de close-out netting bepalingen. Een insolventie- of liquidatieprocedure betreffende de wederpartij maakt dat niet anders. Zoals hiervoor besproken doet een dergelijke procedure immers geen afbreuk aan de bevoegdheid tot verrekening door de schuldeiser indien die bevoegdheid voortvloeit uit het recht dat van toepassing is op de schuld waarmee verrekend wordt. Uitgaande van de standaard rechtskeuze voor Engels recht of het recht van de Staat New York, moet de rechter naar Engels recht of, indien van toepassing, het recht van de Staat New York beoordelen of de schuldeiser mag verrekenen. Mocht de rechter ondanks het voorgaande bij Nederlands recht uitkomen, dan geldt het volgende.

Voor verrekening in faillissement is naast de hiervoor genoemde elementen vereist dat de wederpartij zowel schuldeiser als schuldenaar van de gefailleerde is en dat zowel zijn schuld aan de gefailleerde als zijn vordering op de gefailleerde zijn ontstaan vóór de faillietverklaring of voortvloeien uit handelingen vóór de faillietverklaring met de gefailleerde verricht.⁴⁶ Aan beide vereisten is voldaan voor zover de vorderingen voortvloeien uit transacties die voorafgaand aan het faillissement van de wederpartij tot stand zijn gekomen. Dat zal in de regel het geval zijn. Tot slot is nog van belang of de bevoegdheid tot verrekening mogelijk zou worden opgeschort tijdens een door de rechter-commissaris in het faillissement van de wederpartij afgekondigde afkoelingsperiode. Waarschijnlijk is dat niet zo.⁴⁷

Uit het voorgaande volgt dat een insolventie- of liquidatieprocedure niet in de weg staat aan de bevoegdheid tot verrekening voor zover die bevoegdheid voortvloeit uit het gekozen recht en dat, voor zover naar Nederlands recht moet worden beoordeeld of close-out netting is toegestaan, Nederlands recht niet in de weg staat aan close-out netting, ook niet in geval van een insolventie- of liquidatieprocedure met betrekking tot de wederpartij.

Interventiewet

Met de Wet bijzondere maatregelen financiële ondernemingen (de **Interventiewet**) zijn twee bijzondere toezichtinstru-

menten geïntroduceerd die afbreuk zouden kunnen doen aan de werking van de Master Agreement.⁴⁸ Het eerste instrument biedt de Nederlandsche Bank de mogelijkheid om bij het verzoek tot toepassing van de noodregeling of een verzoek tot faillissement van een bank, een beleggingsonderneming⁴⁹ of een verzekeraar een overdrachtsplan te overleggen, op grond waarvan, na goedkeuring door de rechtbank, activa en passiva van de financiële onderneming kunnen overgaan op een derde.⁵⁰ Het tweede instrument geeft de Minister van Financiën de bevoegdheid om, indien hij van oordeel is dat de stabiliteit van het financiële stelsel ernstig en onmiddellijk in gevaar komt door de situatie waarin een financiële onderneming met zetel in Nederland zich bevindt, met het oog op de stabiliteit van dat stelsel te besluiten tot onteigening van vermogensbestanddelen van de betrokken onderneming, van door die onderneming uitgegeven effecten of van vorderingen op die onderneming.⁵¹ Verder is de bevoegdheid van schuldeisers om bepaalde contractuele rechten uit te oefenen beperkt. Zo kan een schuldeiser van een onderneming waarop één van de toezichtinstrumenten van toepassing is zonder toestemming van de Nederlandsche Bank geen beroep doen op een contractuele bepaling die hem het recht geeft om naar aanleiding van die gebeurtenis bepaalde rechten uit te oefenen of de rechtsverhouding met de onderneming vervoegd te beëindigen.⁵² In afwijking van het voorgaande is expliciet bepaald dat een onteigening of de goedkeuring van een overdrachtsplan geen afbreuk doet aan de bevoegdheden die voortvloeien uit een verrekenbeding in een overeenkomst met betrekking tot financiële instrumenten.⁵³ Het lijkt geen twijfel dat de close-out netting bepalingen van de Master Agreement als een verrekenbeding in bovenbedoelde zin worden aangemerkt.⁵⁴

Uit het voorgaande volgt dat noch een onteigening noch de goedkeuring van een overdrachtsplan onder de Interventie-

48 Voor een heldere uiteenzetting: R.P. Vrolijk, ‘De Interventiewet: een uitgebreid toezichtinstrumentarium’, in: *Vennootschap & Onderneming* 2011 (6). Zie ook: J.A.M.A. Sluysmans en M.J.W. Timmer, ‘De interventiewet en de SNS-ontteigening’, in: *MvV* 2013 (7).

49 Bedoeld is: beleggingsonderneming in de zin van de Verordening (EU) nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012.

50 Art. 3:159c Wft e.v., art. 212hc, 212oo en 213ac Fw.

51 Art. 6:2 Wft. Voor een bespreking van enkele – inmiddels geadresseerde – consequenties van een gedeeltelijke overdracht van activa en/of passiva onder een overdrachtsplan ten aanzien van close-out netting onder raamovereenkomsten: W.A.K. Rank, *Interventie bij banken en verzekeraars, Rechten van crediteuren en wederpartijen*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers, 2015.

52 Art. 3:267f Wft.

53 Art. 3:159oo lid 2 en 6:2 lid 7 Wft.

54 Art. 159oo lid 3 Wft bevat de volgende definitie van ‘verrekenbeding’: een beding op grond waarvan bij het voldoen aan tussen partijen overeengekomen voorwaarden: (a) de verplichtingen van partijen onmiddellijk opeisbaar worden, alsmede omgezet in een verplichting tot het betalen van een bedrag dat hun geschatte actuele waarde vertegenwoordigt, dan wel de verplichtingen vervallen en worden vervangen door een verplichting tot het betalen van het voornoemde bedrag; of (b) de verplichtingen van partijen worden verrekend en alleen het saldo is verschuldigd.

44 Art. 6:127 BW e.v.

45 Partijen kunnen een afwijkende *Termination Currency* overeenkomen voor een individuele transactie of een groep transacties. In dergelijke gevallen is verrekening beperkt tot vorderingen onder transacties waarvoor dezelfde *Termination Currency* is afgesproken.

46 Art. 53 Fw.

47 Vgl. Faber 2005 (diss.), nr. 437-438.

wet in de weg staat aan toepassing van de close-out netting bepalingen van de Master Agreement.

Herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen

Met de implementatie van de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen⁵⁵ en de inwerkingtreding van de Verordening gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme⁵⁶ is het toezichtinstrumentarium met betrekking tot o.a. banken, beleggingsondernemingen en bepaalde financiële holdings uitgebreid met vier instrumenten, waaronder het instrument van afsplitsing van activa en het instrument van bail-in.^{57,58,59} De toepassing van deze instrumenten zou gevolgen kunnen hebben voor de werking van de close-out netting bepalingen van de Master Agreement.

Met betrekking tot het instrument van afsplitsing van activa is echter bepaald dat het instrument geen afbreuk mag doen aan de rechten die voortvloeien uit salderingsovereenkomsten.⁶⁰ Het lijkt geen twijfel dat de Master Agreement als

een salderingsovereenkomst kwalificeert.⁶¹ Verder geldt dat een besluit tot afsplitsing van activa niet mag strekken tot overgang van slechts een gedeelte van de activa of passiva die onder een salderingsovereenkomst vallen.⁶²

Gezien die ontwikkeling zal het instrument van bail-in over het algemeen slechts betrekking hebben op een beperkt deel van de derivatenportefeuille van een instelling.

Het instrument van bail-in moet worden uitgeoefend met inachtneming van artikel 49 van de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen.⁶³ Daaruit volgt dat het instrument van bail-in ten aanzien van derivaten pas kan worden uitgeoefend nadat de derivatenposities gesloten zijn. In het kader van toepassing van het instrument van bail-in zijn de afwikkelingsautoriteiten bevoegd alle derivatencontracten te beëindigen en de transacties af te wikkelen. Met het oog op de afwikkeling moeten de transacties worden gewaardeerd.⁶⁴ De Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen bevat een aantal uitgangspunten ten aanzien van de waarderingsmethode. De waarderingsmethode leidt zonder meer tot dezelfde uitkomst als toepassing van de close-out netting bepalingen van de Master Agreement. Nadere regels voor de waardering zijn vastgelegd in een gedelegeerde verordening.⁶⁵ Het instrument van bail-in is niet van toepassing op door zekerheid gedekte verplichtingen.⁶⁶ Onder invloed van EMIR wordt voor een toenemend deel van alle OTC-derivaten collateral gesteld. Gezien die

55 Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 82/891/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU en 2013/36/EU en de Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad (*PbEU* 2014, L173/190).

56 Verordening (EU) Nr. 806/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 juli 2014 tot vaststelling van eenvormige regels en een eenvoudige procedure voor de afwikkeling van kredietinstellingen en bepaalde beleggingsondernemingen in het kader van een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme en een gemeenschappelijk afwikkelingsfonds en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 1093/2010 (*PbEU* 2010, L331/12).

57 Art. 42, 43 en 49 Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen; art. 26 en 27 Verordening gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme. Op grond van art. 23 Verordening gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme moet een door de afwikkelingsraad vast te stellen afwikkelingsregeling de bijzonderheden betreffende de op de af te wikkelen instelling toe te passen afwikkelingsinstrumenten bevatten die onder meer betrekking hebben op de instrumenten van afsplitsing van activa en bail-in die door de nationale afwikkelingsautoriteiten moeten worden uitgevoerd overeenkomstig de desbetreffende bepalingen van de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen.

58 Voor een bespreking van het afwikkelingsregime zie G. Kastelein, *De Bankenuitruimte en het vertrouwen in een goede afwikkeling*, Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2014, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deventer, Kluwer 2014; M. Haentjens, 'Nieuw afwikkelingsregime als katalysator van Europese integratie', in: *TFR* 2017 (7/8) en B.J. Drijber en A. van Toor, 'Van ESA's, SSM en SRM: rechtsbescherming in een labyrint van Europese regels voor het financiële toezicht', in: *Ondernemingsrecht* 2015 (3). Over het instrument van bail-in: A.D.S. Hoebal, 'Bail-in: over de (wettelijke) beperking van rechten van crediteuren', in: *MvV* 2013 (10) en B. Bierens, 'Banken in macro-juridische context: over recht, risico, resolutie en financiële stabiliteit', in: *Ondernemingsrecht* 2016 (33).

59 Er is een wetsvoorstel herstel en afwikkeling van verzekeraars in voorbereiding: <https://www.internetconsultatie.nl/afwikkelingverzekeraars/> details Voor een bespreking zie: F.W.J. van der Eerden en S. Uiterwijk, 'Consultatie Wetsvoorstel herstel en afwikkeling van verzekeraars', in: *TFP* 2016 (7/8).

60 Art. 3A:60 Wft.

61 Art. 3A:60 Wft is gebaseerd op art. 76 lid 1 en 2 Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen. Art. 4 lid 1 van Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/867 van de Commissie van 7 februari 2017 inzake de categorieën regelingen die moeten worden beschermd bij een gedeeltelijke eigendomsoverdracht op grond van art. 76 van Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad bepaalt dat contractuele salderingsovereenkomsten die zijn aangegaan tussen een instelling en één enkele tegenpartij kwalificeren als salderingsovereenkomsten in de zin van art. 76 lid 2 onder d van de richtlijn ingeval zij verband houden met rechten en verplichtingen die uit financiële contracten of derivaten voortvloeien.

62 Art. 3A:61 lid 1 Wft. Dit artikel is gebaseerd op art. 77 Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen. Het betreft een uitwerking van de in art. 76 Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen geformuleerde hoofdregel.

63 Art. 3A:44 lid 3 Wft.

64 Art. 49(3) juncto art. 36 Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen.

65 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1401 van de Commissie van 23 mei 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen met technische reguleringsnormen voor methodieken en grondslagen voor de waardering van uit derivaten voortvloeiende passiva (*PbEU* 2016, L228/7).

66 Art. 44(2)(b) Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen; art. 27(3)(b) Verordening gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme.

ontwikkeling zal het instrument van bail-in over het algemeen slechts betrekking hebben op een beperkt deel van de derivatenportefeuille van een instelling.

5. Aanbevelingen voor de praktijk

Er zijn in beginsel geen Nederlandse rechtsregels die afbreuk doen aan de werking van de bepalingen van de Master Agreement betreffende vervroegde beëindiging en close-out netting. Echter, indien een transactie wordt aangegaan met een Nederlandse wederpartij onder een Master Agreement kan het zinvol zijn om Automatic Early Termination te selecteren in het Schedule. Zo voorkomt men in relevante insolventiesituaties onzekerheid over het moment waarop de omvang van de verbintenissen moet worden bepaald op basis waarvan de Close-out Amounts voor de vervroegd beëindigde transacties worden vastgesteld.

Verder dienen partijen, indien zij een transactie overwegen aan te gaan met o.a. een bank of een beleggingsonderneming met zetel in Nederland, bewust te worden gemaakt van het risico op toepassing van het instrument van bail-in, waarbij uitstaande transacties vervroegd kunnen worden beëindigd en de waardering van die transacties in afwijking van de relevante bepalingen van de Master Agreement zal plaatsvinden op basis van de daarvoor vastgestelde regelgeving. Indien partijen geen enkel risico willen lopen, dienen zij voldoende zekerheid voor alle verplichtingen te bedingen. In dat geval vallen de verplichtingen geheel buiten het bereik van een eventuele bail-in.

Over de auteur

Mr. R.W.K. Steeg

Advocaat bij Stibbe te Amsterdam.