



Masterscriptie Privaatrecht

Van onteigening naar *bail-in!*

*De vermogensrechtelijke positie van de achtergestelde
obligatiehouder in het spectrum van bankherstructureringen*

Tilburg University

Faculteit der Rechtsgeleerdheid

Departement Privaatrecht

Student: T.W. Beenen

Studentnummer: s598767

Scriptiebegeleider: mr. M.P. Verdonk

Tweede lezer: prof. mr. R.M. Wibier

Afstudeerdatum: 2 juli 2014

"If there is a risk in a bank, our first question should be: 'Ok, what are you, the bank, going to do about that? What can you do to recapitalize yourself?' If the bank can't do it, then we'll talk to the shareholders and the bondholders. We'll ask them to contribute in recapitalizing the bank. And if necessary the uninsured deposit holders: 'What can you do in order to save your own banks?'"

– Jeroen Dijsselbloem (Minister van Financiën), 26 maart 2013

Inhoudsopgave

1	Inleiding	1
1.1	Achtergrond	1
1.1.1	<i>Too big to fail</i> en systeembanken	1
1.1.2	Europese herstel- en afwikkelingsmaatregelen	2
1.1.3	Alternatieve maatregelen lidstaten	3
1.2	Maatschappelijke relevantie	4
1.3	De achtergestelde obligatiehouder	4
1.3.1	De obligatie.....	4
1.3.2	Achterstelling.....	5
1.3.3	Contractuele vrijheid.....	6
1.4	Het onderzoek	6
1.4.1	Onderzoeksdoel	6
1.4.2	Opzet.....	7
1.4.3	Beperkingen van het onderzoek	7
2	Financiering van banken, kapitaaleisen en de <i>bail-in</i>-problematiek.....	8
2.1	Kredietbedrijf van een bank	8
2.2	Financiering van een bank.....	8
2.2.1	Kapitaalinstrumenten	8
2.2.1.1	<i>Eigen vermogen</i>	8
2.2.1.2	<i>Vreemd vermogen</i>	9
2.2.2	Financieringsvoordeel systeembanken	9
2.3	Kapitaaleisen.....	10
2.3.1	Wettelijk kapitaal CRR	11
2.3.1.1	<i>Tier 1-kapitaal</i>	12
2.3.1.2	<i>Tier 2-kapitaal</i>	12
2.3.2	Prudentiële rangorde van schuldeisers	12
2.4	De <i>bail-in</i> -problematiek	13
2.4.1	Contractuele en wettelijke <i>bail-in</i>	13
2.5	Tussenconclusie	14
3	Het onteigeningsinstrument	15
3.1	De Interventiewet.....	15
3.1.1	Reikwijdte.....	15

3.1.2	Rechtsbescherming en schadeloosstelling	16
3.1.3	Contractuele rechten wederpartijen	17
3.2	Toepassing onteigeningsinstrument; de zaak SNS REAAL	18
3.2.1	Feiten	18
3.2.2	Onteigeningsbesluit	19
3.2.3	Uitspraak ABRvS	19
3.2.3.1	<i>Geen onderscheid tussen verschillende achtergestelde vorderingen</i>	19
3.2.3.2	<i>Vordering tot schadevergoeding</i>	20
3.2.4	Uitspraak OK	21
3.2.4.1	<i>Hogere schadeloosstelling</i>	21
3.2.4.2	<i>Vordering uit hoofde van een 403-verklaring</i>	21
3.3	De positie van de achtergestelde obligatiehouder	22
3.3.1	Rangorde van schuldeisers	22
3.3.2	Rechtszekerheid	23
3.3.3	Recht op schadevergoeding	23
3.3.3.1	<i>Overige vorderingen</i>	24
3.3.4	Contractuele rechten	25
3.3.4.1	<i>Contractueel reduceren debiteurenrisico</i>	26
3.4	Tussenconclusie	27
4	Het <i>bail-in</i>-instrument	28
4.1	De BRRD	28
4.1.1	Reikwijdte	28
4.1.1.1	<i>Trigger moment</i>	29
4.1.2	<i>Eligible liabilities</i>	29
4.1.3	Contractuele rechten	30
4.2	Toepassing <i>bail-in</i>	30
4.2.1	Afschrijvings- en omzettingsbevoegdheid	31
4.2.2	Minimum <i>bail-in</i> -vermogen	31
4.2.3	Fictief voorbeeld <i>bail-in</i>	32
4.3	De positie van de achtergestelde obligatiehouder	33
4.3.1	Rangorde van schuldeisers	33
4.3.1.1	<i>Extra risico (achtergestelde) obligatiehouder</i>	33
4.3.2	Rechtszekerheid	34
4.3.2.1	<i>Risico bestaande positie afdekken</i>	35

4.3.3	Recht op schadevergoeding.....	36
4.3.4	Contractuele rechten	36
4.3.4.1	<i>Contractueel reduceren debiteurenrisico</i>	37
4.4	Tussenconclusie	37
5	Conclusie	38
5.1	Antwoord op de onderzoeksvraag	38
5.2	Aanbevelingen en opmerkingen	40
	Literatuurlijst	41

Lijst met afkortingen

ABRvS	Afdeling Bestuursrechtspraak Raad van State
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AT1	Additional Tier 1
Awb	Algemene Wet Bestuursrecht
BRRD	Bank Recovery and Resolution Directive
BW	Burgerlijk Wetboek
CDS	Credit Default Swap
CET1	Common Equity Tier 1
CRD IV	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulations
DNB	De Nederlandsche Bank
EBA	Europese Bankautoriteit
ECB	Europese Centrale Bank
EUR	euro
e.a.	en andere
e.v.	en verder
Fw.	Faillissementswet
GBP	Britse pond
Interventiewet	Wet bijzonder maatregelen financiële ondernemingen
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
jo.	juncto
KvK	Kamer van Koophandel
LAC	loss absorbing capacity
mrd.	miljard
MvF	Minister van Financiën
MvT	Memorie van Toelichting
OK	Ondernemingskamer
p.	pagina
SRM	Single Resolution Mechanism
Stb.	Staatsblad
Stcrt.	Staatscourant
vgl.	vergelijk
Wft	Wet financieel toezicht

1 Inleiding

1.1 Achtergrond

Banken zijn essentieel voor een goede werking van de reële economie. Zij verstrekken krediet, geven bedrijven toegang tot de kapitaalmarkt, operationaliseren betalingssystemen en zorgen dat consumenten veilig kunnen sparen en beleggen.¹ Deze bankfuncties zijn een vorm van ‘publieke dienstverlening’.² Als de bancaire sector hapert, zet dat een rem op de economische ontwikkeling.³ De afgelopen jaren is op mondiaal niveau gebleken dat banken alles behalve *insolvency proof* zijn. De val van de systeemrelevante Amerikaanse bank Lehman Brothers was een keerpunt. Na dit faillissement volgden deconfitures van Europese banken, zoals Fortis, Amagerbanken en Hypo Real Estate Holding. Nederlandse systeembanken, zoals ING, ABN AMRO en SNS REAAL moesten door middel van staatssteun overeind worden gehouden.⁴ Dit ingrijpen met belastinggeld wordt een ‘*bail-out*’ genoemd. Dergelijke overheidsinterventies hebben de Nederlandse Staat en daarmee de belastingbetaler veel geld gekost.⁵ Tussen 2009 en 2012 kostte de stabilisering van de bankensector de Europese lidstaten gezamenlijk ruim EUR 360 mrd.⁶

1.1.1 *Too big to fail* en systeembanken

Een karakteristiek van het bankbedrijf is het gegeven dat het vrijwel volledig op vertrouwen is gebaseerd. Vertrouwen is dan ook het meest waardevolle bezit van een bank.⁷ Wanneer dit wegvalt, zullen spaarders hun geld opvragen en kan de bank in acute liquiditeitsproblemen komen. Hierdoor kunnen *bank runs* ontstaan, zoals bij het Engelse Northern Rock in 2007 en de Nederlandse DSB Bank in 2009. Een gebrek aan vertrouwen kan zich ook vertalen in aandelenkoersen die onder druk komen te staan, waardoor de waarde van de bank daalt en uiteindelijk kan leiden tot een *self fulfilling prophecy*. Gebrek aan vertrouwen in de ene bank kan leiden tot het besmetten van andere banken, waardoor een zogeheten ‘systeemrisico’ kan ontstaan.⁸

Een systeemrisico ontstaat wanneer (i) financiële ondernemingen sterk met elkaar zijn verbonden en (ii) de risico’s van deze instellingen positief met elkaar zijn gecorreleerd.⁹ Dit betekent dat wanneer een bank in de problemen komt, dit een sterk signaal aan de markt kan geven dat andere banken ook in de problemen zitten.¹⁰ Het falen van Bank X kan zo effect hebben op de aandelenkoers van Bank Y. Daarnaast zijn systeembanken vaak een holding van kleinere financiële ondernemingen, zoals retail banken, *broker-dealer’s*, *money market funds*, *asset management funds*, *clearing & settlement*-bedrijven, verzekeraars, etc. Hierdoor kan het faillissement van een dergelijke holding leiden tot het faillissement van het gehele concern.¹¹ Systeembanken worden in de literatuur aangeduid als ‘*too big to fail*’.¹² Barneveld definieert een bank als *too big to fail* wanneer het door de omvang en verwevenheid met de financiële sector een enorme

¹ Campbell & Lastra 2011, p. 34-35 en Cihak & Nier 2012, p. 397.

² ECB 2011, p. 7.

³ *Kamerstukken II* 2012-2013, 32 013, nr. 35, p. 1.

⁴ Vgl. Mos 2010.

⁵ *Het Financieele Dagblad*, ‘Banken redden kost geld en de gederfde economische groei komt niet meer terug’, 19 maart 2013.

⁶ DNB 2013c, p. 27.

⁷ ECB 2011, p. 7.

⁸ Zhou e.a. 2012, p. 8.

⁹ Schwarcz 2008, p. 198-204

¹⁰ Schwarcz 2008, p. 198-204 en Coffee 2010, p. 1.

¹¹ Dit was ook het geval bij de zaak SNS REAAL (vgl. paragraaf 3.2) en het faillissement van Lehman Brothers.

¹² Zhou e.a. 2012, p. 8.

schade aan de economie kan aanrichten wanneer het failliet gaat. Overheden kunnen een dergelijk faillissement niet toestaan, wegens de grote externe gevolgen.¹³ In dit onderzoek zullen banken worden aangeduid als 'systeembanken' als het faillissement van een dergelijke bank een onacceptabele schade aan de economie veroorzaakt.

Nederland heeft ten opzichte van haar economie een relatief grote bankensector.¹⁴ De sector heeft vier grootbanken, namelijk ABN AMRO, ING, Rabobank en SNS REAAL die hadden in 2011 ongeveer 80% van de totale bancaire activa in handen.¹⁵ De combinatie van omvang en concentratie van de Nederlandse bankensector vormt een potentieel risico voor de overheid en financiële stabiliteit.¹⁶ Derhalve zijn deze banken te kwalificeren als 'systeembanken'.

1.1.2 Europese herstel- en afwikkelingsmaatregelen

Na de val van Lehman Brothers bleek dat nationale autoriteiten niet over gedegen beschikten om systeembanken af te wikkelen of te herstructureren.¹⁷ De gebruikelijke nationale insolventieprocedures bleken niet geschikt om complexe banken af te wikkelen.¹⁸ Zo kent Nederland een specifieke afdeling in de Faillissementswet (Fw.) voor het faillissement van een in Nederland gevestigde bank of bijkantoor.¹⁹ De normale insolventieprocedures duren vaak lang en houden onvoldoende rekening met grensoverschrijdende en systeemgevoelige implicaties.²⁰ Op Europees niveau hebben zich sindsdien ontwikkelingen voorgedaan om de bestaande wettelijke instrumenten te versterken zodat een bank in financiële problemen tijdig gered kan worden of ordentelijk kan worden afgewikkeld.²¹

De Europese Commissie is belast met het ter hand nemen van het crisismanagement in de Europese financiële sector. Doordat de financiële markten in Europa sterk met elkaar zijn verweven, heeft de Europese Centrale Bank (ECB) een Europese Bankenunie opgericht.²² De Bankenunie bestaat uit drie pijlers: (i) het Single Resolution Mechanism (SRM), (ii) de Single Supervisory Mechanism (SSM) en (iii) een Single Rulebook.²³ Het SRM is een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme voor banken die in de financiële problemen komen. Dit is vormgegeven middels een richtlijnvoorstel, de Bank Recovery Resolution Directive (BRRD).²⁴ De BRRD heeft als doel om, op basis van minimumharmonisatie,²⁵ lidstaten van gemeenschappelijke voorwaarden te voorzien voor het herstel en afwikkeling van banken om zo daadkrachtig te kunnen ingrijpen. De BRRD beoogt daarnaast de belastingbetaler te ontzien en de kosten

¹³ Barneveld 2012, p. 654.

¹⁴ Vgl. DNB 2013c en Sent 2013, p. 174. De bancaire sector is 4,5 keer het bruto binnenlands product.

¹⁵ *Kamerstukken II* 2012-2013, 32 013, nr. 35, p. 2.

¹⁶ *Kamerstukken II* 2012-2013, 32 013, nr. 35, p. 2 en Sent 2013, p. 174.

¹⁷ Hoebal & Wiercx 2013, p. 269 en Zhou e.a. 2012, p. 8.

¹⁸ Hoekstra & Frijns 2014, p. 278; Hoebal & Wiercx 2013, p. 270 en Henkel & Kaal 2012, p. 198.

¹⁹ Vgl. Afdeling 11AA Fw en specifiek artikel 212g tot en met artikel 212r Fw.

²⁰ Overweging 3 van de considerans van de BRRD en ECB 2011, p. 4.

²¹ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 5.

²² *Kamerstukken II* 2012-2013, 32 013, nr. 35, p. 12 en Joosen 2014, p. 65.

²³ Vgl. Joosen 2014, p. 65. Het SSM geeft de ECB exclusieve bevoegdheden met betrekking tot markttoegang en prudentieel toezicht van banken. Het Single Rulebook bestaat uit harmoniserende prudentiële regelgeving voor banken, zoals CRD IV en CRR (vgl. paragraaf 2.3.1).

²⁴ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de totstandkoming van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van de Richtlijnen 77/91/EEG, 82/891/EG, 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG en 2011/35/EU en de Verordening (EU) nr. 1093/2010, COM(2012) 280 final.

²⁵ De Europese ministers van Financiën, het Europees Parlement en de Europese Commissie hebben een akkoord bereikt, waardoor op basis van het SRM de BRRD per 1 januari 2015 nationaal geïmplementeerd moet zijn.

voor een bankredding neer te leggen bij de private sector: de crediteuren.²⁶ Ook het Nederlandse kabinet, met in het bijzonder Minister van Financiën (MvF) Dijsselbloem, heeft als uitgangspunt dat de rekening voor banken in financiële problemen primair bij private partijen moet worden neergelegd.²⁷ Het *bail-in*-instrument uit de BRRD voorziet in deze doelstelling. Het *bail-in*-instrument verleent de afwikkelingsautoriteit de bevoegdheid om vorderingen van achtergestelde en concurrente bankcrediteuren af te schrijven of om te zetten in aandelenkapitaal om zo een faillierende bank in een *going concern*-scenario²⁸ te herkapitaliseren of in een *gone concern*-scenario²⁹ ordentelijk af te wikkelen.³⁰ Omdat in de BRRD voor minimumharmonisatie is gekozen, kunnen lidstaten ervoor kiezen om, naast het instrumentarium uit de BRRD, verdergaande interventiebevoegdheden aan hun toezichthouders toe te kennen.³¹

1.1.3 Alternatieve maatregelen lidstaten

Verwacht wordt dat het *bail-in*-instrument pas per 1 januari 2016 in werking zal treden, hebben veel Europese landen reeds alternatieve nationale maatregelen genomen om banken te herstructureren.³² Dit waren gehaaste maatregelen zonder enige vorm van internationale coördinatie en consistentie waardoor een *level playing field* ontbrak.³³ Zo is in het Verenigd Koninkrijk per 21 januari 2009 de *Banking Act 2009* in werking getreden en geldt in Duitsland per 1 januari 2011 de *Restrukturierungsgesetz*.³⁴ Deze maatregelen geven de toezichthouders, de Bank of England respectievelijk BaFin, onder meer de bevoegdheid om bepaalde activa van een bank over te dragen aan een derde partij (*bridge bank*). In België, Ierland, Denemarken en Zweden zijn tevens equivalente instrumenten ontwikkeld om financiële problemen bij banken het hoofd te bieden.³⁵ Ook deze instrumenten zien niet specifiek op een *bail-in* van crediteuren en zijn meer gericht op een ordentelijke afwikkeling van een bank in een *gone concern*-scenario.³⁶ In navolging van deze buitenlandse ontwikkelingen is in Nederland de Wet bijzondere maatregelen financiële ondernemingen (Interventiewet) in werking getreden.³⁷ Het kabinet heeft, net als voornoemde landen, besloten om de Europese regelgeving niet af te wachten, gezien het grote belang dat zij hecht aan een stabiel financieel stelsel.³⁸ De Interventiewet is op 1 februari 2013 toegepast toen de MvF de Nederlandse 'systeembank' SNS REAAL van de afgrond redde. Bij deze reddingsoperatie is in economische zin een *de facto bail-in* toegepast, doordat de aandeelhouders en achtergestelde crediteuren zijn onteigend.³⁹

²⁶ Overweging 4 van de considerans van de BRRD.

²⁷ Vgl. *Kamerstukken II 2012-2013*, 32 013, nr. 35, p. 13; *Kamerstukken II 2013-2014*, Aanhangsel 397 en *Het Financieele Dagblad*, Dijsselbloem wil belastingbetaler ontzien bij bankreddiegen, 26 maart 2013.

²⁸ Met een *going concern*-scenario wordt in dit onderzoek bedoeld het herkapitaliseren van de schulden om er zo voor te zorgen dat de bank kan voortbestaan.

²⁹ Met een *gone concern*-scenario wordt in dit onderzoek bedoeld een faillissement.

³⁰ Overweging 11 van de considerans van de BRRD geeft aan dat de afzonderlijke lidstaten overheidsorganen moeten aanwijzen die belast zijn met het uitvoeren van taken en functies die betrekking hebben op de afwikkeling krachtens de BRRD. De Nederlandse afwikkelingsautoriteit zal hoogstwaarschijnlijk bestaan uit DNB en de MvF. (vgl. Hoebal & Wierckx 2013, p. 270).

³¹ De Serië 2012b, p. 534.

³² *Het Financieele Dagblad*, 'Eurolanden stellen invloed op bankredding zeker', 19 december 2013.

³³ Henkel & Kaal 2012, p. 192-193.

³⁴ *Kamerstukken II 2011-2012*, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 6; De Serië 2012a, p. 2 en Henkel & Kaal 2012, p. 217-240.

³⁵ *Kamerstukken II 2011-2012*, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 6.

³⁶ Zhou e.a. 2012, p. 8.

³⁷ *Stb.* 2012, nr. 241.

³⁸ *Kamerstukken II 2011-2012*, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 5.

³⁹ Hoebal & Wierckx 2013, p. 269; *Kamerstukken II 2012-2013*, 32 013, nr. 35, p. 13 en *Het Financieele Dagblad*, 'Ook voor Nederlandse bank lonkt de 'coco'', 12 april 2014.

1.2 Maatschappelijke relevantie

Het afschrijven van schuldvorderingen door een *bail-in* of het onteigenen van effecten door de overheid heeft ten opzichte van een kapitaalinjectie van de Staat het grote voordeel dat niet de belastingbetaler maar de private crediteur van de bank wordt geraakt. Indien de overheid onverhoopt toch moet ingrijpen, zal dit ingrijpen politiek beter verteerbaar zijn wanneer ook de aandeelhouders en obligatiehouders hebben meebetaald.⁴⁰ Doordat achtergestelde schuldvorderingen door het toekomstige *bail-in*-instrument worden geraakt, bestaat bij banken de behoefte om achtergestelde obligaties te emitteren om zo het *bail-in*-vermogen te vergroten. Een dergelijke buffer van achtergestelde obligaties kan daarnaast de niet-achtergestelde obligatiehouder beveiligen tegen de risico's van een toekomstige *bail-in*.⁴¹ De Nederlandse systeembanken springen hier op in. Zo heeft Rabobank in juli 2013 voor EUR 1 mrd aan achtergestelde obligaties geëmitteerd.⁴² Volgens De Nederlandsche Bank (DNB) nam de uitgifte van achtergestelde schuld door Nederlandse systeembanken in 2012 en 2013 met EUR 13 mrd toe.⁴³ Hierdoor komen er steeds meer houders van achtergestelde obligaties bij.

1.3 De achtergestelde obligatiehouder

Bij toepassing van zowel het *bail-in*-instrument uit de BRRD als het onteigeningsinstrument uit de Interventiewet worden de vorderingen van achtergestelde obligatiehouders van een Nederlandse systeembank geraakt. In de literatuur worden knelpunten opgemerkt rondom vermogensrechtelijke beginselen die schuldeisers dienen te beschermen.⁴⁴ Zo kan het *bail-in*-instrument ervoor zorgen dat de *paritas creditorum* en de rangorde van schuldeisers worden doorbroken (de afwikkelingsautoriteit kan immers besluiten welke vorderingen worden afgeschreven, omgezet of waar niets mee wordt gedaan) en dat er contractuele beperkingen optreden.⁴⁵ Deze veranderingen nopen tot een onderzoek naar de vermogensrechtelijke positie van de achtergestelde obligatiehouder in het spectrum van bankherstructureringsen en de aankomende invoering van het *bail-in*-instrument begin 2016.

1.3.1 De obligatie

De obligatie (ook wel 'note' of 'bond' genoemd) is juridisch gezien een vreemde eend in de bijt omdat het in meerdere rechtsgebieden is geregeld. In het vennootschapsrecht wordt krachtens artikel 2:102 Burgerlijk Wetboek (BW) gesproken over 'schuldbrieven'.⁴⁶ Houders van obligaties die zijn uitgegeven door een vennootschap zijn crediteuren van diezelfde vennootschap. Doorgaans hebben obligatiehouders recht op een rentevergoeding of een winstdeling.⁴⁷ In tegenstelling tot de aandeelhouder hebben zij (in beginsel) geen zeggenschapsrechten in de vennootschap. De heersende leer in het vermogensrecht zegt dat obligaties voortvloeien uit een of meerder geldlening(en). Een geldlening is een overeenkomst van verbruikleen van

⁴⁰ De Seri re 2012a, p. 36.

⁴¹ Horsten 2014, p.119 en *Het Financieele Dagblad*, 'Nederlandse banken gaan buffer voor bail-in aanleggen – Fitch', 10 januari 2014.

⁴² Zie <www.beurs.nl/nieuws/binnenland/3203642/rabobank-haalt-eur1-mrd-op-met-10-jarige-achtergestelde-obligatie>.

⁴³ DNB, *Achtergestelde schuld in trek bij Nederlandse grootbanken*, 19 december 2013, te raadplegen via <<http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2013/dnb301551.jsp>>.

⁴⁴ Vgl. De Seri re 2012a en Hoebal & Wierckx 2013.

⁴⁵ De Seri re 2012a, p. 37

⁴⁶ Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa 2013, nr. 327.

⁴⁷ Raaijmakers 2006, p. 348.

geld.⁴⁸ De artikelen 7A:1791-1806 BW zijn overeenkomstig van toepassing. Hiermee is de obligatie vermogensrechtelijk een *species* van het *genus* verbruikleen.⁴⁹ Effectenrechtelijk valt een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument onder de definitie ‘effect’ krachtens artikel 1:1 Wet financieel toezicht (Wft).⁵⁰ Er is sprake van verhandelbaarheid als de obligatie overdraagbaar, uitwisselbaar (enige mate van standaardisatie) en verhandeling mogelijk is.⁵¹ Als een obligatie toegelaten wil worden tot een notering aan Euronext Amsterdam moet minimaal een nominaal bedrag van EUR 5 miljoen worden uitgegeven als het gaat om een openbare aanbidding en EUR 200.000 wanneer het gaat om een niet-openbare aanbidding. De aanvraag dient betrekking te hebben op obligaties met een gelijke rang.⁵² Nederlandse banken wijken voor het emitteren van achtergestelde obligaties vaak uit naar meer liquide markten, zoals de financiële markten van Londen of New York.⁵³

1.3.2 Achterstelling

Achterstelling (*subordination*) van een vordering vloeit in beginsel voort uit een overeenkomst.⁵⁴ Alvorens te kijken naar de achterstelling uit overeenkomst is het belangrijk om stil te staan bij een vermogensrechtelijk beginsel, de *paritas creditorum*. De Nederlandse wet gaat krachtens artikel 3:277 lid 1 BW uit van het beginsel dat alle crediteuren gelijk zijn. Hierdoor hebben zij onderling een gelijk recht bij de verdeling van het vermogen van de schuldenaar, min de executieopbrengst, na evenredigheid van ieders vordering, behoudens de door de wet gestelde voorrangregels. De laatste volzin van artikel 3:277 lid 1 BW geeft aan dat bepaalde crediteuren voorrang hebben op andere crediteuren wanneer de wetgever dit aangeeft.⁵⁵ Naast voorrangregels kan een vordering jegens andere crediteuren ook worden achtergesteld. Hoewel de wet geen vastomlijnde betekenis aan de definitie ‘achterstelling’ toekent, bepaalt artikel 3:277 lid 2 BW dat bij een overeenkomst van een schuldeiser met de schuldenaar kan worden bepaald dat zijn vordering jegens alle of bepaalde schuldeisers een lagere rang neemt dan de wet hem toekent.⁵⁶ Een achterstelling die voortvloeit uit artikel 3:277 lid 2 BW ziet op een situatie waarin verhaalsrechten botsen (*concursum creditorum*), zoals in een faillissement, wordt ook wel een ‘eigenlijke achterstelling’ genoemd.⁵⁷

Volgens Wessels wordt bij achterstelling de *paritas creditorum* bij contract doorbroken, in die zin dat de achtergestelde crediteur (junior crediteur) de overige crediteuren (senior crediteuren) voor moet laten gaan op het moment dat het vermogen van de debiteur verdeeld wordt.⁵⁸ De achterstelling wordt pas relevant als de schuldenaar insolvent raakt. Tot dat moment kunnen immers zowel de junior crediteuren als de senior

⁴⁸ Prinszen 2004, p. 20.

⁴⁹ Vgl. Raaijmakers 2006, p. 348.

⁵⁰ Artikel 1:1 onder de definitie ‘effect’ Wft. Een overkoepelende term van effect is die van ‘financieel instrument’ (vgl. tevens artikel 1:1 Wft). In dit onderzoek wordt de definitie ‘effect’ gebruikt. In de Interventiewet wordt ook de term ‘effecten’ gebruikt.

⁵¹ Grundmann-Van den Kroll 2010, p. 46.

⁵² Artikel 6703/1-6703/3 Euronext Rulebook I (versie 4 april 2014).

⁵³ Joosen 2012, p. 209 en Wood 2007, p. 12.

⁵⁴ Achterstelling kan ook voortvloeien uit de wet, zoals de achterstelling van aandeelhouders bij het vereffenen van het vermogen van een rechtspersoon ex artikel 2:23b BW (vgl. Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI* 2010, nr. 15 en Spinath 2005, p. 1).

⁵⁵ Wessels 2013, p. 4 en Spinath 2005, p. 2. Voorrang doet zich voor in bijvoorbeeld zekerheidsrechten zoals pand- en hypotheekrecht. Deze crediteuren zijn separatisten in een samenloop van verhaalsrechten in een faillissement van de debiteur.

⁵⁶ Artikel 3:277 lid 2 BW.

⁵⁷ Vgl. Wessels 2013, p. 6; Struycken 2013, p. 71 en Spinath 2005, p. 4.

⁵⁸ Wessels 2013, p. 4.

crediteuren volledig worden (terug)betaald.⁵⁹ Bovenstaande brengt mee dat een houder van de achtergestelde obligaties bij een faillissement van de uitgevende instelling daardoor in een slechtere verhaalspositie verkeert, waardoor aan achtergestelde obligaties derhalve een groter debiteurenrisico verbonden is dan aan senior obligaties.⁶⁰

1.3.3 Contractuele vrijheid

De Hoge Raad heeft in het arrest *Buter q.q./Besix* bepaald dat de gevolgen die aan een overeenkomst van achterstelling zijn verbonden, afhankelijk zijn van hetgeen partijen in het concrete geval zijn overeengekomen.⁶¹ Uitleg van de overeenkomst dient daarom volgens de *Haviltex*-doctrine plaats te vinden.⁶² Dit betekent dat contractspartijen een grote mate van contractsvrijheid hebben.⁶³ Zo kan de junior crediteur zijn positie ten opzichte van de debiteur of senior crediteuren versterken. Dit kan door het opnemen van clausules in de achtergestelde obligatieovereenkomst ten laste van de debiteur, zoals de *pari passu*-clausule en in het bijzonder de *events of default*-clausule.⁶⁴ Zo is na de val van Lehman Brothers in veel *lending*-documentatie een *events of default*-clausule opgenomen.⁶⁵ Met de *events of default*-clausule kan de achtergestelde crediteur gebeurtenissen specificeren die zijn te kwalificeren als een tekortkoming van de debiteur. Voorbeelden van een *event of default* is het faillissement van een bank of het niet voldoen aan bepaalde kapitaalratio's (vgl. 2.3.1).⁶⁶ Wanneer een dergelijke gebeurtenis zich voordoet, kan dat leiden tot een verval van de achterstelling of beëindiging van de overeenkomst.⁶⁷

De vermogensrechtelijke positie van de achtergestelde obligatiehouder is sterk afhankelijk van de inrichting van de overeenkomst die aan de relatie tussen debiteur en de achtergestelde obligatiehouder ten grondslag ligt.⁶⁸ Hierdoor blijft de overeenkomst van geldlening en de daarin bedongen achterstelling juridisch maatwerk, waardoor er veel verschillende soorten obligaties bestaan, zoals converteerbare obligaties en *perpetuals* (vgl. 2.3.1.1).⁶⁹ In dit onderzoek zal de geabstraheerde beursgenoteerde achtergestelde obligatiehouder als uitgangspunt dienen.

1.4 Het onderzoek

1.4.1 Onderzoeksdoel

Het doel van dit onderzoek is om te beoordelen wat de vermogensrechtelijke positie⁷⁰ is van de beursgenoteerde achtergestelde obligatiehouder onder het *bail-in*-instrument van de BRRD ten opzichte van het onteigeningsinstrument uit de Interventiewet. De keuze om juist deze crediteur te behandelen in plaats

⁵⁹ Asser/Van Mierlo & Van Velten 3-VI* 2010, nr. 15 en Wood 1995, p. 37.

⁶⁰ Rb. 's-Hertogenbosch 21 december 2011, ECLI:NL:RBSHE:2011:BU8810, r.o. 4.6.

⁶¹ HR 18 oktober 2002, NJ 2003, 503 (*Buter q.q./Besix*), r.o. 3.4.2.

⁶² HR 13 maart 1981, NJ 1981, 635 (*Haviltex*). Zie ook OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.71.

⁶³ Spinath 2005, p. 1 en Struycken 2013, p. 71.

⁶⁴ Met een *pari passu*-clausule ziet de junior crediteur af van het van de debiteur verkrijgen van zekerheden, tenzij de debiteur aan andere crediteuren zekerheid verschaft (vgl. Wessels 2013, p.37).

⁶⁵ Derksen & Vriesendorp 2013, p. 79; Van Ijpenburg 2013, p. 238 en Rank 2009, p. 117.

⁶⁶ Wibier 2011, p. 1552 en Broeders 2010, p. 585.

⁶⁷ Wessels 2013, p. 37 en Rank 2009, p. 117.

⁶⁸ Vgl. Struycken 2013, p. 69-71.

⁶⁹ Vgl. Prinssen 2004 (diss.) en Verschuuren 2010 voor de uitleg van converteerbare obligaties en *perpetuals*.

⁷⁰ De vermogensrechtelijke positie van de achtergestelde obligatiehouder wordt in dit onderzoek bepaald door bepalingen uit het Nederlandse goederen- en verbintenissenrecht die betrekking hebben op enig vermogensbestanddeel.

van (bijvoorbeeld) de niet-achtergestelde obligatiehouder of depositohouder is gelegen in het feit dat gedurende de redding van SNS REAAL de positie van de niet-achtergestelde obligatiehouders niet door het onteigeningsbesluit van de MvF werd aangetast. Enkel de aandelen en achtergestelde vorderingen werden onteigend. Daarnaast vloeit deze keuze voort uit het feit dat Nederlandse systeembanken achtergestelde obligaties emitteren om zo het *bail-in*-vermogen te verhogen en in te spelen op de naderende veranderingen. Om deze beoordeling te realiseren zijn er criteria opgesteld waaraan de vermogensrechtelijke positie wordt getoetst. Deze criteria zijn: (i) de rangorde van schuldeisers, (ii) de rechtszekerheid, (iii) het recht op schadevergoeding en (iv) de contractuele rechtsverhouding tussen de achtergestelde obligatiehouder en de bank.

Uit bovenstaande kan de volgende onderzoeksvraag worden gedestilleerd:

Hoe verhoudt de vermogensrechtelijke positie van de achtergestelde obligatiehouder van een Nederlandse systeembank onder het bail-in-instrument uit de BRRD zich ten opzichte van het onteigeningsinstrument uit de Interventiewet?

1.4.2 Opzet

Om de onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden, wordt het onderzoek opgesplitst in een aantal deelonderzoeken. In hoofdstuk 2 wordt ingegaan op de financiering van een bank, prudentiële regelgeving omtrent kapitaaleisen en de *bail-in*-problematiek. Dit beschrijvende hoofdstuk is cruciaal voor een goed begrip van de positie van de achtergestelde obligatiehouder in het spectrum van een bankherstructurering. Hoofdstuk 3 zal vervolgens ingaan op de vermogensrechtelijke positie van de achtergestelde obligatiehouder als het onteigeningsinstrument uit de Interventiewet wordt toegepast. Wanneer deze positie is beoordeeld aan de hand van de opgestelde criteria, zal in hoofdstuk 4 de vermogensrechtelijke positie van de achtergestelde obligatiehouder bij het toepassen van het *bail-in*-instrument uit de BRRD op grond van dezelfde criteria worden beoordeeld. In het afsluitende hoofdstuk 5 zal de beoordeling tussen beide posities plaatsvinden in de vorm van een antwoord op de onderzoeksvraag en aanbevelingen voor de achtergestelde obligatiehouder.

1.4.3 Beperkingen van het onderzoek

Dit literatuuronderzoek heeft zijn beperkingen die onderkend moeten worden. Allereerst wordt in dit onderzoek uitgegaan van een simplistische vorm van een beursgenoteerde achtergestelde obligatie. Zoals reeds is opgemerkt bestaan er – mede door de contractsvrijheid – vele varianten op de obligatieovereenkomst, waardoor een simplificatie gewenst is. Ook dient opgemerkt te worden dat de BRRD een nog te implementeren richtlijn betreft. Hierdoor zal voor de beoordeling van het *bail-in*-instrument sommige termen en artikelen uit de BRRD geïnterpreteerd moeten worden. Daarnaast is in dit onderzoek gezocht op Engelse en Nederlandse zoektermen. Hierdoor is voorbij gegaan aan de literatuur uit niet-Engelstalige en niet-Nederlandse landen. Gezien het feit dat het merendeel van de (relevante) literatuur Engelstalig is, is naar mijn goed weten de belangrijkste beschikbare literatuur behandeld.

Dit onderzoek is afgesloten op 6 juni 2014

2 Financiering van banken, kapitaaleisen en de *bail-in*-problematiek

2.1 Kredietbedrijf van een bank

Alvorens wordt ingegaan op de vraag hoe een bank wordt gefinancierd, is het belangrijk om kort stil te staan bij het kredietbedrijf van een bank. Een bank wordt in artikel 1:1 Wft gedefinieerd als een rechtspersoon dat bedrijf maakt van het buiten besloten kring ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen en het voor eigen rekening verrichten van kredietuitzettingen.⁷¹ Opvorderbare gelden zijn gelden die op elk moment teruggevraagd kunnen worden, zoals een deposithouder die op elk moment zijn tegoed op een spaar- of betaalrekening kan opvragen. De bank kan ook geld ophalen via de geld- of kapitaalmarkten door middel van het emitteren van schuldpapieren (vgl. paragraaf 2.2.1.2). Opvorderbare gelden en uitgegeven schuldpapieren vormen een schuld (passiva) voor de bank. Met dit geld kan de bank op haar beurt weer kredieten verstrekken aan bijvoorbeeld het bedrijfsleven, hypotheekverstrekkers en andere banken. Kredietuitzettingen zijn bezittingen (activa) van de bank.⁷² De bank is haar geldgevers een periodieke rentevergoeding verschuldigd en verlangt tevens rente voor verstrekt krediet. Dit rentepercentage zal doorgaans hoger liggen dan de rente die moet worden gegeven op het aangetrokken geld. Het verschil in de rentemarge is de belangrijkste inkomstenbron van het kredietbedrijf van een bank. De bank fungeert *de facto* als een doorgeefluik tussen kredietverschaffers en kredietvragers.⁷³

2.2 Financiering van een bank

Vennootschappen laten zich financieren door middel van eigen vermogen (*equity*) en vreemd vermogen (*debt*). Banken zijn doorgaans een kapitaalvennootschap in de vorm van een NV.⁷⁴ Het bedrijfsmodel van een bank verschilt echter met dat van bijvoorbeeld een beursgenoteerde onderneming, waardoor de financiering van een bank een ingewikkelde kwestie is.⁷⁵ Zo brengt de prudentiële regelgeving extra kapitaalverplichtingen met zich mee (vgl. paragraaf 2.3). Voor de vraag hoe een bank gefinancierd wordt, dient te worden gekeken naar de passivakant van de bankbalans: het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Dit vermogen bestaat voor een groot gedeelte uit geëmitteerde (beursgenoteerde) kapitaalinstrumenten.

2.2.1 Kapitaalinstrumenten

2.2.1.1 Eigen vermogen

Financiers die investeren in het eigen vermogen van een onderneming verschaffen risicodragend kapitaal door aandelen vol te storten. Aandeelhouders lopen het risico dat de onderneming verlies maakt waardoor ze geen rendement op het verschaft kapitaal verkrijgen en de koers daalt. Daarnaast lopen aandeelhouders het risico dat zij hun inleg kwijt raken bij een faillissement. Wanneer de onderneming winst maakt dient een

⁷¹ Vgl. artikel 1:1 Wft onder de definitie 'bank'. Voor de specifieke definities zoals 'professionele marktpartijen', 'buiten besloten kring' en 'eigen rekening' verwijs ik naar Grundmann- Van de Krol 2010, p. 263-285.

⁷² Grundmann- Van de Krol 2010, p. 284.

⁷³ Horsten 2002, p. 53.

⁷⁴ In Nederland is de Rabobank een uitzondering aangezien deze de rechtsvorm van een coöperatie heeft.

⁷⁵ Allink & Aarts 2013, p. 625.

deel uitgekeerd te worden in de vorm van bijvoorbeeld dividend.⁷⁶ Het eigen vermogen van een bank kan naast aandelenkapitaal ook bestaan uit zogenaamde hybride kapitaalinstrumenten (vgl. paragraaf 2.3.1.1).

2.2.1.2 Vreemd vermogen

Verschaffers van vreemd vermogen participeren niet in de winst en verlies van de onderneming maar hebben daarentegen wel aanspraak op (terug)betaling van het ter beschikking gestelde geld plus een periodieke rentevergoeding.⁷⁷ Vreemd vermogen van een bank heeft een aantal specifieke karaktereigenschappen die tot uitdrukking komen in verschillende vormen van financiering. Allereerst bestaat er een onderscheid tussen gedekte financiering en ongedekte financiering.⁷⁸ Bij gedekte financiering krijgt de crediteur een claim op een gedeelte van de activa, zoals een hypotheekportefeuille of courante effecten. Daarnaast is er een onderscheid in korte en lange termijn financiering.⁷⁹ Door deze verschillen in looptijd en zekerheden, bestaan er verschillende vormen van schuld papier.

Een voorbeeld van korte termijn gedekte financiering is een terugkoopovereenkomst, ofwel een *repurchase agreement*.⁸⁰ Lange termijn gedekte financieringen zijn bijvoorbeeld securitisatietransaties. Dit zijn uitgegeven schuld papieren met een *pool* van activa als onderpand, zoals *covered bonds* en *asset backed securities*.⁸¹ Korte termijn ongedekte financiering kan worden opgehaald door het uitgeven van *commercial papers* op de geldmarkt.⁸² *Commercial papers* hebben een hoge coupure⁸³ en worden derhalve vrijwel alleen uitgegeven aan institutionele beleggers.⁸⁴ Deze schuld papieren hebben een looptijd tot twee jaar en voorzien daarmee in de kortlopende financieringsbehoefte.⁸⁵ Lange termijn ongedekte financieringsinstrumenten zijn allerhande obligaties.⁸⁶ Obligaties hebben meestal een lage coupure en een looptijd van meer dan twee jaar. Hierdoor zijn dergelijke schuld instrumenten bereikbaar voor de niet-professionele belegger.⁸⁷

2.2.2 Financieringsvoordeel systeembanken

Wanneer een systeembank in de financiële problemen komt zal de overheid ingrijpen.⁸⁸ Doordat de vorderingen van kredietverstrekkers van systeembanken worden gegarandeerd door de overheid hebben systeembanken een financieringsvoordeel, waardoor de kredietverstrekkers een relatief lage rentevergoeding vragen.⁸⁹ Door deze overheidsgarantie hebben kredietverschaffers minder de prikkel om het risicoprofiel van de bank contractueel te limiteren en te monitoren.⁹⁰ Een systeembank kan derhalve goedkoper geld lenen dan andere banken die niet beschermd worden. Door dit voordeel kan een systeembank een hoger risicoprofiel

⁷⁶ Vriesendorp 2013, p. 21.

⁷⁷ Vriesendorp 2013, p. 21.

⁷⁸ Allink & Aarts 2013, p. 631.

⁷⁹ DNB 2013c, p. 11 en Allink & Aarts 2013, p. 631.

⁸⁰ Bij een *repurchase agreement* verkoopt de bank een bepaalde hoeveelheid effecten om dezelfde hoeveelheid effecten tegen een vooraf afgesproken prijs op een later tijdstip terug te kopen.

⁸¹ Zie tevens R.M. Wibier & R.D. Vriesendorp, 'De kredietcrisis en privaatrecht', *NJB* 2009, p. 2-8.

⁸² Allink & Aarts 2013, p. 631.

⁸³ Coupure is de grootte waarin schuldbrieven worden uitgegeven. Bij *commercial papers* ligt de *coupure* vaak hoger dan EUR 500.000 (Horsten 2002, p. 52).

⁸⁴ Institutionele beleggers zijn professionele partijen, zoals pensioenfondsen, verzekeraars en andere (*investment*) banken.

⁸⁵ Horsten 2002, p. 52.

⁸⁶ Allink & Aarts 2013, p. 631.

⁸⁷ Horsten 2002, p. 52.

⁸⁸ *Kamerstukken II* 2012-2013, 32 013, nr. 35, p. 7.

⁸⁹ Barneveld 2012, p. 654.

⁹⁰ Barneveld 2012, p. 654.

aanhouden (*moral hazard*). Hierdoor komt aan (de aandeelhouders van) de bank een oneigenlijk voordeel toe.⁹¹ Aandeelhouders profiteren immers van eventuele (hogere) rendementen met relatief risicovolle financieringsstructuren en hebben dus belang bij een financiering met een hoge *leverage* (verhouding tussen eigen en vreemd vermogen, waarbij een hoge *leverage* betekent dat er relatief veel vreemd vermogen is), waardoor het rendement op het eigen vermogen (rentabiliteit) hoger is.⁹²

Door financiering met een hoge *leverage* is het eigen vermogen van een bank vaak maar een fractie van het balanstotaal. Hierdoor zijn de kosten (rentebetalingen) die gemoeid zijn met het vreemd vermogen hoog. Omdat de activa van een bank, zoals verstrekte kredieten, vaak niet direct liquide te maken zijn omdat ze een lange looptijd hebben, heeft een bank een inherent liquiditeitsprobleem. Een bank kan uit bestaande liquide middelen (doorgaans) niet direct alle opeisbare schulden betalen die uit deze vorderingen voortvloeien. Dit is wat ‘vertrouwen’ zo belangrijk maakt voor een bank; het verliezen van het vertrouwen zorgt ervoor dat schulden moeten worden afgelost, waarvoor, op dat moment, niet voldoende liquide middelen beschikbaar zijn, wat de bank in gevaar brengt.

2.3 Kapitaaleisen

Banken staan krachtens deel 3 Wft onder prudentieel toezicht van DNB. Het prudentieel toezicht is gericht op de soliditeit van financiële ondernemingen⁹³ en de stabiliteit van het financiële stelsel.⁹⁴ DNB is, naast dit prudentieel toezicht, tevens belast met het al dan niet toelaten van een bank tot de financiële markten.⁹⁵ DNB is dus zowel toezichthouder als vergunningverlenende autoriteit.⁹⁶ Wanneer een bank in de financiële moeilijkheden komt kan de solvabiliteit onder druk komen te staan. De solvabiliteit zegt iets over de mate waarin het eigen vermogen dekking geeft voor de bestaande schulden en verplichtingen.⁹⁷ Vanuit prudentieel oogpunt dienen banken te voldoen aan bepaalde kapitaaleisen betreffende het eigen vermogen. Zo is het essentieel dat een bank bepaalde kapitaalbuffers aanhoudt om financiële schokken te kunnen opvangen in tijden van crisis.⁹⁸ Gedurende de recente financiële- en bankencrisis is gebleken dat het niveau én de kwaliteit van het kapitaal onder de Bazel II-richtlijnen onvoldoende bleken te zijn om deze schokken op te vangen.⁹⁹ In reactie hierop is het nieuwe Bazel III opgesteld. Deze nieuwe regels stellen strengere eisen aan de solvabiliteit, liquiditeit en financieringsstructuren van banken.¹⁰⁰ Bazel III zal op Europees niveau via de richtlijn Capital Requirement Directive (CRD IV)¹⁰¹ en de verordening Capital Requirement Regulations

⁹¹ Barneveld 2012, p. 655.

⁹² *Leverage*-financiering werkt als volgt: Bank XYZ financiert haar activiteiten met EUR 20 mrd aan eigen vermogen en EUR 80 mrd aan vreemd vermogen. Wanneer met dit vermogen (EUR 100 mrd) een rendement van 2% wordt gemaakt, geeft dat een resultaat van EUR 2 mrd. Dit is een rendement van 10% op het eigen vermogen ($2/20 \times 100\%$). Nu heeft Bank XYZ niet een vreemd vermogen van EUR 80 mrd maar van EUR 580 mrd. Wanneer in deze situatie 2% rendement wordt gemaakt, geeft dat een resultaat van EUR 12 mrd. Dit is een rendement van 60% op het eigen vermogen ($12/20 \times 100\%$). De rentabiliteit op het eigen vermogen is een stuk hoger wanneer de activiteiten worden gefinancierd met relatief veel vreemd vermogen.

⁹³ Het bankbedrijf valt onder de overkoepelende term ‘financiële onderneming’. In dit onderzoek wordt enkel het begrip ‘bank’ gebruikt.

⁹⁴ Vgl. artikel 1:24 lid 1 Wft. Soliditeit betekent de betrouwbaarheid van een bank. Dit kan zich vertalen in de kredietwaardigheid, of *credit rating* van schuldpapieren.

⁹⁵ Artikel 1:24 lid 2 Wft.

⁹⁶ Schlingmann 2009, p. 193.

⁹⁷ Vriesendorp 2013, p. 27-28.

⁹⁸ Alink & Aarts 2013, p. 626; Wibier 2013, p. 256 en Joosen 2012, p. 204.

⁹⁹ Wellink 2011, p. 11.

¹⁰⁰ Alink & Aarts 2013, p. 626; Wibier 2013, p. 256; Joosen 2012, p. 204 en Wellink 2011, p. 13.

¹⁰¹ Richtlijn nr. 2013/36/EU (*PbEU* 2013, L 176).

(CRR)¹⁰² worden ingevoerd. CRD IV en CRR maken deel uit van de derde pijler van de Bankenuunie; het Single Rulebook. Deze wetgeving is vanaf 1 januari 2014 van kracht. Hoewel de implementatie van CRD IV in de Wft in de zomer van 2014 wordt verwacht, werkt de verordening CRR direct door en is dus ook toepasbaar en afdwingbaar binnen Nederland.¹⁰³ Voor een goed begrip van de *bail-in*-problematiek is het belangrijk om bepaalde essentiële prudentiële aspecten van deze kapitaaleisen toe te lichten.¹⁰⁴ De *bail-in* uit de BRRD dient namelijk afgestemd te worden op de CRR.¹⁰⁵

2.3.1 Wettelijk kapitaal CRR

Banken moeten krachtens CRR een bepaald niveau van eigen vermogen aanhouden ten opzichte van het totaal aan 'risicogewogen activa'.¹⁰⁶ Deze activa kunnen immers leiden tot (onverwachte) verliezen.¹⁰⁷ Deze verliezen moeten kunnen worden opgevangen door het eigen vermogen, dat ook wel het 'garantievermogen' van een bank wordt genoemd. Onder de CRR wordt het eigen vermogen onderverdeeld in Tier 1-kapitaal en Tier 2-kapitaal (vgl. paragraaf 2.3.1.1 en 2.3.1.2). CRR verplicht banken bepaalde ratio's aan te houden voor het eigen vermogen. Krachtens artikel 92 lid 1 sub c CRR dient het Tier 1-kapitaal en Tier 2-kapitaal bij elkaar opgeteld een ratio te hebben van 8% ten opzichte van de risicogewogen activa.¹⁰⁸ Dit percentage is opgebouwd uit een CET1-ratio van 4,5%, een Tier 1-ratio van 6% (dit impliceert een AT1-ratio van minimaal 1,5%) en een totale kapitaalratio van 8% (dit impliceert een Tier 2-ratio van minimaal 2%).¹⁰⁹

Banken hebben baat bij het emitteren van achtergestelde obligaties omdat deze onder bepaalde voorwaarden kunnen worden gekwalificeerd als zowel Tier 1-kapitaal als Tier 2-kapitaal, hetgeen gunstig is voor de solvabiliteit.¹¹⁰ Daarnaast hebben deze vormen van kapitaal kostentechnisch een aantal voordelen, zoals het niet hoeven betalen van dividendbelasting en de fiscale aftrekbaarheid van de rente.¹¹¹ Zowel op de gereguleerde markt als ongereguleerde markt (de *over the counter*-markt) halen banken vreemd vermogen op door achtergestelde obligaties te emitteren.¹¹² Achtergestelde obligaties worden door een bank dus regelmatig uitgegeven om aan kapitaalvereisten te voldoen.¹¹³

¹⁰² Verordening (EU) nr. 575/2013 (*PbEU* 2013, L 176).

¹⁰³ Zie <http://www.dnb.nl/binaries/CRR%20en%20CRD%20IV%20laatste%20loodjes%20voor%20de%20start_tcm46-301349.pdf>).

¹⁰⁴ Vgl. Joosen 2014, p. 66. In de CRD IV en CRR zijn bepaalde thema's geregeld die een aanloop vormen naar het *bail-in*-instrumenten uit de BRRD.

¹⁰⁵ Zie noot Joosen in ABRvS 3 mei 2013, *JOR* 2013/140.

¹⁰⁶ Vgl. artikel 92 lid 3 CRR. Het risicogewogen activa ontstaat door de volgende risicoposten bij elkaar op te tellen: kredietrisico, marktrisico, valutarisico, grondstoffenrisico, CVA-risico, tegenpartijrisico en operationeel risico.

¹⁰⁷ Denk hierbij aan een bank die een risico loopt omdat zij het risico van wanbetaling van een wederpartij via een kredietderivaat draagt, zoals een CDS (vgl. paragraaf 3.3.4.1 en 4.3.4.1). Of het risico dat de onderpanden van hypotheekgevers massaal in waarde dalen. Hierdoor kan de activazijde van de bank schade oplopen.

¹⁰⁸ Bank XYZ heeft de volgende kredieten uitstaan: (i) hypotheekleningen van EUR 100 miljoen en (ii) een lening aan een onderneming zonder *credit rating* van EUR 25 miljoen. De risicogewogen activa kan worden berekend door de blootstellingswaarde (*exposure*) van de leningen te vermenigvuldigen met het wettelijk toegekende risicogewicht (vgl. artikel 111 lid 1 CRR jo. 114 t/m 134 CRR). De risicoweging van de hypotheekleningen is 35% en die van lening aan een onderneming zonder *credit rating* is 100% van de totale *exposure*. Hierdoor ontstaat een totale risicopost van EUR 60 miljoen (35% van EUR 100 miljoen + 100% van EUR 25 miljoen). Ten opzichte van deze risicogewogen activa moet Bank XYZ een totale kapitaalratio van EUR 4,8 miljoen aanhouden (8% van EUR 60 miljoen) om te voldoen aan de kapitaaleisen uit CRD IV en CRR.

¹⁰⁹ Artikel 92 lid 1 CRR.

¹¹⁰ Prinssen 2004, p. 33; Wood 1995, p. 38 en Van Hees 1989, p. 48.

¹¹¹ Wood 1995, p. 40.

¹¹² Wessels 2013, p 18-19 en Van Hees 1989, p. 48. Op de *over the counter*-markt sluiten doorgaans institutionele partijen bilaterale contracten met elkaar, zoals derivatencontracten.

¹¹³ Wessels 2013, p 18-19 en Wood 1995, p. 38-39.

2.3.1.1 Tier 1-kapitaal

Het Tier 1-kapitaal wordt ook wel *going concern*-kapitaal genoemd en dient verliezen op te vangen terwijl de bank operationeel blijft.¹¹⁴ Het belangrijkste gedeelte van het Tier 1-kapitaal is het kernkapitaal, ofwel *Common Equity Tier 1* (CET1). Tot het CET1 behoren onder meer volgestorte aandelen en ingehouden winsten.¹¹⁵ Deze instrumenten hebben in beginsel een onbepaalde looptijd zonder de mogelijkheid tot een vervroegde of tussentijdse aflossing. Hierdoor fungeert dit kapitaal als een belangrijke buffer omdat de bank geen aflossings- en betalingsverplichtingen heeft uit hoofde van een overeenkomst, waardoor het interen op dit vermogen niet gepaard gaat met een contractuele wanprestatie jegens derden.¹¹⁶ Onder CRR wordt nog een aanvullend Tier 1-kapitaal, ofwel *Additional Tier 1* (AT1), vereist.¹¹⁷ Tot het AT1 behoren vooral *perpetuals* en bijvoorbeeld *contingent convertible bonds*, afgekort ‘*coco*’s’.¹¹⁸ Dit zijn hybride instrumenten doordat ze zowel kenmerken hebben van vreemd als van eigen vermogen.¹¹⁹ Het hybride karakter zit in het feit dat het gaat om schuldinstrumenten met een terugbetaaltijd die niet is vastgesteld, waardoor het permanent (eigen) vermogen wordt.¹²⁰ In uitzonderlijke situaties kunnen zij een beperktere looptijd hebben, met een minimum van vijf jaar.¹²¹ Het CET1 en AT1 worden samen aangeduid als het Tier 1-kapitaal. Waar de rechtsverhouding van CET1-kapitaal (zoals aandelenkapitaal) hoofdzakelijk via het vennootschapsrecht is geregeld, worden AT1-instrumenten doorgaans via het contract geregeld.

2.3.1.2 Tier 2-kapitaal

Tier 2-kapitaal is minder geschikt om directe verliezen op te vangen dan het Tier 1-kapitaal, waardoor het ook wel *gone concern*-kapitaal wordt genoemd en dient het verliezen op te vangen in een faillissementsscenario.¹²² In de artikelen 62 en 63 CRR staan de criteria waaraan Tier 2-kapitaal moet voldoen. Zo moeten de kapitaalinstrumenten of achtergestelde leningen volledig worden achtergesteld bij niet-achtergestelde crediteuren.¹²³ Tier 2-instrumenten hebben een mindere mate van ‘permanentie’ dan Tier 1-instrumenten. Vanaf het moment van uitgifte of aangaan van de lening mogen deze instrumenten een bepaalde looptijd hebben, zolang dit ten minste 5 jaar bedraagt.¹²⁴ Tier 2-instrumenten zijn achtergestelde obligaties die via het contract worden geregeld (vgl. paragraaf 1.3.3).

2.3.2 Prudentiële rangorde van schuldeisers

De prudentiële regels uit Bazel III hebben gevolgen voor de rangorde van bankcrediteuren in een insolventiescenario. Het gaat hierbij om preferentieregels die voortvloeien uit het (publiekrechtelijke) toezicht op banken en doorwerken in het civiele recht. De rechten en plichten van een bank en zijn

¹¹⁴ Allink & Aarts 2013, p. 626 en Schlingmann 2009, p. 216.

¹¹⁵ Artikel 26 CRR. Vgl. Schlingmann 2009, p. 216; Mos 2010, p. 26 en Verschuuren 2010, p. 276.

¹¹⁶ Barneveld 2012, p. 656.

¹¹⁷ Artikel 51-55 CRR.

¹¹⁸ Horsten 2014, p. 119; Joosen 2012, p. 209 en Verschuuren 2010, p. 276. Zie ook *Het Financieele Dagblad*, ‘Ook voor Nederlandse bank lonkt de ‘coco’’, 12 april 2014.

¹¹⁹ Verschuuren 2010, p. 276.

¹²⁰ Artikel 51 lid 1 onder g CRR.

¹²¹ Vgl. artikel 51 lid 1 sub i CRR jo. artikelen 77 en 78 lid 4 CRR.

¹²² Allink & Aarts 2013, p. 626; Barneveld 2012, p. 656; Schlingmann 2009, p. 216 en Van Hees 1989, p. 51.

¹²³ Artikel 63 onder d CRR.

¹²⁴ Artikel 63 onder g CRR.

kapitaalverschaffers hebben immers een wettelijke en contractuele grondslag.¹²⁵ In een *gone concern*-scenario vertegenwoordigt het Tier 1-kapitaal de verschaffers van dit bankkapitaal de laagste aanspraken op terugbetaling van de oorspronkelijke hoofdsom (schuldpapier) of storting (aandelen) alsmede het rendement.¹²⁶ In een insolventiescenario wordt na het Tier 1-kapitaal het Tier 2-kapitaal afgeschreven.¹²⁷ Tier 2-kapitaal is achtergesteld en komt ná de concurrente crediteuren. Bij een dergelijk *gone concern*-scenario zal de voorrangpositie van de Tier 2-crediteur praktisch weinig verschillen met die van de Tier 1-crediteur. Beide typen crediteuren zullen hoogstwaarschijnlijk hun inleg verliezen bij een faillissement.¹²⁸ In een *going concern*-scenario heeft de Tier 2-crediteur echter een voorrangpositie op de Tier 1-crediteur, bijvoorbeeld aangaande tussentijdse (rendements)uitkeringen of aflossingen op de hoofdsom.¹²⁹ Met andere woorden, onder prudentiële regelgeving hebben sommige achtergestelde obligatiehouders een hogere rang dan andere achtergestelde obligatiehouders.

2.4 De *bail-in*-problematiek

Het Tier 1-kapitaal vangt verliezen op in een *going concern*-scenario. Is dit niet genoeg dan wordt ook het Tier 2-kapitaal afgeschreven. Het kan echter voorkomen dat dit niet voldoende is om de bank te herkapitaliseren. De val van Lehman Brothers heeft laten zien dat een *gone concern*-scenario van een systeembank lang duurt en zeer complex en kostbaar is. In een volatiele markt waar veel onzekerheid heerst, kan dit het vertrouwen ondermijnen en daarmee de gehele financiële markt destabiliseren.¹³⁰ Bij systeembanken is een kapitaalinjectie dan noodzakelijk. In het verleden bood de overheid de helpende hand met een *de facto bail-out*, waardoor private crediteuren werden ontzien. Met een *bail-in* wordt een mechanisme in het leven geroepen om het herkapitaliseren van een onvoldoende solvabele bank, zonder kapitaalinjectie van de staat, voor rekening van de crediteuren te laten komen.¹³¹ Zo kunnen, na afschrijving van het eigen vermogen, vorderingen van andere achtergestelde schuldeisers (die niet vallen onder het Tier 1-kapitaal en Tier 2-kapitaal) en zelfs concurrente schuldeisers worden afgeschreven (*haircut*). Na de benodigde afschrijving kunnen overige schuldvorderingen worden omgezet in aandelenkapitaal (*debt for equity swap*). De bank kan op deze manier in een *going concern*-scenario herkapitaliseren omdat via deze weg de schuldvorderingen afnemen en het eigen vermogen toeneemt, waardoor de solvabiliteitsratio verbetert.¹³² Gleeson noemt een *bail-in* ook wel een allocatie van bestaande verliezen.¹³³

2.4.1 Contractuele en wettelijke *bail-in*

Uit de literatuur volgt dat er onderscheid gemaakt kan worden in twee soorten *bail-in*-mechanismen. De eerste variant is de contractuele *bail-in*.¹³⁴ Hierbij maken uitgegeven obligaties krachtens wettelijk

¹²⁵ Joosen 2012, p. 205.

¹²⁶ Joosen 2012, p. 204-205.

¹²⁷ Artikel 52 lid 1 sub d CRR.

¹²⁸ Joosen 2012, p. 211.

¹²⁹ Joosen 2012, p. 211.

¹³⁰ Zhou e.a. 2012, p. 8.

¹³¹ Gleeson 2012, p. 3.

¹³² Cihak & Nier 2012, p. 415.

¹³³ Gleeson 2012, p. 24.

¹³⁴ Cetin 2014, p. 20; Hoebal & Wiercx 2013, p. 271-272; Henkel & Kaal 2012, p. 212; De Seriére 2012a, p. 36 en ECB 2011, p. 38.

voorschrift onderdeel uit van het toetsingsvermogen van banken. Een voorbeeld zijn de hybride obligaties, zoals *coco*'s.¹³⁵ Dit zijn voorwaardelijk converteerbare obligaties die door de bank zelf kunnen worden omgezet als zich een bepaalde situatie voordoet, bijvoorbeeld wanneer de solvabiliteit onder een afgesproken ratio zakt of wanneer de overheid ingrijpt.¹³⁶ Dit worden ook wel 'trigger events' genoemd. Deze *trigger events* worden uit onderhandeld en contractueel vastgelegd.¹³⁷ Door conversie verandert vreemd vermogen in eigen vermogen zonder dat een insolventieprocedure vereist is.¹³⁸ De tweede variant is de wettelijke *bail-in*. Hierbij heeft de afwikkelingsautoriteit de wettelijke bevoegdheid om naar eigen (discretionair) inzicht schuldpapier af te schrijven of om te zetten in aandelenkapitaal.¹³⁹ Een wettelijke *bail-in*, zoals krachtens de BRRD, ligt in de macht van de afwikkelingsautoriteit en is daarmee niet vooraf contractueel bepaald.¹⁴⁰

2.5 Tussenconclusie

Banken verrichten belangrijke maatschappelijke nutsfuncties, zoals het operationaliseren van betalingssystemen en het verstrekken van krediet. Voor de financiering van haar activiteiten trekt de bank vreemd vermogen aan. Door dit bedrijfsmodel hebben banken traditioneel een lage solvabiliteitsratio; het eigen vermogen is vaak maar een fractie van het balanstotaal. Dit betekent dat een bank een inherent liquiditeitsprobleem heeft. Uit bestaande liquide middelen kan zij (normaliter) niet alle direct opeisbare schulden, zoals deposito's, betalen. Hierdoor is vertrouwen het belangrijkste bezit van een bank. Doordat de overheid garant staat, hebben de systeembanken een financieringsvoordeel. De kans op een eventueel faillissement van de bank wordt door de crediteuren immers niet doorberekend in de risicopremie. Hierdoor hebben de crediteuren geen prikkel om de bank als onderneming te monitoren, waardoor banken met nog meer *leverage* kunnen werken wat kan leiden tot *moral hazard*. Door de inwerkingtreding van CRD IV en CRR moeten banken voldoen aan strengere kapitaaleisen. Zo moet het eigen vermogen bepaalde verliezen kunnen absorberen. Wanneer het eigen vermogen niet toereikend is kan een *bail-in* de faillerende bank alsnog herkapitaliseren. Een *bail-in* zorgt ervoor dat vorderingen van bankcrediteuren worden afgeschreven of via een *debt for equity swap* worden omgezet in aandelenkapitaal. Het doel is dat een bank in een *going concern*-scenario geherstructureerd wordt en dat de belastingbetaler niet wordt belast.

¹³⁵ Bijvoorbeeld de aan Euronext genoteerde Senior Contingent Notes EUR 6.875% van Rabobank, zie <https://www.rabobank.com/nl/ir/Funding/public_issues/EUR6.875_19March_2020.html>.

¹³⁶ Barneveld 2012, p. 657.

¹³⁷ Hoeblal & Wiercx 2013, p. 272 en De Série 2012a, p. 36.

¹³⁸ Barneveld 2012, p. 660.

¹³⁹ Hoeblal & Wiercx 2013, p. 271-272; Henkel & Kaal 2012, p. 212; De Série 2012a, p. 36 en ECB 2011, p. 38.

¹⁴⁰ Cetin 2014, p. 20 en Zhou e.a. 2012, p. 6.

3 Het onteigeningsinstrument

3.1 De Interventiewet

De Interventiewet is een reactie op het tekortschieten van overheidsinstrumenten om problemen in de financiële sector het hoofd te bieden (vgl. paragraaf 1.1.3).¹⁴¹ Vóór de invoering van de Interventiewet lag de focus van de wettelijke instrumenten vooral op het preventief en tijdig bijsturen van een bank. Met de Interventiewet krijgt de overheid de mogelijkheid om eerder bij een bank in te grijpen op grond van nieuwe uit de Wft toegekende bevoegdheden, zoals het overdrachtsplan en de onteigeningsbevoegdheid.¹⁴² Deze nieuwe bevoegdheden doen de zogenaamde ‘interventieladder’ uitbreiden. De interventieladder geeft de verhouding weer tussen de tekortkoming van een bank en het door de toezichthouders toe te passen wettelijke instrument.¹⁴³ Wanneer een bank als systeemrelevant wordt aangemerkt en een faillissement de stabiliteit van het gehele financiële stelsel ernstig in gevaar kan brengen (macroprudentieel niveau), heeft de MvF sinds de invoering van de Interventiewet twee bijzondere bevoegdheden krachtens Deel 6 van de Wft: (i) de bevoegdheid om in te grijpen in de interne bevoegdheden van een bank, middels een onmiddellijke voorziening en (ii) de bevoegdheid om, als *ultimum remedium*, over te gaan op onteigening van de effecten en vermogensbestanddelen van de bank.¹⁴⁴

3.1.1 Reikwijdte

Krachtens artikel 6:2 Wft kan de MvF besluiten¹⁴⁵ tot onteigening van de effecten en vermogensbestanddelen van een bank 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 (…).”¹⁴⁶

Dit kan in afwijking van wettelijke voorschriften of statutaire bepalingen. Dit impliceert dat ingeval van onteigening ook een gedeelte van de effecten en vermogensbestanddelen kunnen worden onteigend. De MvF komt met deze discretionaire bevoegdheid beleidsvrijheid toe.¹⁴⁷ Toch dient de MvF goed na te gaan of er alternatieven voorhanden zijn, alvorens over te gaan op onteigening.¹⁴⁸

Uit de Memorie van Toelichting (MvT) van de Interventiewet valt niet direct af te leiden dat de wetgever expliciet heeft beoogd om achtergestelde obligatiehouders te onteigenen. Indirect bedoelt de wetgever dit wel door in de MvT te verwijzen naar de onteigening van “converteerbare of perpetuele obligaties”.¹⁴⁹ Ook de wettekst van de Interventiewet laat weinig onduidelijkheid bestaan door te spreken over ‘effecten’. Een obligatie valt immers onder de definitie ‘effecten’ en daarmee binnen de reikwijdte van

¹⁴¹ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 1.

¹⁴² *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 1-2.

¹⁴³ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 2.

¹⁴⁴ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 30.

¹⁴⁵ Het onteigeningsbesluit kan worden genomen in overeenstemming met de Minister-President en Minister van Algemene Zaken. Ook dient de MvF de DNB voorafgaand aan het besluit te hebben geraadpleegd (vgl. artikel 6:2 lid 2 Wft).

¹⁴⁶ Artikel 6:2 lid 1 Wft.

¹⁴⁷ ABRvS 3 mei 2013, *JOR* 2013/140, m. nt. B.P.M. van Ravels & E.P.M. Joosen, r.o. 20.1.

¹⁴⁸ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 31.

¹⁴⁹ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 68.

de onteigeningsbevoegdheid van de MvF.¹⁵⁰ Zonder het bestaan van de Interventiewet was het niet mogelijk geweest om de achtergestelde obligatiehouders mee te laten betalen aan de redding van SNS REAAL.¹⁵¹

Bij de onteigening gaan de effecten of vermogensbestanddelen onbezwaard over op de Staat of een private partij.¹⁵² Pand- en hypotheekrechten en het recht op vruchtgebruik vervallen niet, maar gaan ingevolge artikel 6:8 lid 3 Wft over in het recht op schadevergoeding.¹⁵³ Dit betekent dat eerder gevestigde zekerheden niet komen te vervallen. Wanneer de onteigening betrekking heeft op effecten die worden verhandeld op de gereguleerde markt (zoals Euronext), zullen deze onbezwaard uit het girodepot van de centrale bewaarinstelling voor effecten, Euroclear Nederland, worden gehaald.¹⁵⁴ De AFM is belast met het stopzetten van de handel in onteigende effecten door een aanwijzing te geven aan de marktexploitant.¹⁵⁵ De banken zijn op hun beurt deelgenoten (in het girodepot van Euroclear Nederland) en houden hun deelgenootschap rechtstreeks of middellijk ten behoeve van de economische rechthebbende op de onteigende effecten. Het recht op schadevergoeding zal toekomen aan deze rechthebbende.¹⁵⁶

3.1.2 Rechtsbescherming en schadeloosstelling

Het onteigeningsbesluit is een besluit van de MvF. De minister is een bestuursorgaan krachtens artikel 1:1 Awb.¹⁵⁷ Dit betekent dat de bestuursrechter ook rechtsbescherming moet bieden voor de belanghebbenden.¹⁵⁸ Zodra effectenbezitters onteigend worden, kunnen zij het besluit aanvechten via artikelen 6:6 en 6:8 Wft. Belanghebbenden dienen binnen tien dagen een beroepsschrift in te dienen bij de Algemene Bestuursrechter Raad van Staten (ABRvS). Op grond van artikel 6:7 lid 3 Wft doet de ABRvS binnen veertien dagen uitspraak. Een korte termijn is, gezien de belangen, noodzakelijk zodat er aan belanghebbenden snel duidelijkheid wordt geboden.¹⁵⁹ Wanneer een besluit door de ABRvS wordt vernietigd, kan in overeenstemming met artikel 8:72 Awb de ABRvS alsnog bepalen dat rechtsgevolgen geheel of gedeeltelijk in stand blijven.¹⁶⁰ De onteigende beleggers kunnen aanspraak maken op een schadevergoeding. Ondanks dat de rechtsgevolgen in stand worden gehouden, is de onrechtmatigheid van het vernietigde besluit immers gegeven.¹⁶¹

Binnen zeven dagen na de uitspraak van de ABRvS, wanneer het onteigeningsbesluit al dan niet onherroepelijk is geworden, doet de MvF aan de onteigenden een aanbod tot schadeloosstelling.¹⁶² De schadeloosstelling wordt vastgesteld door de Ondernemingskamer (OK) ex artikel 6:10 lid 1 Wft. De

¹⁵⁰ De Jongh & Schild 2013, p. 739.

¹⁵¹ Sent 2013, p. 171.

¹⁵² Artikel 6:2 lid 6 Wft en artikel 6:2 lid 4 Wft.

¹⁵³ De formulering van artikel 6:8 lid 3 Wft is ontleend aan de rechtsfiguur conversie uit artikel 3:42 BW en de vennootschapsrechtelijke uitstoot- en uitkoopprocedure van minderheidsaandeelhouders ex artikel 2:92a lid 8 en 2:359c lid 9 BW. Vgl. Bierens 2013a, p. 303; *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 75 en artikel 10 sub f en 35 sub d Wet giraal effectenverkeer.

¹⁵⁴ Vgl. artikel 6:3 lid 2 Wft. Euroclear Nederland is een *settlement*-organisatie van Euronext Amsterdam. *Settlement* zorgt ervoor dat transacties op de beurs ook daadwerkelijk worden betaald en dat de effecten worden geleverd. Als een marktpartij niet kan leveren, neemt Euroclear Nederland die verplichting over. Euroclear Nederland heeft hiervoor een girodepot van effecten. Aangesloten instelling zijn deelgenoot in het girodepot.

¹⁵⁵ Artikel 6:3 lid 2 Wft.

¹⁵⁶ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 70.

¹⁵⁷ Zie voor het onteigeningsbesluit *Stcrt* 2013, 3018.

¹⁵⁸ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 32.

¹⁵⁹ Schild 2012, p. 15-24.

¹⁶⁰ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 32.

¹⁶¹ Vgl. HR 31 mei 1991, *NJ* 1993, 112, m. nt. CJHB (*Van Gog/Nederweert*), r.o. 3.3.

¹⁶² Artikel 14 Grondwet stelt dat onteigening alleen is toegestaan in het algemeen belang en tegen vooraf verzekerde schadeloosstelling, een en ander naar bij of krachtens de wet te stellen voorschriften.

schadeloosstelling vormt een volledige vergoeding die de onteigende partijen rechtstreeks of noodzakelijk lijden doordat zij de effecten verliezen. Volgens de MvT dient bij de waardebeoordeling van deze vergoeding geen rekening gehouden te worden met een koersdaling van het effect voorafgaand aan de onteigening.¹⁶³ Voor vergoeding komt in aanmerking de werkelijke waarde die het effect heeft (*fair market value*). Bij het bepalen van die werkelijke waarde wordt uitgegaan van het te verwachten toekomstperspectief van de bank in de situatie dat er geen onteigening zou hebben plaatsgevonden en sluit men aan bij de prijs die op het moment van de onteigening zou zijn betaald in een vrije koop in het economisch verkeer.¹⁶⁴ Onteigende partijen die zich niet kunnen vinden in de hoogte van de schadeloosstelling kunnen de OK verzoeken een hogere schadeloosstelling vast te stellen. De OK is daarmee bevoegd een hogere schadeloosstelling toe te kennen.¹⁶⁵ Doordat de schadevergoeding bij onteigening dient te bestaan uit het betalen van een geldbedrag is het niet mogelijk om de schuld van de achtergestelde obligatiehouder direct om te zetten naar aandelen door middel van een *debt for equity swap*.¹⁶⁶

3.1.3 Contractuele rechten wederpartijen

Wanneer de MvF besluit tot onteigening, kan dat leiden tot een *event of default* van de bank jegens haar contractuele wederpartij(en) (vgl. paragraaf 1.3.3). Zo kunnen vorderingen van obligatiehouders – die een *events of default*-clausule hebben opgenomen – vroegtijdig opeisbaar worden. Dit kan een averechts effect hebben op wat met de interventie wordt beoogd: de continuïteit van de bank.¹⁶⁷ Met andere woorden, doordat wederpartijen van de bank bepaalde contractuele rechten zouden kunnen uitoefenen, is de kans op een faillissement groter.¹⁶⁸ Afdeling 3.5.8 Wft bevat regels die de contractuele rechten van de wederpartij van een bank kunnen limiteren wanneer zich een ‘gebeurtenis’ voordoet. Volgens artikel 3:267e lid 1 onder p Wft valt een onteigeningsbesluit als bedoeld in artikel 6:2 Wft onder de definitie ‘gebeurtenis’. Een wederpartij van een bank of een tot dezelfde groep behorende onderneming kan zonder toestemming van DNB geen beroep doen op een beding dat hem naar aanleiding van een gebeurtenis bepaalde rechten geeft.¹⁶⁹ Afdeling 3.5.8 Wft is van toepassing op overeenkomsten waarbij de bank of de tot dezelfde groep behorende onderneming met zetel in Nederland partij is, ongeacht het recht dat de overeenkomst beheerst.¹⁷⁰ Hierdoor kunnen *events of default*-clausules uit een obligatieovereenkomst in beginsel gemakkelijk buitenspel worden gezet.

¹⁶³ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 73.

¹⁶⁴ Artikel 6:8 lid 2 Wft; artikel 6:9 lid 1 Wft en Sluysmans & Timmer 2013, p. 217.

¹⁶⁵ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 32.

¹⁶⁶ Vgl. noot 77 uit Van den Hurk & Strijbos 2012 en artikel 6:8 Wft.

¹⁶⁷ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 36; Derksen & Vriesendorp 2013, p. 79; Van den Hurk en Strijbos 2012, p. 351 en Bierens 2013, p. 304.

¹⁶⁸ Vgl. Derksen & Vriesendorp 2013, p. 79. In de Lehman Brothers-zaak lag de complexiteit in het feit dat de holding van Lehman Brothers grote derivatenposities hield. Een ‘*bankruptcy*’ is een *event of default* in veel standaard derivatencontracten. Hierdoor werden veel posities voortijdig beëindigd wat weer tot afwikkelingsproblemen leidde bij *clearing & settlement*-instellingen (Zhou e.a. 2012, p. 8).

¹⁶⁹ Artikel 3:267f lid 1 Wft. Het gaat om bedongen rechten, zoals (i) de uitoefening van daaruit voortvloeiende rechten of bevoegdheden, (ii) het verlangen van nakoming van daaruit voortvloeiende verplichtingen, en (iii) beëindiging, wijziging of vervanging van de rechtsverhouding of van daaruit voortvloeiende rechten, bevoegdheden of verplichtingen.

¹⁷⁰ Artikel 3:267d Wft.

3.2 Toepassing onteigeningsinstrument; de zaak SNS REAAL

De val van SNS REAAL is de eerste zaak waar het onteigeningsinstrument uit artikel 6:2 Wft is toegepast. Bij de onteigening van SNS REAAL verloren de achtergestelde obligatiehouders hun schuldpapier ter waarde van ongeveer EUR 1,5 mrd. De senior schuld werd niet aangepakt door de MvF omdat men bang was dat dit een te groot negatief effect zou hebben op de financiële positie van andere Nederlandse banken.¹⁷¹

3.2.1 Feiten

Hoewel in de literatuur al veel is geschreven over deze zaak, is het – in het licht van dit onderzoek – relevant om zeer beknopt de feiten te schetsen.¹⁷² SNS REAAL is een bank-verzekeraar die door DNB in 2011 is gekwalificeerd als systeemrelevant. SNS REAAL heeft als topholding twee subholdings, te weten SNS Bank (bankholding) en REAAL (verzekeringsholding). Onder SNS Bank hangen meerdere bankdochters, zoals ASN Bank, RegioBank, SNS Securities en Property Finance. SNS REAAL heeft in overeenstemming met artikel 2:403 BW een zogenaamde ‘403-verklaring’ afgelegd.¹⁷³ Hierdoor staat SNS REAAL garant voor de verplichtingen uit rechtshandelingen van SNS Bank en indirect haar dochters.¹⁷⁴ De financiële verwevenheid kwam ook tot uiting in het feit dat de activiteiten van de twee subholdings werden gefinancierd met vreemd vermogen dat is aangetrokken door de groepsholding SNS REAAL (zogenaamde *double leverage*).¹⁷⁵

Dochtermaatschappij Property Finance is een vastgoedbank met financieringen en participaties in vastgoed ter waarde van EUR 8,55 mrd.¹⁷⁶ Deze vastgoedpoot van SNS Bank was de aanleiding tot het onteigeningsbesluit.¹⁷⁷ De problemen lagen bij de verslechterde markt voor commercieel vastgoed. Hierdoor leed Property Finance verliezen. SNS Bank kon deze verliezen van activa niet opvangen met de aangehouden kapitaalbuffers. De verliezen drukten daarmee hevig op de kredietwaardigheid en solvabiliteit van SNS REAAL.¹⁷⁸ Door de financiële verwevenheid tussen SNS REAAL en SNS Bank zou een faillissement van SNS Bank het gehele concern meebrengen in een faillissement. Alvorens het onteigenen van de effecten door de Staat, zijn eerst verschillende alternatieven besproken, zoals een overdrachtsplan of het inbrengen van kapitaal door een *private equity*-partij.¹⁷⁹ Toen deze oplossingen niet haalbaar bleken, heeft Minister Dijsselbloem, als *ultimum remedium*, op 1 februari 2013 besloten tot de onteigening van de effecten en vermogensbestanddelen van holdingmaatschappij SNS REAAL en subholding SNS Bank.

¹⁷¹ Vgl. *Het Financieele Dagblad*, ‘Achtergestelde bankschuld lager na onteigening’, 5 februari 2013. De uitstaande senior ongedekte schuld van alle Nederlandse banken samen bedraagt ruim EUR 400 mrd. Dit is de helft van de totale bancaire marktfinanciering.

¹⁷² Vgl. Hoekstra & Frijns 2014; Bierens 2013b; Haentjens 2013; Van Ijpenburg 2013; De Jong & Schild 2013; Sluysmans & Timmer 2013 en Wibier 2013.

¹⁷³ Artikel 2:403 lid 1 sub f BW bepaalt dat een moeder een verklaring bij het handelsregister van de Kamer van Koophandel (KvK) deponereert, waarin zij zich hoofdelijk aansprakelijk stelt voor de uit de rechtshandelingen van de groepsmaatschappijen voortvloeiende schulden.

¹⁷⁴ SNS Bank heeft zich ook garant gesteld voor de verplichtingen uit rechtshandelingen van bankdochter Property Finance.

¹⁷⁵ Besluit tot onteigening van effecten en vermogensbestanddelen SNS REAAL NV en SNS Bank NV in verband met de stabiliteit van het financiële stelsel, alsmede tot het treffen van onmiddellijke voorzieningen ten aanzien van SNS REAAL NV (Onteigeningsbesluit), d.d. 1 februari 2013, p. 2, te raadplegen via <<http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/besluiten/2013/02/01/onteiengingsbesluit-sns-reaal-en-sns-bank.html>>.

¹⁷⁶ Property Finance verstreekte onder meer financieringen voor buitenlands commercieel vastgoed in de VS en Spanje.

¹⁷⁷ Onteigeningsbesluit, p. 1.

¹⁷⁸ Van Ijpenburg 2013, p. 239.

¹⁷⁹ Zo was het *private equity*-fonds CVC Capital Partners als potentiële koper in beeld (Onteigeningsbesluit, p. 3-4).

3.2.2 Onteigeningsbesluit

Het onteigeningsbesluit had *primair* tot doel om de solvabiliteit van SNS REAAL te herstellen en daardoor het gehele concern te stabiliseren.¹⁸⁰ De MvF besloot derhalve tot onteigening van (i) de aandelen en *Core Tier 1 capital securities* in het kapitaal SNS REAAL alsmede (ii) alle achtergestelde obligaties van zowel SNS REAAL als SNS Bank en (iii) vorderingsrechten jegens SNS REAAL en SNS Bank die voortvloeien uit de onteigening van de effecten. Hierbij ging het om in totaal EUR 1.47 mrd aan beursgenoteerde achtergestelde en niet-beursgenoteerde achtergestelde obligaties.¹⁸¹ De MvF onteigende ook de vermogensbestanddelen, zoals betalingsverplichtingen en leningen van SNS REAAL en SNS Bank.¹⁸² Volgens de MvF was een onteigening de meest voor de hand liggende interventie en de minister hanteerde de volgende uitgangspunten: (i) het onteigeningsbesluit moet de bedreiging voor het financiële stelsel wegnemen, (ii) het onteigeningsbesluit moet een zo gering mogelijk beslag op de algemene middelen van de staat leggen en (iii) de lasten van de onteigening moeten worden gedragen door verschaffers van risicodragend vermogen.¹⁸³ Bij het onteigenen van de effecten en vermogensbestanddelen heeft de MvF daarnaast rekening gehouden met de positie van de crediteuren ingeval SNS REAAL failliet zou zijn gegaan. De rangorde van schuldeisers zou dan bepaald worden door de Faillissementswet waardoor de uitkering van de effecten en vermogensbestanddelen nihil zou zijn. Effecten en vermogensbestanddelen die bij een faillissement een concurrente vordering zouden opleveren werden niet onteigend.¹⁸⁴ Na de onteigening is vreemd vermogen omgezet in eigen vermogen, waardoor de solvabiliteit is versterkt.¹⁸⁵ Voorts werden de activiteiten van Property Finance afgezonderd van SNS Bank.

3.2.3 Uitspraak ABRvS

3.2.3.1 Geen onderscheid tussen verschillende achtergestelde vorderingen

Na de bekendmaking van het onteigeningsbesluit, hebben de onteigenden gebruik gemaakt van de rechtsbescherming die de Interventiewet biedt. Zij hebben bij de ABRvS betoogd dat de MvF bij het toepassen van het onteigeningsinstrument een onderscheid had moeten maken tussen de verschillende categorieën van effecten, danwel een onderscheid tussen bepaalde partijen.¹⁸⁶ Zoals reeds besproken komt de MvF veel beleidsvrijheid toe en *kan* hij er derhalve voor kiezen om slechts een gedeelte van de effecten te onteigenen. In de zaak SNS REAAL heeft de MvF rekening gehouden met de positie van de crediteuren ingeval er een faillissement zou zijn uitgesproken en de uit de Faillissementswet voortvloeiende rangorde van schuldeisers.¹⁸⁷ De ABRvS volgt de MvF in zijn standpunt en zegt:

“Tot slot heeft de minister bij de nadere uitwerking ervoor gekozen om bij de onteigening van de aandelen, achtergestelde obligaties en achtergestelde onderhandse leningen geen onderscheid te maken

¹⁸⁰ Onteigeningsbesluit, p. 14.

¹⁸¹ De achtergestelde schuld bestond uit de volgende obligaties: beursgenoteerde achtergestelde obligaties SNS REAAL (van 6.258% en 8.45%), beursgenoteerde achtergestelde obligaties SNS Bank (van 11.25%, 5.75%, 6.25% en 6.625%) en de niet-beursgenoteerde SNS Participatie Certificaten.

¹⁸² Het bespreken van deze vermogensbestanddelen valt buiten het bereik van dit onderzoek.

¹⁸³ Onteigeningsbesluit, p. 12-13 en ABRvS 3 mei 2013, *JOR* 2013/140, m. nt. B.P.M. van Ravels & E.P.M. Joosen, r.o. 20.1.

¹⁸⁴ Onteigeningsbesluit, p. 16.

¹⁸⁵ Onteigeningsbesluit, p. 15.

¹⁸⁶ ABRvS 3 mei 2013, *JOR* 2013/140, m. nt. B.P.M. van Ravels & E.P.M. Joosen, r.o. 20.

¹⁸⁷ ABRvS 3 mei 2013, *JOR* 2013/140, m. nt. B.P.M. van Ravels & E.P.M. Joosen, r.o. 20.1.

tussen verschillende partijen binnen die categorieën. Ook deze door de minister gemaakte keuzes acht de Afdeling niet onredelijk.”¹⁸⁸

Dit heeft tot gevolg dat bij de toepassing van het onteigeningsinstrument geen onderscheid is gemaakt tussen de verschillende typen achtergestelde obligatiehouders, zoals voortvloeit uit de prudentiële rangorde van schuldeisers (vgl. paragraaf 2.3.2).¹⁸⁹ Door de MvF is enkel het uitgangspunt gehanteerd om een onderscheid te maken tussen junior en senior crediteuren, wat door de ABRvS is bevestigd.

3.2.3.2 *Vordering tot schadevergoeding*

Uit het onteigeningsbesluit van de MvF volgt tevens dat alle vorderingsrechten worden onteigend die verband houden met het voormalig bezit van de onteigende effecten. De MvF wilde voorkomen dat een achtergestelde obligatiehouder door het inwisselen van een juridische grond – namelijk een verbintenis uit overeenkomst inwisselen voor een verbintenis uit aansprakelijkheid – zichzelf in een betere positie zou kunnen zetten. Zo stelt de MvF dat het niet aanvaardbaar is dat onteigende beleggers weer verhaal kunnen halen bij een herstelde SNS REAAL op grond van onrechtmatig gedragingen van SNS REAAL of haar functionarissen.¹⁹⁰ Hiertegen is door de onteigenden bezwaar aangedragen dat gehoor heeft gevonden bij de ABRvS. Het onteigenen van een vordering tot schadevergoeding is tegen het uitgangspunt van de MvF dat er – bij de toepassing van het onteigeningsinstrument – een onderscheid gemaakt dient te worden tussen junior en senior crediteuren.¹⁹¹ Een vordering tot schadevergoeding van een onteigende achtergestelde obligatie is immers een concurrente vordering. Door deze concurrente vorderingen tot schadevergoeding te onteigenen is dit in strijd met het uitgangspunt van de MvF.¹⁹² Hier stelt de ABRvS de onteigenden in het gelijk:

“(…) met de onteigening van voormelde verplichtingen en aansprakelijkheden maakt de minister bovendien een onderscheid tussen de vorderingen van de onteigende aandeel- en obligatiehouders en die van anderen, hetgeen evenmin in overeenstemming is met zijn keuze om binnen een bepaalde categorie geen onderscheid tussen verschillende partijen te maken.”¹⁹³

Dit betekent dat de onteigenden alsnog de mogelijkheid hebben om een vordering tot schadevergoeding in te dienen bij een geherkapitaliseerde bank. Volgens Bierens kunnen achtergestelde obligatiehouders na een interventie – door middel van een concurrente vordering tot schadevergoeding – proberen hun aanspraken te verhalen.¹⁹⁴

¹⁸⁸ ABRvS 3 mei 2013, *JOR* 2013/140, m. nt. B.P.M. van Ravels & E.P.M. Joosen, r.o. 20.1.

¹⁸⁹ Zo stond in het prospectus van de SNS Participaties Certificaten 3 dat de obligaties waren “(...) achtergesteld bij de rechten van andere achtergestelde en/of niet-achtergestelde, huidige en toekomstige schuldeisers van SNS” (Zie OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.35).

¹⁹⁰ Onteigeningsbesluit, p. 16 en Van Ijperenburg 2013, p. 242.

¹⁹¹ Bierens 2013b, p. 115.

¹⁹² Bierens 2013b, p. 115 en Wibier 2013, p. 257.

¹⁹³ ABRvS 3 mei 2013, *JOR* 2013/140, m. nt. B.P.M. van Ravels & E.P.M. Joosen, r.o. 31.2.

¹⁹⁴ Bierens 2013b, p. 116.

3.2.4 Uitspraak OK

3.2.4.1 Hogere schadeloosstelling

Na de uitspraak van de ABRvS kan het onteigeningsbesluit niet meer inhoudelijk worden beoordeeld door een andere rechter op grond van de formele rechtskracht.¹⁹⁵ De onteigenden kunnen wel hun beklag doen over de hoogte van de door MvF geboden schadeloosstelling. Op 4 maart 2013 heeft de MvF middels een verzoekschrift bij de OK de onteigenden een schadevergoeding van EUR 0 aangeboden.¹⁹⁶ Het aanbod van de MvF was gebaseerd op het feit dat zonder ingrijpen SNS REAAL en SNS Bank failliet zouden zijn gegaan. In een dergelijk *gone concern*-scenario zouden onteigende crediteuren ook niets uitgekeerd krijgen. De onteigenden stelden een schadeprocedure in bij de OK. De OK heeft op 11 juli 2013 een tussenbeschikking gewezen¹⁹⁷ en volgt de MvF niet in zijn oordeel en stelt in de kern dat niet voldoende is toegelicht dat de schadeloosstelling nihil zou zijn en dat het aannemelijk is dat het aanbod geen volledige vergoeding vormt voor de geleden schade van de crediteuren.¹⁹⁸ De OK zal met een hoger aanbod moeten komen ex artikel 6:11 lid 3 Wft.¹⁹⁹ Om de schadeloosstelling vast te stellen heeft de OK deskundigen benoemd. Bij de waardebeoordeling dienen de deskundigen rekening te houden met de beurskoers van de onteigende aandelen en obligaties op het moment van onteigenen.²⁰⁰ Tegen deze beschikking is door de MvF cassatie ingesteld bij de Hoge Raad.²⁰¹

3.2.4.2 Vordering uit hoofde van een 403-verklaring

De OK gaat in zijn tussenbeschikking tevens in op de vraag of achtergestelde obligatiehouders SNS REAAL kunnen aanspreken voor de uit de rechtshandelingen van SNS Bank voortvloeiende schulden op grond van artikel 2:403 BW. Achtergestelde obligatiehouders worden met een 403-verklaring als het ware beschermd voor het gebrekkig inzicht in de financiële positie van SNS Bank.²⁰² Zij stellen dat de achterstelling van hun vordering op SNS Bank slechts geldt voor zover het de vordering op SNS Bank betreft en dat de achterstelling niet doorwerkt in de vordering op SNS REAAL uit hoofde van de 403-verklaring.²⁰³

De OK heeft uiteindelijk – net als de MvF – geoordeeld dat de achtergestelde crediteuren, na onteigening van de effecten, geen vordering meer hebben krachtens een 403-verklaring.²⁰⁴ Zo kan de vordering uit hoofde van een 403-verklaring niet – in tegenstelling tot een vordering tot schadevergoeding – als een zelfstandige vordering worden aangemerkt.²⁰⁵ Bij de beoordeling van de OK spelen twee rechtshandelingen een rol: (i) de 403-verklaring en (ii) de overeenkomst van achterstelling. De 403-

¹⁹⁵ De Jongh & Schild 2013, p. 740.

¹⁹⁶ Zie Brief minister van Financiën inhoudende een aanbod tot schadeloosstelling in verband met onteigening effecten en vermogensbestanddelen van SNS REAAL en SNS Bank d.d. 4 maart 2013, te vinden op <<http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/brieven/2013/03/04/brief-minister-van-financien-met-aanbod-schadeloosstelling-sns-reaal.html>>

¹⁹⁷ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966.

¹⁹⁸ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.6 en 6.7.

¹⁹⁹ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.26.

²⁰⁰ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.13 e.v.

²⁰¹ Het verzoekschrift van de Staat d.d. 9 oktober 2013 is te vinden op <<http://www.rijksoverheid.nl/nieuws/2013/10/10/verzoekschrift-cassatie-sns-reaal-ingediend-bij-hoge-raad.html>>.

²⁰² Timmerman & De Winter 2013, p. 355 en Van de Kraan 2013, p. 165.

²⁰³ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.55.

²⁰⁴ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.60-6.73.

²⁰⁵ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.53.

verklaring is een niet tot een bepaalde partij gerichte, eenzijdige rechtshandeling.²⁰⁶ Doordat bij de rechtshandeling geen derden (zoals senior schuldeisers) betrokken zijn, dienen de rechtsgevolgen van deze verklaring objectief uitgelegd te worden.²⁰⁷ De 403-verklaring zoals deze door SNS REAAL is gedeponereerd bij de KvK voldoet aan de minimumeisen en geeft geen grond voor doorwerking van de achterstelling.²⁰⁸ Voor het antwoord op de vraag of de achtergestelde crediteuren van SNS Bank ook achtergesteld zijn – en ten opzichte van wie – indien zij zich bij SNS REAAL aanmelden, zijn de achterstellingsclausules uit de obligatieovereenkomsten bepalend.²⁰⁹ De OK beoordeelde dat de in de obligatieovereenkomsten opgenomen achterstellingsclausules algemeen zijn geformuleerd. De OK leest de vermelding van “*issuer*” en “*SNS*” in de zinsnede “*subordinated to the claims of Senior Creditors of the Issuer*” respectievelijk “*achtergesteld bij de rechten van alle andere achtergestelde en/of niet-achtergestelde, huidige en toekomstige schuldeisers van SNS*” niet zo dat daaruit zou blijken dat men heeft stilgestaan bij de al of niet achterstelling ten opzichte van vorderingen op een andere debiteur dan SNS Bank. Men zou bij het opstellen van de overeenkomst tot achterstelling oog hebben gehad voor de verhouding tot de overige vorderingen op de eigenlijke debiteur, SNS Bank.²¹⁰ De OK komt tot het volgende oordeel:

“(…) moeten de betrokken bedingen daarom, bij afwezigheid van aanwijzingen van het tegendeel, aldus worden uitgelegd dat de achterstelling in zoverre ‘algemeen’ geldt, ook ten opzichte van de concurrente crediteuren van SNS Reaal. Een andere opvatting zou tot het – naar het oordeel van de Ondernemingskamer: ongerijmde – resultaat leiden dat de desbetreffende achtergestelde crediteuren uit hoofde van de 403-verklaring een (veel) sterkere positie zouden krijgen op het niveau van SNS Reaal, zonder dat daaraan zelfs maar aandacht is besteed en zonder dat – naar aangenomen moet worden – dat geringere risico tot uitdrukking komt in het rentepercentage en/of de overige voorwaarden.”²¹¹

Bovenstaande zorgt ervoor dat achtergestelde obligatiehouders in een systeemrelevant financieel conglomeraat zoals SNS REAAL zich niet zomaar via een 403-verklaring kunnen verhalen op de garant stellende moeder. De achterstelling van de junior crediteuren jegens de senior crediteuren van de dochter werkt door ten opzichte van de senior crediteuren van de moeder.

3.3 De positie van de achtergestelde obligatiehouder

3.3.1 Rangorde van schuldeisers

De toetsingsgrond voor het onteigeningsinstrument is zeer ruim, waardoor de MvF een discretionaire bevoegdheid heeft om een bepaald type effectenbezitter wel of niet te onteigenen. Door deze beleidsvrijheid staat niet bij voorbaat vast welk type effecten de MvF zal onteigenen. In de zaak SNS REAAL heeft de MvF geen onderscheid gemaakt in verschillende categorieën achtergestelde vorderingen en is zowel het Tier 1-kapitaal als het Tier 2-kapitaal onteigend.²¹² Hierdoor werd er geen rekening gehouden met de prudentiële

²⁰⁶ HR 28 juni 2002, NJ 2002, 447 (*Akzo Nobel / ING*), r.o. 3.4.3.

²⁰⁷ Vgl. HR van 20 februari 2004, LJN AO1427 (*DSM/Fox*).

²⁰⁸ Van de Kraan 2013, p. 165.

²⁰⁹ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.61.

²¹⁰ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.69.

²¹¹ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.69.

²¹² Zowel Tier 1-instrumenten (bijvoorbeeld Stichting Beheer SNS REAAL Core Tier 1 capital securities en *perpetuals* EUR 320 million 11.25% Resettable Tier 1 Notes) als Tier 2-instrumenten (bijvoorbeeld de EUR 500 million 6.25% Subordinated

rangorde van schuldeisers en het wettelijke gedefinieerde onderscheid in *going concern*-kapitaal en *gone concern*-kapitaal.

3.3.2 Rechtszekerheid

De ruime bevoegdheid van de MvF om over te gaan tot onteigening vloeit voort uit het wettelijke toetsingscriteria dat er een “*ernstig en onmiddellijk gevaar*” moet bestaan voor de “*stabiliteit van het financiële stelsel*”. De ruime discretionaire bevoegdheid van de minister kan gerechtvaardigd worden door het essentiële belang van een gezond financieel stelsel. Toch kunnen deze criteria als enigszins vaag worden aangemerkt.²¹³ Het moment waarop de MvF besluit tot onteigening, het zogenaamde *trigger* moment, is voor effectenbezitters lastig te voorspellen. Hierdoor is het voor marktpartijen lastig om in relatie tot de effecten de prijs te bepalen omdat een eventuele onteigening een groot risico met zich meebrengt.²¹⁴

3.3.3 Recht op schadevergoeding

Wanneer de effecten worden onteigend en onbezwaard overgaan op de Staat of een derde partij, hebben de onteigenden recht op schadevergoeding. De schadevergoeding dient een vergoeding (*fair market value*) te vormen die rechtstreeks en noodzakelijk is geleden door het verlies van het effect, aldus artikel 6:8 Wft. Doordat de OK in de zaak SNS REAAL stelt dat de schadevergoeding van EUR 0 geen afdoende vergoeding omvat, zal deze met een hoger aanbod moeten komen. Voor de waardering van de beursgenoteerde achtergestelde obligaties dienen de deskundigen in het bijzonder acht te slaan op de beurskoers op, dan wel de periode voorafgaande aan, het moment van onteigenen.²¹⁵ De beurskoers van de achtergestelde obligaties schommelde vlak voor de onteigening (op 31 januari 2013) tussen de 40% en 80% van hun nominale waarde van EUR 1 mrd.²¹⁶ Beckman acht de beurswaarde van de beursgenoteerde obligaties op het onteigeningstijdstip of kort ervoor een relevante waarde ter benadering van de prijs in het vrije economische verkeer.²¹⁷ Wanneer de deskundigen aanknopen bij de beurskoers dan zou dat de Staat waarschijnlijk meer dan een EUR 1 mrd kunnen kosten.²¹⁸

Wibier uit kritiek op het belang dat de OK hecht aan de beurskoers. Dat een beurskoers niet het uitgangspunt mag zijn voor de herwaardering, wordt onderbouwd aan de hand van o.a. Lehman Brothers die – afgaande op de beurskoers – daags voor het faillissement miljarden waard was.²¹⁹ Ook inzake de onteigening van Northern Rock meenden de aandeelhouders tevergeefs dat de aandelen niet waardeloos waren vlak voor onteigeningsbesluit aangezien de aandelenkoers op GBP 0.90 stond.²²⁰ Volgens Wibier

Notes uitgegeven op 26 oktober 2010 onder de Debt Issuance Programme van SNS Bank N.V. en SNS REAAL N.V., ISIN code XS0552743048) zijn onteigend door de MvF. Zie OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 2.55.

²¹³ Wibier 2011, p. 1554.

²¹⁴ Vgl. Schillig 2013, p. 33.

²¹⁵ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.13 e.v.

²¹⁶ OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 2.55 en *Het Financieele Dagblad*, ‘Staat moet toch betalen voor SNS’, 12 juli 2013. Ook de aandelenkoers stond vlak voor onteigening op EUR 0.841.

²¹⁷ Zie noot Beckman in OK 11 juli 2013, *Ondernemingsrecht* 2013/110.

²¹⁸ 500 miljoen onteigende aandelen keer EUR 0.841 is ongeveer EUR 400 miljoen. De nominale waarde van de onteigende obligaties lag op EUR 1 mrd en de beurskoers lag tussen de 40% en 80% nominale waarde dus in totaal zou dit de EUR 500 mrd overschrijden. Vgl. noot 29 in Wibier 2013; *Het Financieele Dagblad*, ‘Staat moet toch betalen voor SNS’, 12 juli 2013 en OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 2.6 en 2.55.

²¹⁹ Het aandeel Lehman Brothers had een week voor het faillissement een aandelenkoers van USD 14,15. (vgl. Wibier 2013, p. 259-261).

²²⁰ *SRM Global Master Fund LLP v. HM Treasury* [2009] EWHC 227.

moeten de door de OK benoemde deskundigen uitgaan van een scenario dat SNS REAAL failliet zou zijn gegaan. Indien in een dergelijk scenario na voldoening van de concurrente crediteuren nog iets rest, dan pas komt de achtergestelde crediteuren iets toe.²²¹ Is dat niet het geval, dan wordt recht gedaan aan de prudentiële functie van de minimumkapitaaleisen dat zij de eerste verliezen dienen op te vangen.²²² Ik deel de mening van Wibier dat, gezien de prudentiële functie, de achtergestelde obligatiehouders geen vergoeding toekomt als blijkt dat SNS REAAL failliet zou zijn gegaan. Wanneer de deskundigen echter, na het abstraheren van de feiten, niet uitgaan van een dergelijk *gone concern*-scenario, dan moeten zij tevens acht slaan op de prudentiële functie van de achtergestelde obligaties; het onderscheid in Tier 1-kapitaal en Tier 2-kapitaal. Tier 2-instrumenten dienen, als *gone concern*-instrumenten, derhalve in aanmerking te komen voor een (gedeelde) vergoeding. Zij dienen immers niet per definitie om – in een *going concern*-scenario – verliezen op te vangen (vgl. paragraaf 2.3.2.1).

3.3.3.1 Overige vorderingen

Uit de zaak SNS REAAL volgt dat de onteigende obligatiehouders wellicht via twee alternatieve mogelijkheden om de geleden schade kunnen verhalen. Ten eerste blijven de onteigenden de beschikking houden over een vordering tot schadevergoeding. Hierdoor kunnen onteigende obligatiehouders de bank, na een geslaagde herkapitalisatie, aansprakelijk stellen. Zij moeten aantonen dat de vennootschap onrechtmatig heeft gehandeld.²²³ Als blijkt dat de val van SNS REAAL is veroorzaakt door mismanagement, dan hebben de achtergestelde obligatiehouders wellicht een zaak en zouden zij SNS REAAL of SNS Bank kunnen aanspreken op grond van een onrechtmatige daad ex artikel 6:162 BW.²²⁴ Onrechtmatig handelen van een bestuurder van een bank is immers te beschouwen als een onrechtmatige gedraging van de bank zelf.²²⁵ Voor de aansprakelijkheidsgrondslag kunnen de onteigende obligatiehouders aanknopingspunten zoeken bij het niet tijdig openbaar maken van koersgevoelige informatie ex artikel 5:53 Wft.²²⁶ Bepaalde onteigende achtergestelde obligatiehouders zouden de bank ook op grond van artikel 6:194 BW (misleidende reclame) – een *species* van artikel 6:162 BW – kunnen aanspreken; de basis voor prospectusaansprakelijkheid.²²⁷

De tweede vordering is die uit hoofde van een 403-verklaring. Ten aanzien van deze vordering heeft de OK besloten dat indien de 403-verklaring noch de overeenkomst van achterstelling daarover uitsluitel geven, de achterstelling op het niveau van de SNS Bank ook (volledig) doorwerkt op het niveau van SNS REAAL. Hiermee worden de onteigende obligatiehouders niet ‘beloond’ voor het feit dat er in de

²²¹ Wibier 2013, p. 261.

²²² Wibier 2013, p. 254-261.

²²³ De Jongh & Schild 2013, p. 742.

²²⁴ Wattel 2013, p. 347.

²²⁵ Vgl. HR 6 april 1979, NJ 1980, 34, m. nt. CJHB (*Knabbel en Babel*).

²²⁶ Bierens 2013b, p. 116. Vgl. de uitspraken HR 6 december 2013, ECLI:NL:HR:2013:1586 en OK 5 april 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW0991 inzake Fortis.

²²⁷ Vgl. HR 27 november 2009, LJV BH2162 (*VEB/World Online*). In de zaak SNS REAAL werden ook veel niet-professionele beleggers van hun ‘SNS Participatie Certificaten 3’ onteigend. Dit waren *de facto* achtergestelde obligaties. Dat stond tevens in het prospectus. Toch communiceerde SNS Bank naar haar beleggers in bewoording zoals: “*Als u een duidelijk doel voor ogen heeft met uw spaargeld, dan neemt u liever geen risico door het te beleggen. Met sparen is de opbrengst aardig, maar niet zo aantrekkelijk als met beleggen. Hoe haalt u dan toch meer rendement uit uw geld, zonder daarbij risico te lopen? Het SNS Participatie Certificaat is de ideale oplossing. Het biedt u zekerheid én jaar in jaar uit een mooie opbrengst. (...) Het SNS Participatie Certificaat is een veilige investering met een aantrekkelijke rente. (...) In de brochure leest u meer over de voordelen van het SNS Participatie Certificaat.*” (vgl. OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966, r.o. 6.41). Dit kan mogelijk worden meegenomen in door onteigende beleggers om aan te tonen dat de SNS Bank zijn bancaire zorgplicht heeft geschonden (Bierens 2013b, p. 116).

achterstellingsclausules geen rekening is gehouden met de 403-verklaringen van SNS REAAL.²²⁸ In de literatuur worden er vraagtekens geplaatst bij de achterstelling van de junior crediteur van SNS Bank jegens de crediteuren van SNS REAAL, indien dat niet expliciet is overeengekomen. Zo stellen Timmerman en De Winter dat de junior crediteur van SNS Bank immers niet heeft aanvaard dat zijn vordering is achtergesteld ten opzichte van de crediteuren van SNS REAAL.²²⁹ Ook Beckman meent dat wanneer contractueel niets is geregeld betreffende de 403-verklaring de hoofdregel geldt dat de achterstelling alleen geldt in geval van een faillissement of liquidatie van SNS Bank. Aangezien SNS Bank niet failliet is verklaard of is geliquideerd, zijn de achtergestelde obligatiehouders van SNS Bank gewoon concurrent crediteur bij SNS REAAL.²³⁰ Wellicht zou een achtergestelde crediteur in een toekomstige overeenkomst van achterstelling haar positie aangaande crediteuren van de moeder, die krachtens de 403-verklaring aansprakelijk is voor de rechtshandelingen van de emitterende dochter, kunnen concretiseren. Zo zou de junior crediteur contractueel kunnen bedingen dat de achterstelling niet doorwerkt ten aanzien van de crediteuren op het niveau van de moedermaatschappij. Hierdoor zou de achtergestelde obligatiehouder zijn verhaalspositie aangaande deze specifieke restvordering kunnen versterken.

3.3.4 Contractuele rechten

Afdeling 3.5.8 Wft maakt het voor achtergestelde obligatiehouders, als contractuele wederpartij van een bank, lastig om het debiteurenrisico dat zij lopen op de bank contractueel te beheersen. Zo valt het onteigenen van effecten onder een gebeurtenis van artikel 3:267e Wft. Om te voorkomen dat creatieve juristen om dit artikel heen contracteren en aansluiting zoeken bij verwante maar net iets andere ‘gebeurtenissen’, is aan de definitie van ‘gebeurtenis’ een ruim bereik toegekend.²³¹ Daarnaast is elke overeenkomst, ongeacht het toepasselijk recht, onderworpen aan afdeling 3.5.8 Wft. Dit maakt het opnemen van een *events of default*-clausule in een obligatieovereenkomst waarschijnlijk nutteloos omdat opzegging van de overeenkomst op grond van een dergelijke clausule zonder toestemming van DNB nietig zal zijn.²³²

In de literatuur bestaat er twijfel over de reikwijdte van afdeling 3.5.8 Wft.²³³ Derksen en Vriesendorp stellen dat de toepasselijkheid van afdeling 3.5.8 Wft in de praktijk niet zonder meer duidelijk is, wanneer de contractuele rechtsverhouding tussen crediteur en bank wordt beheerst door vreemd recht of een forumkeuze voor een vreemde rechter wordt gemaakt.²³⁴ Het is mogelijk dat internationaal privaatrechtelijke complicaties optreden wanneer een rechter van een EU-lidstaat of een niet EU-lidstaat over een obligatieovereenkomst oordeelt. De contractuele rechtsverhouding tussen verschaffers van vreemd vermogen en banken wordt doorgaans opgesteld door middel van standaarddocumentatie van bijvoorbeeld de Loan Market Association of de International Swap and Derivatives Association (ISDA) dat wordt beheerst door Engels recht of het recht van de staat New York.²³⁵

²²⁸ Timmerman & De Winter 2013, p. 361 en Van de Kraan 2013, p. 166.

²²⁹ Timmerman & De Winter 2013, p. 361.

²³⁰ Zie noot Beckman in OK 11 juli 2013, *Ondernemingsrecht* 2013/110.

²³¹ Bierens 2013a, p. 304.

²³² Van den Hurk & Strijbos, p. 349 en Bierens 2013a, p. 305.

²³³ Derksen & Vriesendorp 2013, p. 79 en Lieverse 2011, p. 26.

²³⁴ Derksen & Vriesendorp 2013, p. 82.

²³⁵ Bierens 2013a, p. 303; Derksen & Vriesendorp 2013, p. 82 en Broeders 2010, p., 585. Zie bijvoorbeeld artikel 13(b) van de ISDA Master Agreement 2002 waarin staat dat Engels recht van toepassing is verklaard op de overeenkomst.

Wanneer in de achtergestelde obligatieovereenkomst een rechtskeuze is gemaakt voor vreemd recht, dient een Nederlandse rechter te bepalen of afdeling 3.5.8 Wft van overeenkomstige toepassing is. Hierbij is de Rome I-Verordening van belang.²³⁶ Artikel 9 lid 2 Rome I-Verordening bepaalt dat landen van de aangezochte rechter (*lex fori*) bepalingen van dwingend recht dusdanig belangrijk kunnen achten voor de handhaving van openbare belangen dat deze bepalingen voorrang krijgen op het gekozen recht.²³⁷ De regels uit afdeling 3.5.8 Wft zijn door de Nederlandse wetgever gekwalificeerd als dergelijke voorrangsregels.²³⁸ Hierdoor zal een Nederlandse rechter weinig problemen hebben om een obligatieovereenkomst die wordt beheerst door buitenlands recht te onderwerpen aan afdeling 3.5.8 Wft. Wordt de overeenkomst bij een Engelse rechter voorgelegd, dan heeft deze de discretionaire bevoegdheid om overeenkomstig artikel 9 lid 3 Rome I-Verordening afdeling 3.5.8 Wft toe te passen.²³⁹ Past de rechter afdeling 3.5.8 Wft niet toe dan kan de Nederlandse rechter de erkenning en tenuitvoerlegging van het vonnis weigeren.²⁴⁰ Wordt de obligatieovereenkomst voorgelegd aan een niet EU-rechter, bijvoorbeeld de rechter uit de staat New York, dan hoeft deze geen rekening te houden met de voorrangsregels uit de Rome I-Verordening. Wanneer de Amerikaanse rechter vervolgens voorbijgaat aan afdeling 3.5.8 Wft, kan de erkenning en tenuitvoerlegging wederom worden geweigerd door de Nederlandse rechter wegens strijd met de openbare orde.²⁴¹ Banken zullen zich wellicht toch willen houden aan het gewezen vonnis van de Amerikaanse rechter om te voorkomen dat zij wegens *contempt of court* risico's lopen in de VS, zeker wanneer zij ook op de Amerikaanse financiële markt actief zijn en afhankelijk zijn van toekomstige obligatie-emissies.²⁴² De openbare orde-exceptie kan echter in uitzonderlijke gevallen ingezet en geeft de Nederlandse rechter geen vrijbrief het vreemde vonnis erkenning te onthouden.²⁴³

3.3.4.1 Contractueel reduceren debiteurenrisico

Waar een *event of default*-clausule bij de toepassing van het onteigeningsinstrument hoogstwaarschijnlijk geen effect zal hebben, kunnen achtergestelde obligatiehouders het debiteurenrisico wel afdekken door het kopen van een *credit default swap* (CDS). Een CDS is een wederkerige overeenkomst die erop gericht is om een kredietrisico over te dragen naar een andere partij.²⁴⁴ Met een dergelijk derivaat verzekert de achtergestelde obligatiehouder dat bij een specifiek gedefinieerd '*credit event*', de wederpartij bijvoorbeeld de onderliggende waarde (de vorderingen) vergoedt. Dit is ook gebeurd in de zaak SNS REAAL waar

²³⁶ 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. Zie Strikwerda 2012, p. 163 e.v.

²³⁷ Bierens 2013a, p. 304; Derksen & Vriesendorp 2013, p. 82 en Strikwerda 2012, p. 166.

²³⁸ *Kamerstukken II* 2011-2012, 33 059, nr. 3 (MvT), p. 29 en 68.

²³⁹ Lieverse 2011, p. 26.

²⁴⁰ Vgl. artikel 34 lid 1 en artikel 35 jo. 45 EEX-Verordening en Derksen & Vriesendorp 2013, p. 83.

²⁴¹ Derksen & Vriesendorp 2013, p. 83. Vgl. Rb. Utrecht 9 juni 2010, ECLI:NL:RBUTR:2010:BM7168, r.o. 4.16-4.17 waarin een vonnis van de District Court of Virginia door de Nederlandse rechter werd afgewezen omdat het vonnis in strijd was de Nederlandse openbare orde.

²⁴² Vgl. noot 16 in Derksen & Vriesendorp 2013 en Wood 2007, p. 138-139 en 179.

²⁴³ Vgl. HR 18 maart 2011, *NJ* 2011, 218 en Strikwerda 2012, p. 280.

²⁴⁴ Een CDS is een derivaat waarmee je het kredietrisico dat gelieerd is aan een bepaalde onderliggende waarde overdraagt aan een andere partij. De achtergestelde obligatiehouder kan als *protection buyer* kredietrisico's (zoals een *bankruptcy* of een *bail-in* ten aanzien van zijn vorderingen) overdragen aan de *protection seller*. De *protection buyer* betaalt periodiek een premie aan de *protection seller*. Indien zich een *bail-in* voordoet, zal de *protection seller* worden verplicht een bepaald bedrag te betalen aan de *protection buyer* (*cash settlement*) of tegen een overeengekomen bedrag over te nemen (*physical settlement*). Vgl. Grundmann- Van den Krol 2010, p. 56 en Rank 2009, p. 111-123.

houders van achtergestelde obligaties het kredietrisico hebben afgedekt door CDSs te kopen.²⁴⁵ Omdat ‘*expropriation*’ (onteigening) niet uitdrukkelijk viel onder de definitie van ‘*restructuring credit event*’ uit de ISDA Definitions van 2003, bestond lange tijd onduidelijkheid bij de marktpartijen of het risico van een onteigening was afgedekt. ISDA heeft uiteindelijk bepaald dat de onteigening van de achtergestelde obligaties gekwalificeerd moet worden als een ‘*restructuring credit event*’ zoals vermeldt in artikel 4.7(a)(ii) van de ISDA 2003 Credit Derivatives Definitions.²⁴⁶ Dit zorgde ervoor dat de partijen die CDSs hebben verkocht, de kopers ervan moesten compenseren toen zij onteigend werden. Hierdoor hebben achtergestelde obligatiehouders het debiteurenrisico – dat SNS Bank niet kon betalen – afgedekt.

3.4 Tussenconclusie

De MvF heeft krachtens de Interventiewet een ruime bevoegdheid om te interveniëren. Uit de zaak SNS REAAL vloeit voort dat de MvF geen onderscheid maakt tussen verschillende typen achtergestelde vorderingen. Alleen tussen achtergestelde en concurrente vorderingen wordt een onderscheid gemaakt, waardoor er wordt aangesloten bij de rangorde in een normale insolventieprocedure. Door de ruime bevoegdheid van de MvF is het voor effectenbezitters tevens moeilijk te bepalen wanneer een onteigening plaatsvindt. Dit kan problemen opleveren met het bepalen van de prijs. Uitgangspunt is dat de onteigenden recht hebben op schadeloosstelling. In de zaak SNS REAAL heeft de OK bepaald dat voor de bepaling van waarde van de onteigende achtergestelde obligatiehouders, de deskundigen moeten aanknopen bij de beurskoers. Hierdoor is het waarschijnlijk dat de onteigenden een schadevergoeding ontvangen. Door het gemaakte onderscheid van de MvF tussen achtergestelde en concurrente vorderingen, behouden onteigende achtergestelde obligatiehouders hun toekomstige concurrente vordering tot schadevergoeding voor het eventueel onrechtmatig handelen van de bank. Dit geeft de achtergestelde obligatiehouders een verhaalsmogelijkheid bij de geherkapitaliseerde bank. Ook kunnen de onteigenden van een dochter door middel van een 403-verklaring de moeder aanspreken, wanneer zij in toekomstige achterstellingsclausules concretiseren dat de achterstelling niet doorwerkt richting crediteuren van de moeder. De contractuele positie van de achtergestelde obligatiehouder is – in overeenstemming met afdeling 3.5.8 Wft – verzwakt. Opgenomen *events of default*-clausules kunnen door achtergestelde obligatiehouders niet worden ingeroepen wanneer een bank onteigend wordt. Wanneer obligatieovereenkomsten worden beheerst door vreemd recht en worden voorgelegd aan een buitenlandse rechter, is een handhaving van afdeling 3.5.8 Wft niet zonder meer zeker. Achtergestelde obligatiehouders hebben wel de mogelijkheid om het kredietrisico dat de obligaties worden onteigend, af te dekken met een CDS.

²⁴⁵ *Het Financieele Dagblad*, ‘Onteigening SNS-papier ‘credit event’’, 14 februari 2013.

²⁴⁶ Zie <<http://www2.isda.org/news/isda-emea-credit-derivatives-determinations-committee-sns-bank-restructuring-credit-event>>.

4 Het *bail-in*-instrument

4.1 De BRRD

De BRRD bestaat in grote lijnen uit zowel herstel- als afwikkelingsinstrumenten. Het *bail-in*-instrument valt krachtens artikel 31 lid 2 onder d BRRD onder de definitie van ‘afwikkelingsinstrument’.²⁴⁷ Volgens artikel 2 onder 34 BRRD valt een afwikkelingsinstrument weer onder de definitie van ‘afwikkelingsmaatregel’.²⁴⁸ Een doeltreffende afwikkelingsmaatregel moet de kosten van de afwikkeling van een bank niet bij de belastingbetaler leggen. Daarnaast dient zij ervoor te zorgen dat systeemrelevante banken kunnen worden afgewikkeld zonder dat de financiële stabiliteit in gevaar komt.²⁴⁹ Het *bail-in*-instrument bereikt deze doelstellingen door ervoor te zorgen dat de aandeelhouders en crediteuren van de bank passende verliezen lijden en dus bijdragen aan de te maken kosten, waardoor de bank in een *going concern*-scenario kan worden gehandhaafd.²⁵⁰ Dit zal de vorderingen van crediteuren maximaliseren, de marktzekerheid bevorderen en de tegenpartijen van de bank geruststellen.²⁵¹ Dit brengt met zich mee dat het *bail-in*-instrument een reorganisatiemechanisme is waarbij de wijze van financiering wordt geherstructureerd maar de identiteit van de onderneming onveranderd blijft.²⁵² Dit zal ertoe leiden dat crediteuren de bank beter zullen monitoren, waardoor de marktdiscipline toeneemt en de *moral hazard* afneemt (vgl. paragraaf 2.2.2).²⁵³ Ook zal de mogelijkheid van een *bail-in* ervoor zorgen dat banken meer Tier 1-kapitaal en Tier 2-kapitaal emitteren om boven de kapitaalratio’s uit te komen, zodat zij onverwachtse verliezen gemakkelijk kunnen opvangen.²⁵⁴

4.1.1 Reikwijdte

In artikel 27 lid 1 BRRD staan de voorwaarden waaraan moet worden voldaan alvorens een afwikkelingsautoriteit een afwikkelingsmaatregel kan nemen. Ten eerste stelt de afwikkelingsautoriteit vast dat de bank failliet gaat of waarschijnlijk gaat – het ‘faillissementscriterium’. Het faillissementscriterium kan zich voordoen bij een bank waarvan de activa minder zijn dan de passiva, of wanneer er objectieve aanwijzingen zijn vastgesteld dat de activa in de nabije toekomst waarschijnlijk minder zullen zijn dan de passiva (solvabiliteitsprobleem) of een bank die niet in staat is, of wanneer er objectieve aanwijzingen zijn vastgesteld dat de bank in de nabije toekomst niet in staat zal zijn haar opeisbare verplichtingen te voldoen (liquiditeitsprobleem).²⁵⁵ Ten tweede moet worden vastgesteld dat, gezien de timing en andere relevante omstandigheden, een afwikkelingsmaatregel noodzakelijk is om het faillissement van een bank binnen een redelijk tijdsbestek te voorkomen. Als derde voorwaarde wordt genoemd dat een afwikkelingsmaatregel alleen mag worden ingezet indien deze noodzakelijk is om het algemeen belang te waarborgen. Dit is het geval wanneer een afwikkelingsdoelstelling²⁵⁶ bereikt dient te worden en de afwikkeling in een normale

²⁴⁷ Andere afwikkelingsinstrumenten zijn (i) het instrument van verkoop van de bank, (ii) het instrument van een *bridge bank* en (iii) het instrument van afsplitsing van activa.

²⁴⁸ Hierdoor zijn de algemene beginselen van afwikkelingsinstrumenten uit artikelen 26 en 27 BRRD van toepassing.

²⁴⁹ Punt 19 van de considerans van de BRRD.

²⁵⁰ Punt 44 van de considerans van de BRRD.

²⁵¹ Punt 52 van de considerans van de BRRD.

²⁵² Armour 2014, p. 19.

²⁵³ Le Leslé 2012, p. 21.

²⁵⁴ Dombret & Lucius 2013, p. 191.

²⁵⁵ Artikel 27 lid 2 BRRD.

²⁵⁶ De afwikkelingsdoelstellingen staan opgesomd in artikel 26 lid 2 BRRD. Zo moet een afwikkelingsmaatregel o.a. de continuïteit van kritieke functies van een bank garanderen.

insolventieprocedure²⁵⁷ niet hetzelfde effect sorteert. Wanneer de afwikkelingsautoriteit constateert dat de bank aan de drie genoemde voorwaarden voldoet, kan de *bail-in* worden toegepast. De voorwaarden uit artikel 27 BRRD zijn ruim gedefinieerd en geven de afwikkelingsautoriteit een ruime discretionaire bevoegdheid.²⁵⁸

4.1.1.1 *Trigger moment*

Wanneer een bank voldoet aan het faillissementscriterium kan een *bail-in* krachtens artikel 37 lid 2 BRRD worden toegepast als herkapitaliseringsmiddel of in combinatie met andere afwikkelingsinstrumenten.²⁵⁹ Door de herkapitalisering is het de bedoeling dat de bank weer aan de voorwaarden voldoet waarvoor haar overeenkomstig CRD IV en CRR een vergunning is verleend.²⁶⁰ De *bail-in* als herkapitaliseringsmiddel mag alleen worden ingezet als er een realistisch vooruitzicht is dat de toepassing ervan de financiële soliditeit en de levensvatbaarheid van de bank op lange termijn herstelt.²⁶¹ Dit specifieke *trigger* moment moet worden vastgesteld door de afwikkelingsautoriteit. Hierbij heeft – in tegenstelling tot een contractuele *bail-in* – de wettelijke *bail-in* uit de BRRD geen vooraf gedefinieerd *trigger* moment (vgl. paragraaf 2.4.1).²⁶² Hierdoor komt de afwikkelingsautoriteit wederom veel discretionaire vrijheid toe.²⁶³

4.1.2 *Eligible liabilities*

De verplichtingen van een bank die in aanmerking komen voor een *bail-in* worden aangeduid met de Engelse term ‘*eligible liabilities*’. Volgens Zhou e.a. kunnen deze *eligible liabilities* worden aangemerkt als een door crediteuren geboden verzekering tegen een faillissement van de bank, *bank runs* en het opdrogen van de geldmarkt voor kort vreemd vermogen.²⁶⁴ In beginsel zou elke verplichting van een bank als een *eligible liability* kunnen kwalificeren; zowel achtergestelde als concurrente crediteuren kunnen geraakt worden door een *bail-in*. Toch zou een *bail-in* niet effectief kunnen werken als al deze verplichtingen van de bank in aanmerking zouden komen voor de afschrijvings- en omzettingsbevoegdheid.

In artikel 38 lid 1 BRRD staat een aantal verplichtingen van een bank waar de *bail-in* niet op toegepast kan worden. Zo worden depositoverplichtingen vrijgesteld die onder het depositogarantiestelsel vallen.²⁶⁵ Wanneer deze verplichtingen niet worden uitgezonderd van een mogelijke *bail-in*, zou dit sneller kunnen leiden tot een *bank run*.²⁶⁶ Onder de uitzonderingen vallen ook door zekerheden gedekte schuldpapieren, zoals *repo's* en *covered bonds*.²⁶⁷ De afschrijvings- en omzettingsbevoegdheden kunnen wel worden uitgeoefend met betrekking tot deposito's en verplichtingen die de waarde van het door het depositogarantiestelsel gedekte bedrag, de activa, het pand of pandrecht waarmee zij zijn gedekt,

²⁵⁷ Een normale insolventieprocedure voor een bank is een procedure zoals is opgenomen in artikelen 212g Fw. tot en met 212r Fw. (Afdeling 11AA Fw.).

²⁵⁸ MacNeill 2013, p. 183.

²⁵⁹ In dit onderzoek staat het *bail-in*-instrument als herkapitaliseringsmiddel in een *going concern*-situatie centraal.

²⁶⁰ In artikel 37 lid 2 onder a BRRD staat overeenkomstig Richtlijn 2006/48/EG (Bazel II) en Richtlijn 2004/39/EG (MiFID). Richtlijn 2006/48/EG is achterhaald met de inwerkingtreding van CRD IV en CRR.

²⁶¹ Artikel 37 lid 3 BRRD en De Sèriere 2012b, p. 535.

²⁶² Armour 2014, p. 20; Schillig 2013, p. 31; MacNeill 2013, p. 183 en Conlon & Cotter 2014, p. 4.

²⁶³ Schillig 2013, p. 31

²⁶⁴ Zhou e.a. 2012, p. 7.

²⁶⁵ Dit zijn deposito's die tot een bedrag van EUR 100.000 worden gegarandeerd op grond van Richtlijn 94/19/EG.

²⁶⁶ Europese Commissie 2012, p. 44.

²⁶⁷ *Covered bonds* kunnen ook door de lidstaat geheel worden vrijgesteld (vgl. Artikel 38 lid 2 BRRD).

overschrijden.²⁶⁸ Ook kortlopende verplichtingen met een looptijd van minder dan 1 maand zijn geen *eligible liabilities*. Wanneer deze verplichtingen onder een *bail-in* zouden vallen ontstaat hetzelfde probleem als bij het faillissement van Lehman Brothers; banken durven elkaar op korte termijn geen geld uit te lenen, waardoor de interbancaire geldmarkt opdroogt.²⁶⁹ Artikel 38 lid 2 onder e BRRD geeft tenslotte een aantal uitzonderingen, zoals loon, pensioenuitkeringen en andere vaste vergoedingen van werknemers. Ook handelscrediteuren die goederen of diensten leveren die essentieel zijn voor het operationeel blijven van de bank vallen onder de uitzondering, zoals belastingverplichtingen, IT-diensten, nutsvoorzieningen en de huur van de bedrijfsruimte. Dat deze crediteuren worden ontzien van een *bail-in* is begrijpelijk aangezien zij essentieel zijn voor het *going concern* opereren van een bank.²⁷⁰

4.1.3 Contractuele rechten

Artikel 63 jo. artikel 77 lid 1 BRRD geeft de lidstaten – bij het implementeren van de richtlijn – de opdracht om voor de afwikkelingsautoriteit een bevoegdheid te creëren om een beëindigingsrecht van een wederpartij van de bank – dat ontstaat door een *bail-in* – te kunnen opschorten. Het beëindigingsrecht kan worden toegepast op financiële contracten, zoals effectencontracten en swapovereenkomsten.²⁷¹ Hierdoor kunnen *events of default*-clausules bij de toepassing van een *bail-in* buitenspel worden gezet. Onder de Interventiewet is met afdeling 3.5.8 Wft reeds een wettelijke basis gegeven om beëindigingclausules, zoals *events of default*-clausules nietig te verklaren. Doordat de definitie ‘gebeurtenis’ een breed bereik heeft, lijkt de implementatie van het *bail-in*-instrument uit de BRRD in afdeling 3.5.8 Wft weinig problematisch. Een *bail-in* zou dan als ‘gebeurtenis’ kunnen worden opgenomen in de lijst van artikel 3:267e lid 1 Wft.

Artikel 50 lid 1 BRRD bepaalt dat lidstaten erop moeten toezien dat banken in hun contractuele bepalingen met betrekking tot AT1-instrumenten, Tier 2-instrumenten en overige *eligible liabilities* die vallen onder het recht van een jurisdictie dat geen EU-lidstaat is, een voorwaarde opnemen waarbij de contractuele wederpartij van de bank erkent dat de passiva onderworpen zijn aan de afschrijvings- en omzettingsbevoegdheden. Hiermee wordt het *bail-in*-instrument contractueel erkend. Indien een bank nalaat een dergelijke bepaling op te nemen, weerhoudt dit verzuim de afwikkelingsautoriteit niet om een *bail-in* toe te passen.²⁷²

4.2 Toepassing *bail-in*

De afwikkelingsautoriteit dient bij de toepassing van een *bail-in* enkele algemene beginselen in acht te nemen. Voor zover de BRRD niet anders bepaalt, worden crediteuren op een gelijkwaardige wijze behandeld (*paritas creditorum*) en lijden crediteuren geen groter verlies dan het verlies dat zij zouden lijden in een normale insolventieprocedure (*no creditor worse off*-principe).²⁷³ Voordat een afwikkelingsautoriteit overgaat tot een *bail-in* moet het tevens een eerlijke raming maken waarmee het totaalbedrag aan *eligible liabilities* wordt verlaagd. Wanneer de bank geherkapitaliseerd wordt, dient bij de raming het bedrag

²⁶⁸ Een depositohouder die een vordering heeft van EUR 120.000 kan een bedrag van EUR 20.000 verliezen indien een *bail-in* wordt toegepast.

²⁶⁹ Armour 2014, p. 21.

²⁷⁰ Europese Commissie 2012, p. 44.

²⁷¹ Artikel 63 lid 6 BRRD.

²⁷² Artikel 50 lid 2 BRRD

²⁷³ Artikel 29 lid 1 sub e en f BRRD.

vastgesteld te worden waarmee de *eligible liabilities* moeten worden verlaagd om (i) de Tier 1-kapitaalratio van 6% (vgl. paragraaf 2.3.1) te herstellen, (ii) het marktvertrouwen in de bank te herstellen en (iii) te voldoen aan de eisen die voortvloeien uit CRD IV en CRR.²⁷⁴ Voor deze raming moeten de activa en passiva van de bank door een onafhankelijke persoon worden gewaardeerd.²⁷⁵

4.2.1 Afschrijvings- en omzettingsbevoegdheid

De afwikkelingsautoriteit dient bij de toepassing van haar afschrijvings- en omzettingsbevoegdheid rekening te houden met de rangorde van schuldeisers in overeenstemming met artikel 43 lid 1 BRRD. Zo moet eerst – in verhouding tot de verliezen – het CET1-kapitaal worden afgeschreven.²⁷⁶ Is de afschrijving van het CET1-kapitaal niet voldoende dan verlaagt de afwikkelingsautoriteit de hoofdsom van het AT1-kapitaal en het Tier 2-kapitaal en vervolgens de achtergestelde schuld dat geen Tier 1 en Tier 2-kapitaal is. Indien dit nog niet toereikend is om de bank te herkapitaliseren kunnen ook de overige senior *eligible liabilities* worden afgeschreven. Artikel 43 lid 2 BRRD bepaalt dat de verliezen die achtergestelde schuldeisers en niet-achtergestelde schuldeisers moeten lijden, door de afwikkelingsautoriteit gelijkelijk naar rang moeten worden verlaagd. Uitgegeven schuldinstrumenten die niet vallen onder Tier 2-instrumenten kunnen onder bepaalde voorwaarden eerder worden afgeschreven dan de senior *eligible liabilities*. Deze schuldinstrumenten moeten dan een clause hebben waarin is opgenomen dat de hoofdsom van het instrument wordt verlaagd of omgezet in aandelen of eigendomsinstrumenten bij een gebeurtenis die van invloed is op de financiële positie, solvabiliteit of het niveau van het eigen vermogen van de bank.²⁷⁷ Dit kunnen obligaties zijn die in aanmerking komen voor een contractuele *bail-in*, zoals *coco*'s.

Na de afschrijving van vorderingen en aandelenkapitaal moet een bank opnieuw geherkapitaliseerd worden zodat – overeenkomstig CRD IV en CRR – wordt voldaan aan het wettelijk vereiste eigen vermogen.²⁷⁸ Door een *debt for equity swap* worden *eligible liabilities* die niet zijn afgeschreven, omgezet in eigen vermogen waardoor de solvabiliteitspositie van de bank verbeterd. Dit is goed voor de kredietwaardigheid en daarmee de financierbaarheid van de bank. Bij een *debt for equity swap* dient de afwikkelingsautoriteiten rekening te houden met een aantal beginselen. Zo moet de omzettingskoers de getroffen crediteur een passende vergoeding bieden voor het 'verlies' dat voortvloeit uit de omzetting. De verschillen in de omzettingskoers moeten de rangorde bij liquidatie in een normale insolventieprocedure weerspiegelen.²⁷⁹ Zo is de omzettingskoers voor niet-achtergestelde verplichtingen hoger dan voor achtergestelde verplichtingen. De EBA zal hier nadere richtsnoeren voor opstellen.

4.2.2 Minimum *bail-in*-vermogen

Om het *bail-in*-instrument effectief te laten zijn, dienen lidstaten erop toe te zien dat banken een minimaal percentage '*bail-in*-vermogen' aanhouden, ofwel een *minimum loss absorbing capacity* (LAC).²⁸⁰ Hierdoor

²⁷⁴ Artikel 41 BRRD.

²⁷⁵ Artikel 30 BRRD. Onafhankelijk persoon is een persoon die geen link heeft met zowel de overheidsinstantie als de bank.

²⁷⁶ De aandelen dienen in overeenstemming met artikel 42 BRRD te worden ingetrokken.

²⁷⁷ Artikel 43 lid 3 BRRD.

²⁷⁸ Bij een *debt for equity swap* kan het zo zijn dat het aandelenbelang van bestaande aandeelhouders sterk verwatert (vgl. artikel 42 lid 1 onder b BRRD).

²⁷⁹ Artikel 45 lid 3 BRRD.

²⁸⁰ Artikel 39 lid 1 BRRD.

kunnen banken een *bail-in* niet ontwijken door bijvoorbeeld vreemd vermogen aan te trekken dat onder een uitzondering valt.²⁸¹ De kapitalisatie van banken zal derhalve zo moeten worden ingericht dat niet alleen het eigen vermogen maar ook voldoende overig achtergesteld vreemd vermogen beschikbaar is voor verliesabsorptie, waaronder allerhande achtergestelde schuldinstrumenten en leningen die niet kwalificeren als AT1- of Tier 2-kapitaal.²⁸² Wanneer deze achtergestelde schuldinstrumenten aan een aantal vereisten voldoen kunnen zij worden gebruikt als *bail-in*-vermogen.²⁸³ De LAC is een percentage dat de verhouding weergeeft tussen het eigen vermogen (krachtens de eisen van CRD IV en CRR) en de *eligible liabilities* ten opzichte van de totale passiva (zonder eigen vermogen). Dit percentage wordt berekend aan de hand van de totale passiva in plaats van risicogewogen activa zoals onder CRD IV en CRR. Hierdoor geeft dit percentage een beter beeld van de actuele hoeveelheid uitstaande verplichtingen op het moment dat de bank in de problemen komt. De Europese Commissie stelt een minimale LAC van 10% voor.²⁸⁴ De BRRD schrijft geen eenduidig percentage voor omdat deze per bank zullen verschillen.²⁸⁵

4.2.3 Fictief voorbeeld *bail-in*

Het Nederlandse Bank XYZ heeft een balanstotaal van EUR 200 mrd en loopt gedurende de financiële crisis tegen onverwachtse verliezen aan van EUR 2 mrd. De afwikkelingsautoriteit besluit tot een *bail-in*. De eerste verliezen dienen te worden geabsorbeerd door het CET1-kapitaal van EUR 10 mrd. Vervolgens worden de achtergestelde schuldinstrumenten van EUR 8 mrd afgeschreven. Dit zijn de AT1-instrumenten en Tier 2-instrumenten. Wanneer het eigen vermogen is afgeschreven wordt voor EUR 2 mrd aan senior *eligible liabilities* afgeschreven. Vervolgens wordt EUR 18 mrd van de *eligible liabilities* via een *debt for equity swap* omgezet in aandelen (CET1-kapitaal). De *debt for equity swap* creëert een nieuw garantievermogen van EUR 18 mrd op een balanstotaal van EUR 18 mrd. Dit betekent een LAC van 10% van de totale passiva.

Passiva (Origineel)		Passiva (Afschrijving EUR 20 mrd en een <i>debt for equity swap</i>)		
Garantievermogen		Garantievermogen		
CET 1-kapitaal	10 mrd	CET 1-kapitaal	0 mrd (-10 mrd)	18 mrd (+18 mrd)
AT1-kapitaal	3 mrd	AT1-kapitaal	0 mrd (-3 mrd)	-
Tier 2-kapitaal	5 mrd	Tier 2-kapitaal	0 mrd (-5 mrd)	-
(Overig) vreemd vermogen		(Overig) vreemd vermogen		
<i>Eligible senior debt</i>	50 mrd	<i>Eligible senior debt</i>	48 mrd (-2 mrd)	30 mrd (-18 mrd)
Deposito's	64 mrd	Deposito's	64 mrd	64 mrd
Overige <i>senior liabilities</i>	68 mrd	Overige <i>senior liabilities</i>	68 mrd	68 mrd
Totaal	200 mrd	Totaal	180 mrd	180 mrd

²⁸¹ Schillig 2013, p. 36.

²⁸² De Sèriere 2012b, p. 535.

²⁸³ Artikel 39 lid 2 BRRD bepaalt dat de instrumenten (i) een looptijd hebben van minimaal één jaar, (ii) zijn uitgegeven en volgestort, (iii) niet rechtstreeks of middellijk zijn gekocht of gefinancierd door de bank, haar dochteronderneming of deelneming en (iv) zijn gedekt door een instelling die deel uitmaakt van hetzelfde concern als de bank.

²⁸⁴ Europese Commissie 2012, p. 46-47.

²⁸⁵ De Sèriere 2012b, p. 535. Het percentage *bail-in*-vermogen wordt bepaald op basis van o.a. de volgende criteria: (i) de Tier 1-kapitaalratio van 6% hersteld zodat deze kan voldoen aan de vergunningseisen uit CRD IV en CRR, (ii) de omvang, bedrijfsmodel en risicoprofiel van de bank, (iii) de mate waarin een faillissement van de bank nadelige gevolgen heeft voor de financiële stabiliteit, het besmettingsrisico en de verwevenheid met andere financiële instellingen (vgl. artikel 39 lid 3 BRRD)

Na de herkapitalisatie houden senior *eligible liabilities* voor EUR 18 mrd aan aandelen. Daarnaast hebben ze nog een totale schuldvordering van EUR 30 mrd. De aandelen en senior *eligible liabilities* hebben een boekwaarde van EUR 48 mrd. Hierdoor lijden de niet-achtergestelde *eligible* crediteuren een verlies van EUR 2 mrd wat neer komt op 4% van hun oorspronkelijke vorderingen. Daarnaast is 37,5% van hun totale vorderingen – na de *bail-in* – in rang verlaagd.²⁸⁶

4.3 De positie van de achtergestelde obligatiehouder

4.3.1 Rangorde van schuldeisers

Bij het *bail-in*-instrument speelt de prudentiële rangorde van schuldeisers uit CRD IV en CRR een belangrijke rol. Eerst wordt het Tier 1-kapitaal afgeschreven, vervolgens het Tier 2-kapitaal, daarna de achtergestelde obligaties die kwalificeren als *eligible liabilities* en als laatste eventueel de senior *eligible liabilities*. Hierdoor handhaaft het *bail-in*-instrument uit de BRRD een duidelijk onderscheid tussen verschillende typen achtergestelde schuld. Zo worden achtergestelde obligatiehouders met een onbepaalde looptijd eerder geraakt door een *bail-in* dan achtergestelde obligatiehouders met een bepaalde looptijd van ten minste vijf jaar. Dit is opmerkelijk aangezien in het bestaande insolventierecht doorgaans geen onderscheid wordt gemaakt tussen verschillende typen achtergestelde vorderingen op basis van looptijd.²⁸⁷ De looptijd van een vordering zou – afgezien van eventuele vroegtijdige opeisbaarheid – geen verschil moeten maken voor de verhaalspositie van de achtergestelde obligatiehouder.²⁸⁸ Onder de BRRD wordt echter wel een verschil gemaakt op basis van de prudentiële rangorde. Dit betekent dat onder het type ‘achtergestelde crediteuren’ de ene crediteur – bij een *bail-in* – een slechtere verhaalspositie heeft dan de ander. Neem de positie van de houders van achtergesteld Tier 2-kapitaal uit het fictieve voorbeeld van Bank XYZ (vgl. paragraaf 4.2.3). Het maakt voor deze achtergestelde crediteur een verschil of het bedrag van de *bail-in* EUR 13 mrd of EUR 14 mrd is. Bij een *bail-in* van EUR 13 mrd wordt de crediteur niet geraakt terwijl bij een *bail-in* van EUR 14 mrd hij 20% van zijn vordering verliest.²⁸⁹

4.3.1.1 Extra risico (achtergestelde) obligatiehouder

Door het invoeren van een *bail-in* hebben banken de prikkel om vreemd vermogen op te halen die zijn vrijgesteld van de BRRD om zo de *funding*-kosten (hogere rente) te verminderen.²⁹⁰ De *funding*-kosten kunnen door banken worden gereduceerd door meer gedekte financiering te emitteren, zoals *covered bonds*. Onder de BRRD vallen *covered bonds* en schuldinstrumenten met een looptijd van minder dan één maand buiten het toepassingsgebied van de richtlijn. De uitgifte van deze schuldpapieren kan voor bestaande achtergestelde obligatiehouders en *senior eligible liabilities* het risico van een *bail-in* vergroten. Het volgende voorbeeld schetst een fictieve situatie waarin Bank XYZ besluit extra kapitaal op te halen door middel van *covered bonds* om zo de hoge *funding*-kosten van *bail-in*-kapitaal te ontwijken:

²⁸⁶ EUR 18 mrd van de EUR 48 mrd is omgezet naar aandelen. Dit betekent dat 37,5% (18/48 x 100%) van de vorderingen een minder goede verhaalspositie heeft gekregen.

²⁸⁷ Schillig 2013, p. 39.

²⁸⁸ Struycken 2013, p. 70.

²⁸⁹ Bij een *bail-in* van EUR 14 mrd wordt het Tier 2-kapitaal voor een bedrag van EUR 1 mrd geraakt. Op een totaal van EUR 5 mrd aan vorderingen is dit een afschrijving van 20% van de vordering.

²⁹⁰ Armour 2014, p. 21, DNB 2013b, p. 31 en *The Financial Times*, ‘S&P warns of higher risk in bank bail-in bonds’, 6 februari 2014.

Bank XYZ heeft een passivakant van EUR 200 mrd. De LAC van 10% bestaat uit EUR 14 mrd Tier 1-kapitaal (EUR 12 mrd CET1 en EUR 2 mrd AT1) en EUR 6 mrd Tier 2-kapitaal. De rest van het kapitaal bestaat uit EUR 80 mrd *senior eligible liabilities* en EUR 100 mrd overig vreemd vermogen. Bank XYZ besluit extra kapitaal aan te trekken door in totaal EUR 50 mrd aan *covered bonds* uit te geven. De passivakant is vervolgens EUR 250 mrd. De LAC van 10% komt nu neer op EUR 25 mrd (EUR 14 mrd Tier 1-kapitaal, EUR 6 mrd Tier 2-kapitaal en EUR 5 mrd aan *senior eligible liabilities*). Om geleden verliezen op te vangen moet Bank XYZ 7% van haar passivakant afschrijven. Wanneer de *bail-in* plaatsvindt bij Bank XYZ met een balans van EUR 200 mrd, dan dient het volledige CET1-kapitaal (EUR 12 mrd) en AT1-kapitaal (EUR 2 mrd) te worden afgeschreven. Een verlies van 7% bij Bank XYZ met een passivakant van EUR 250 mrd leidt tot extra verliezen voor de achtergestelde obligatiehouders. Bij een dergelijke balans moet EUR 17,5 mrd worden afgeschreven, wat leidt tot afschrijving van het Tier 1-kapitaal (zowel EUR 12 mrd CET1 als EUR 2 mrd AT1) en 58.3% van het Tier 2-kapitaal.²⁹¹

Dit fictieve voorbeeld illustreert dat wanneer er meer *covered bonds* worden uitgegeven de positie van de achtergestelde obligatiehouder zwakker wordt bij een *bail-in*.²⁹²

4.3.2 Rechtszekerheid

De huidige teksten uit de BRRD bieden de afwikkelingsautoriteit ruime discretionaire bevoegdheid bij de toepassing van het *bail-in*-instrument. Zo kan de afwikkelingsautoriteit een keuze maken om bepaalde vorderingen al dan niet af te schrijven of om te zetten in aandelen.²⁹³ Hierdoor kan worden afgeweken van principes zoals de *paritas creditorum* en de nationale rangorde van schuldeisers, wat bij crediteuren tot onzekerheid kan leiden.²⁹⁴ Het *trigger* moment van een wettelijke *bail-in* kan zijn gebaseerd op stresstesten van banken of de inschatting van een afwikkelingsautoriteit dat de bank niet langer levensvatbaar is. Dit geeft minder rechtszekerheid dan vooraf vastgestelde contractuele *triggers*, zoals drempels in de aandelenprijs of bepaalde kapitaalratio's.²⁹⁵ Wanneer de omstandigheden voor een *trigger* moment beter te voorspellen zijn voor een crediteur, is het makkelijker om de achtergestelde obligaties te prijzen.²⁹⁶ Hierdoor zouden achtergestelde obligatiehouders – uit het oogpunt van rechtszekerheid en prijsbepaling – meer behoefte kunnen hebben aan contractuele *triggers*.²⁹⁷ Het nadeel van een contractuele *trigger* is dat deze instrumenten onder de huidige tekst van de BRRD twee keer geraakt kunnen worden: eerst door de *trigger* uit het contract en vervolgens (indien nodig) via de wettelijke *bail-in* krachtens de BRRD. Deze dubbele aanslag zou voor houders van dergelijke obligaties kunnen worden voorkomen door een *ne bis in idem*-regeling op te nemen als de BRRD wordt geïmplementeerd.²⁹⁸

²⁹¹ EUR 3.5 mrd van EUR 6 mrd is 58.3%.

²⁹² Vgl. Wood 2012, p. 61 en DNB 2013b, p. 29.

²⁹³ Hoebal & Wiercx 2013, p. 277.

²⁹⁴ Hoebal & Wiercx 2013, p. 277; De Serière 2012b, p. 536 en Henkel & Kaal 2012, p. 252-255.

²⁹⁵ Henkel & Kaal 2012, p. 255.

²⁹⁶ Armour 2014, p. 20; Schillig 2013, p. 33; Wood 2012, p. 61 en Henkel & Kaal 2012, p. 254.

²⁹⁷ MacNeill 2013, p. 184-185.

²⁹⁸ Hoebal & Wiercx 2013, p. 278.

4.3.2.1 Risico bestaande positie afdekken

Doordat het *trigger* moment uit de BRRD niet bij voorbaat vaststaat, kan dit leiden tot speculaties omtrent een mogelijke *bail-in*. Zo kunnen marktpartijen, vlak voordat een afwikkelingsautoriteit besluit om over te gaan op een *bail-in*, de in de financiële problemen verkerende bank aanvallen door massaal te speculeren op een *bail-in*.²⁹⁹ Dit kan door middel van de beleggingstechniek *short selling*.³⁰⁰ Marktpartijen kopen *bail-in*-instrumenten op en verkopen de aandelen van de bank door middel van een shorttransactie. Doordat de koers van de aandelen door een shorttransactie verder onder druk komt te staan, wordt een *bail-in* waarschijnlijker. Door de *bail-in* zullen de aangekochte *bail-in*-instrumenten van de *short sellers* via een *debt for equity swap* worden omgezet in ondergewaardeerde aandelen.³⁰¹ Ook kunnen de achtergestelde obligatiehouders met een contractuele *trigger* hun positief economische belang afdekken door een shortpositie in te nemen. Hieronder wordt een fictief voorbeeld gegeven hoe een marktpartij kan speculeren op een *bail-in*:

Beleggingsfonds X bezit 1000 *coco*'s van Bank XYZ met een coupure van EUR 50.000 en een rente van 7%. De *coco*'s van Bank XYZ worden geconverteerd in aandelen als het CET1-kapitaal onder de 4,5% zakt (het *trigger* moment). De aandelen Bank XYZ zijn op dat moment EUR 25 waard. Beleggingsfonds X ontvangt ieder jaar rente, totdat, na vijf jaar, Bank XYZ onverwachtse verliezen lijdt en de solvabiliteit onder druk komt te staan. De aandelenkoers daalt binnen vijf jaar naar EUR 14. Op dat moment verkoopt Beleggingsfonds X 500.000 aandelen Bank XYZ voor een bedrag van EUR 14. Door de shorttransactie en een negatief sentiment in de markt daalt de koers verder tot EUR 10. Het CET1-kapitaal daalt onder de *trigger* van 4,5%, waardoor de *coco*'s worden geconverteerd. De omzettingskoers is EUR 10, waardoor Beleggingsfonds X 500.000 aandelen Bank XYZ verkrijgt. Deze aandelen worden teruggeleverd aan de *securities lender*. Beleggingsfonds X maakt een bruto rendement van EUR 2.35 miljoen.³⁰²

Het onteigeningsinstrument lijkt mijns inziens minder geschikt om het risico van een overheidsinterventie af te dekken door middel van een shorttransactie.³⁰³ Ten eerste biedt het onteigeningsinstrument geen mogelijkheid tot een *debt for equity swap*, waardoor obligaties niet kunnen worden geconverteerd in aandelen. Ten tweede is het gevolg van het onteigeningsinstrument dat de aandelen uit de markt worden gehaald en in handen van de Staat komen. *Short sellers* lopen zo het risico dat zij een wanprestatie plegen omdat zij hun leveringsverplichting richting de *securities lender* niet meer na kunnen komen omdat de MvF (onverwachts) besluit tot onteigenen.

²⁹⁹ Schillig 2013, p. 33 en Flannery 2009, p. 19-20.

³⁰⁰ *Short selling* is het verkopen van een effect zonder dat je dit daadwerkelijk bezit. Een *short seller* verkoopt een bepaalde hoeveelheid effecten aan een derde partij. Deze hoeveelheid effecten levert hij na drie handelsdagen. Vervolgens leent de *short sellers*, middels een *securities lending agreement*, aandelen van een *securities lender*, zoals een pensioenfonds of vermogensbeheerder. Door het inlenen van de effecten kan de *short seller* de effecten leveren aan de derde partij. Het gaat namelijk om een overeenkomst van verbruikleen ex artikelen 7A:1791-1792 BW. Op een later stadium koopt de *short seller* dezelfde hoeveelheid effecten terug uit de markt zodat deze teruggeleverd kunnen worden aan de *securities lender*. De *securities lender* ontvangt een *lenders fee*. De *short seller* kan rendement maken als de koers van de verkochte effecten is gedaald in de periode tussen de verkoop en het moment van terugleveren uit hoofde van de *securities lending agreement*.

³⁰¹ Schillig 2013, p. 34; Duffie 2009, p. 4 en Flannery 2009, p. 19-20.

³⁰² Het rendement is de som van de renteopbrengst uit hoofde van de obligatieovereenkomsten a EUR 350.000 (7% van EUR 5 miljoen x 5 jaar) en de opbrengst uit de shorttransactie EUR 7 miljoen (500.000 x EUR 14) minus de aangekochte *coco*'s à EUR 5 miljoen.

³⁰³ Toch hebben *short sellers* nog om en nabij EUR 20 miljoen verdiend (voorafgaand) aan de val van SNS REAAL. Vgl. *Het Financieele Dagblad*, 'Shortsellers verdienden € 170 mln met Imtech', 11 oktober 2013.

4.3.3 Recht op schadevergoeding

Een achtergestelde obligatiehouder heeft het recht om het besluit van een afwikkelingsautoriteit om een afwikkelingsmaatregel te nemen te onderwerpen aan een rechtelijke toetsing.³⁰⁴ Wanneer uit een rechtelijke toets blijkt dat een besluit onrechtmatig is genomen, kan de getroffen obligatiehouders een schadevergoeding worden toegekend.³⁰⁵ De schadevergoeding kan ook worden toegekend als blijkt dat crediteuren met de toepassing van een *bail-in* slechter af zijn dan met een normale insolventieprocedure (*no creditor worse off-principe*).³⁰⁶ De crediteuren hebben dan recht op betaling van het verschil. Om dit principe toe te passen, moet in een vroegtijdige fase een waardering worden gemaakt van de activa en passiva en worden geschat hoe aandeelhouders en crediteuren in het kader van een normale insolventieprocedure zouden worden behandeld.³⁰⁷ Na afschrijving van de vordering blijft voor de houder van de relevante kapitaalinstrumenten (AT1 en Tier 2-kapitaal) in beginsel geen verplichting bestaan, met uitzondering van verplichtingen met betrekking tot schadevergoeding die uit een rechtelijke toets kunnen voortvloeien.³⁰⁸

4.3.4 Contractuele rechten

Bij het onteigeningsinstrument is de toepasselijkheid van afdeling 3.5.8 Wft op obligatieovereenkomsten die worden beheerst door Engels en Amerikaans recht niet zonder meer duidelijk is, waardoor dit probleem zich ook kan voordoen bij een *bail-in*.³⁰⁹ Vanuit een internationaal privaatrechtelijk perspectief kan zich het *Metliss*-probleem voordoen. In de Engelse zaak *National Bank of Greece v Metliss*³¹⁰ besloten Engelse rechters dat wanneer een Griekse bank krachtens een obligatieovereenkomst geld verschuldigd is en die overeenkomst wordt beheerst door Engels recht, een Griekse wet die tot doel heeft om de aansprakelijkheid op de obligaties te veranderen niet werd erkend. Dit om de simpele reden dat uit een Engelse overeenkomst voortvloeiende rechten niet zomaar veranderd kunnen worden door een Griekse wet.³¹¹ Met andere woorden, alleen een Engelse rechter kan besluiten in hoeverre een schuld onder een obligatieovereenkomst al dan niet betaalbaar mag worden gesteld.³¹² Hierdoor hebben marktpartijen zekerheid dat de voorwaarden van hun overeenkomst naar Engels recht niet zomaar veranderd kunnen worden door het wijzigen van een wet door de jurisdictie van de uitgevende instelling.³¹³ Het *Metliss*-probleem doet zich wellicht vaker voor als jurisdicties niet onder de Rome I-Verordening vallen, zoals het recht van de Amerikaanse staat New York.

Neem bijvoorbeeld de Nederlandse Bank XYZ die een derivatencontract (dat wordt beheerst door het recht van de staat New York) aangaat met een Australische tegenpartij. Een *bail-in* wordt toegepast. Het feit dat artikel 63 jo. artikel 77 lid 1 BRRD (geïmplementeerd in Afdeling 3.5.8 Wft) bepaalt dat een beëindigingclausule uit het contract nietig is, hoeft niet automatisch te worden erkend door een Australische

³⁰⁴ Artikel 78 lid 1 BRRD. De inschatting is dat voor de implementatie van de rechtsbeschermingsbepalingen uit de BRRD aansluiting wordt gezocht bij de rechtsbescherming uit de Interventiewet (vgl. Hoebal & Wiercx 2013, p. 272).

³⁰⁵ Punt 57 van de considerans van de BRRD.

³⁰⁶ Punt 32 van de considerans van de BRRD en artikel 65 lid 1 sub b BRRD. De lidstaten dienen vrij te kunnen beslissen over de procedure om aandeelhouders en crediteuren voor een eventueel vastgesteld verschil (na de raming) te vergoeden. Dit betekent beleidsvrijheid voor de wetgever.

³⁰⁷ Deze waardering dient te worden verricht door persoon die onafhankelijk is van zowel de overheidsinstantie, met inbegrip van de afwikkelingsautoriteit, als de bank (vgl. artikel 30 lid 1 BRRD).

³⁰⁸ Artikel 52 lid 1 sub d BRRD.

³⁰⁹ Derksen & Vriesendorp 2013, p. 82 en Gleeson 2012, p. 17.

³¹⁰ *National Bank of Greece and Athens S.A. v Metliss* [1958] A.C. 509.

³¹¹ Gleeson 2012, p. 17 en ECB 2011, p. 16.

³¹² De Serière 2012a, p. 44.

³¹³ Wood 2007, p. 15.

rechter of een rechter uit New York. Als tegenargument kan worden opgeworpen dat de Australische partij een overeenkomst aangaat met een Nederlandse partij en dus wetenschap heeft van haar rechten krachtens artikel 63 jo. artikel 77 lid 1 BRRD. Hierdoor stemt zij impliciet in met de gevolgen.³¹⁴

Volgens Gleeson moet de *Metliss*-problematiek niet worden overschat en kan dit ondervangen worden door banken te verplichten specifieke uitsluiting aangaande een *bail-in* op te nemen in de obligatieovereenkomsten.³¹⁵ Dit is in artikel 50 BRRD ondervangen door banken te verplichten om bij de emissie van nieuwe kapitaalinstrumenten, die voor een *bail-in* in aanmerking komen, bepalingen op te nemen die ervoor zorgen dat de contractuele wederpartij van de bank erkent dat zijn vordering is onderworpen aan een eventuele afschrijvings- of omzettingsbevoegdheid. Wanneer de BRRD wordt geïmplementeerd in het nationale recht van de lidstaten en belangrijke financiële jurisdicties (zoals Duitsland en Frankrijk) equivalente *bail-in*-regimes hebben, zullen buitenlandse rechters een *bail-in* hoogstwaarschijnlijk erkennen.³¹⁶ Het is daarbij belangrijk dat het *bail-in*-instrument overal gelijktijdig wordt geïmplementeerd onder dezelfde voorwaarden.³¹⁷ Wanneer op Europees niveau een *level playing field* ontstaat omtrent de toepassing van een *bail-in*, zal het *Metliss*-probleem zich waarschijnlijk minder snel voordoen dan in een gefragmenteerde toepassing van nationale wetten, zoals de Interventiewet.

4.3.4.1 Contractueel reduceren debiteurenrisico

Ook bij de toepassing van een mogelijke *bail-in* kunnen achtergestelde obligatiehouders het debiteurenrisico afdekken door een CDS te kopen. ISDA heeft in artikel 4.8 van de nieuwe ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions bepaald dat een (toekomstige) *bail-in* valt onder de definitie van ‘*governmental intervention credit event*’. Dit nieuwe *credit event* is alleen geldig indien de CDS wordt afgesloten na invoering van de ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions in september 2014.³¹⁸ Achtergestelde obligatiehouders hebben zo de mogelijkheid om het risico van een *bail-in* af te wentelen op de markt.

4.4 Tussenconclusie

De afschrijvingsbevoegdheid bij een *bail-in* houdt rekening met de prudentiële rangorde van schuldeisers, zoals voortvloeit uit CRD IV en CRR. Hierdoor wordt er binnen de categorie achtergestelde schuld een onderscheid gemaakt in looptijd, waardoor de positie van de ene achtergestelde obligatiehouder bij de toepassing van een *bail-in* sterker is dan de andere. Krachtens de BRRD komt de afwikkelingsautoriteit een ruime bevoegdheid toe. Dit kan leiden tot onzekerheid omtrent het *trigger* moment, wat leidt tot moeilijk te bepalen prijzen voor achtergestelde obligatiehouders. Contractuele *triggers* kunnen deze onzekerheid wegnemen. De BRRD heeft geen schadeloosstelling als uitgangspunt. Wanneer uit een rechtelijke toetsing blijkt dat het besluit tot een *bail-in* onrechtmatig genomen is, hebben onteigenden recht op schadevergoeding. Door het invoeren van één Europees *bail-in*-instrument wordt het voor obligatiehouders moeilijker om hun contractuele rechten richting de bank te doen laten gelden. Het *bail-in*-instrument zal immers sneller worden erkend door een buitenlandse jurisdictie, waardoor het *Metliss*-probleem minder waarschijnlijk is.

³¹⁴ Vgl. Gleeson 2012, p. 23 en Armour 2014, p. 21.

³¹⁵ Gleeson 2012, p. 23 en Amour 2014, p. 22.

³¹⁶ Gleeson 2012, p. 18.

³¹⁷ Zhou e.a. 2012, p. 17-18 en Lieverse 2011, p. 26.

³¹⁸ Zie <<http://www2.isda.org/news/isda-publishes-isda-2014-credit-derivatives-definitions>>.

5 Conclusie

5.1 Antwoord op de onderzoeksvraag

De vermogensrechtelijke positie van de achtergestelde obligatiehouder van een Nederlandse systeembank staat in dit onderzoek centraal en is beoordeeld aan de hand van de volgende criteria: (i) de rangorde van schuldeisers, (ii) de rechtszekerheid, (iii) het recht op schadevergoeding en (iv) de contractuele rechtsverhouding tussen de achtergestelde obligatiehouder en de bank. Hieronder zal een antwoord worden gegeven op de in hoofdstuk 1 opgestelde onderzoeksvraag: *Hoe verhoudt de vermogensrechtelijke positie van de achtergestelde obligatiehouder van een Nederlandse systeembank onder het bail-in-instrument uit de BRRD zich ten opzichte van het onteigeningsinstrument uit de Interventiewet?*

❖ Rangorde van schuldeisers

Bij de toepassing van het onteigeningsinstrument uit artikel 6:2 Wft heeft de MvF in de zaak SNS REAAL aansluiting gezocht bij de rangorde van schuldeisers in een normale insolventieprocedure. Hierbij heeft hij besloten om alle achtergestelde schulden te onteigenen en de concurrente schulden onaangetast te laten en is tussen de verschillende typen achtergestelde schulden geen onderscheid gemaakt op basis van achterstelling of looptijd. De rangorde van schuldeisers wordt bij de toepassing van het *bail-in*-instrument ex artikel 43 BRRD – anders dan onder de normale insolventierecht – bepaald aan de hand van het prudentiële kader en de looptijd van de schuldinstrumenten. Zo zal een achtergestelde obligatiehouder die krachtens CRD IV en CRR gekwalificeerd wordt als Tier 1-instrument of Tier 2-instrument eerder worden afgeschreven dan een achtergestelde obligatiehouder die niet onder die kwalificatie valt. Dit betekent dat binnen de categorie ‘achtergestelde crediteuren’ de ene crediteur een minder sterke verhaalspositie heeft dan de ander. Nuanceverschillen in de voorwaarden van achtergestelde obligaties, zoals de looptijd en wijze van aflossen, kunnen bij een *bail-in* bepalend zijn of de crediteur geheel, naar rato of (wellicht) niet wordt afgeschreven. Hierdoor wordt bij het *bail-in*-instrument meer recht gedaan aan de prudentiële rangorde van schuldeisers, waardoor wettelijke kwalificaties, zoals Tier 1-kapitaal, Tier 2-kapitaal, praktische waarde krijgt. De rangorde uit artikel 43 BRRD wordt belangrijker naarmate het *bail-in*-vermogen van banken toeneemt. Het is aannemelijk dat in tijden van crisis het risico van een *bail-in* groter is, waardoor het *bail-in*-vermogen dunder wordt voor banken omdat marktpartijen een hogere rentevergoeding eisen. Banken kunnen dan besluiten om meer door zekerheid gedekte schuldpapieren te emitteren, waardoor de kans op een *bail-in* voor bestaande achtergestelde obligatiehouders toeneemt. Een dergelijk verandering in de bancaire structuur van het vreemd vermogen kan de positie van achtergestelde obligatiehouders verzwakken.

❖ Rechtszekerheid

Zowel bij het onteigeningsinstrument als bij het *bail-in*-instrument komt de MvF, respectievelijk de afwikkelingsautoriteit, veel beoordelingsvrijheid toe. Hoewel beide instrumenten zijn bedoeld als *ultimum remedium* is het *trigger* moment voor de markt en dus voor achtergestelde obligatiehouders lastig te bepalen. Hierdoor is het voor marktpartijen lastig om bepaalde risico's in te schatten en de prijs van de effecten vast te stellen. Voor de achtergestelde obligatiehouders kan dergelijke rechtsonzekerheid omtrent een *trigger* moment bij een *bail-in* worden gereduceerd door het opnemen van contractuele *triggers*. Het nadeel is echter dat na een contractuele *bail-in*, de aandelen alsnog kunnen worden afgeschreven door de

afwikkelingsautoriteit krachtens een wettelijke *bail-in*. Deze dubbele aanslag op de obligaties kan worden afgedekt doordat dezelfde achtergestelde obligatiehouders een negatief economisch belang kan nemen in de aandelen van de bank, door middel van een shortpositie.

❖ **Recht op schadevergoeding**

Onder de Interventiewet hebben onteigenden recht op schadeloosstelling. De schadevergoeding dient een vergoeding (*fair market value*) te vormen die rechtstreeks en noodzakelijk voortvloeit uit het verlies van het effect. In de zaak SNS REAAL heeft de OK besloten dat het aanbod van EUR 0 van de MvF niet deugdelijk is onderbouwd. Volgens de OK moet er in het bijzonder acht worden geslagen op de beurskoers van de onteigende effecten vlak voor de onteigening. Hoewel de eventuele schadevergoeding voor de achtergestelde obligatiehouders in de zaak SNS REAAL nog niet precies vaststaat, is dit uitgangspunt een groot verschil met het *bail-in*-instrument. Onder het *bail-in*-instrument heeft een effectenbezitter pas recht op schadevergoeding als blijkt dat het besluit, om over te gaan op een *bail-in*, onrechtmatig door de afwikkelingsautoriteit is genomen of wanneer blijkt dat onder een normale insolventieprocedure zijn positie beter zou zijn (het *no creditor worse off*-principe). Derhalve is de kans op schadevergoeding bij een *bail-in* (hoogstwaarschijnlijk) kleiner dan bij onteigening omdat het besluit tot een *bail-in* onrechtmatig genomen moet worden door de afwikkelingsautoriteit en in het geval van een faillissement de achtergestelde obligatiehouders met lege handen staan. Als de beurskoers ook door de Hoge Raad van doorslaggevend belang wordt geacht bij de herwaardering van de onteigende effecten van SNS REAAL en SNS Bank, betekent dit mijns inziens dat de schadevergoedingspositie voor een achtergestelde obligatiehouder bij onteigening gunstiger is dan bij een toekomstige *bail-in*. Bij een *bail-in* is de hoogte van het geleden verlies weliswaar afhankelijk van de afschrijving, maar kan het bij een gehele afschrijving hoger liggen dan bij onteigening met schadeloosstelling. Achtergestelde obligatiehouders hebben daarnaast nog twee mogelijkheden om de schade te verhalen via enerzijds een vordering tot schadevergoeding (bijvoorbeeld op grond van artikel 6:162 BW) en anderzijds een vordering uit hoofde van een 403-verklaring. Een vorderingsrecht uit hoofde van een 403-verklaring jegens de moeder moet echter wel geconcretiseerd worden in een achterstellingsclausule.

❖ **Contractuele rechten**

Zowel bij de toepassing van het onteigeningsinstrument als bij de toepassing van het *bail-in*-instrument bestaat de mogelijkheid dat een aangezochte rechter van een vreemde staat de bevoegdheid tot onteigening, afschrijving of omzetting van obligaties, niet erkent. Wanneer er op een Europees niveau een *level playing field* ontstaat aangaande de toepassing van het *bail-in*-instrument, zal het *Metliss*-probleem zich hoogstwaarschijnlijk minder snel voordoen dan in een gefragmenteerde toepassing van nationale wetten, zoals de Interventiewet. Hierdoor zal de contractuele positie van de achtergestelde obligatiehouder afnemen onder de BRRD, omdat het debiteurenrisico minder goed valt af te dekken door middel van bijvoorbeeld een *events of default*-clausule. Achtergestelde obligatiehouders kunnen het debiteurenrisico eventueel wel afdekken door het afdekken van het kredietrisico door de aankoop van een CDS. Zowel het kredietrisico van 'onteiening' als van '*bail-in*' worden door ISDA gekwalificeerd als een '*credit event*'. Met de aankoop van een CDS draagt de achtergestelde obligatiehouder het risico dat een *credit event* zich verwezenlijkt contractueel over aan een wederpartij.

5.2 Aanbevelingen en opmerkingen

- ❖ De rangorde van schuldeisers zal bij de toepassing van een *bail-in* worden bepaald door de prudentiële rangorde ex artikel 43 BRRD. Hierdoor kunnen nuanceverschillen in het type achtergestelde schuld (bijvoorbeeld het onderscheid tussen, Tier 1-kapitaal, Tier 2-kapitaal of niet als eigen vermogen gekwalificeerd achtergestelde schuld) van wezenlijke invloed zijn bij een eventuele afschrijving of *debt for equity swap*.
- ❖ Achtergestelde obligatiehouders dienen goed naar de structuur van het vreemd vermogen van haar desbetreffende debiteur te kijken. In tijden van crisis kan *bail-in*-vermogen (hoge rente) duur zijn en een *bail-in* vrijgesteld vermogen, zoals *covered bonds*, goedkoper. Wanneer het met zekerheid gedekte vreemd vermogen naar ratio toeneemt, neemt de positie van de achtergestelde obligatiehouders af indien een *bail-in* wordt toegepast.
- ❖ De afwikkelingsautoriteit heeft onder de BRRD een ruime discretionaire bevoegdheid, waardoor het *trigger* moment voor achtergestelde obligatiehouders onzeker is. Deze onzekerheid kan worden weggenomen door posities te nemen in achtergestelde obligaties met een contractuele *trigger*.
- ❖ Achtergestelde obligaties met een contractuele *trigger* kunnen, onder de huidige wettekst van de BRRD, twee keer geraakt worden. Deze dubbele aanslag kan afgedekt worden door een negatief economisch belang te creëren, zoals het innemen van een shortpositie in aandelen van de bank.
- ❖ Doordat een achterstellingclausule in een obligatieovereenkomst subject is van de contractvrijheid tussen partijen kunnen achtergestelde obligatiehouders de achterstelling jegens de crediteuren van de dochter concretiseren ten opzichte van crediteuren van de moeder, wanneer er sprake is van afgegeven 403-verklaring. Zo kan in toekomstige achterstellingsclausules worden opgenomen dat een junior crediteur aangaande de senior crediteuren van de dochter een achtergestelde vordering heeft, maar jegens de crediteuren van de moeder een concurrente vordering tot schadevergoeding uit hoofde van een 403-verklaring.
- ❖ Reduceer het debiteurenrisico van een *bail-in* door dit risico af te dekken middels de aankoop van een CDS. Je draagt op deze manier het kredietrisico over naar een marktpartij die dit risico wil dragen.
- ❖ Voor de positie van de achtergestelde obligatiehouder is het relevant om te bepalen of de bank als zijn debiteur zelf crediteur is in andere grote financiële instellingen die voor een *bail-in* in aanmerking komen. De eigen solvabiliteitspositie van de bank kan immers onder druk komen te staan, wanneer grote posities *bail-in*-vermogen (gehouden in andere financiële instellingen) noodgedwongen worden afgeschreven.
- ❖ De onteigening van achtergestelde obligaties in de zaak SNS REAAL geeft weer dat de afschrijving van vorderingen onder het toekomstige *bail-in*-instrument geen denkbeeldig risico is. Doordat bij een *bail-in* het aannemelijk is dat zowel de aandeelhouders als achtergestelde obligatiehouders worden afgeschreven, is het onderscheid in risicoprofiel tussen deze effecten steeds minder groot. Aanbeveling om achtergestelde obligatiehouders extra winst- en/of zeggenschapsrechten te geven om het instrument aantrekkelijker te maken.

Literatuurlijst

Alink & Aarts 2013

K. Alink & J. Aarts, 'Veranderende bankfinanciering in Nederland: koers houden in de storm op zoek naar rustiger vaarwater', *Ondernemingsrecht* 2012/122, p. 625-633.

Armour 2014

J. Armour, 'Making Bank Resolution Credible', *ECGI Working Paper Series in Law* 2014, p. 1-32, te raadplegen via: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2393998>.

Asser/Van Mierlo & Van Velten 2010 (3-VI*)

A.I.M van Mierlo & A.A. van Velten, *Mr C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, 3. Vermogensrecht algemeen. Zekerheidsrechten*, Deventer: Kluwer 2010.

Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2013 (2-II*)

G. van Solinge & M. Nieuwe Weme, *Mr C. Asser's Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, 2. Rechtspersonenrecht. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013.

Barneveld 2012

J. Barneveld, 'Survival of the fittest?', *NJB* 2012/586, p. 654-661.

Bierens 2013a

B. Bierens, 'De Interventiewet en de grenzen van het algemeen vermogensrecht', *MvV* 2013, p. 297-305.

Bierens 2013b

B. Bierens, 'Over het besluit nationalisatie van SNS Reaal en de rechterlijke toetsing daarvan: terugkijken en vooruitblikken', *TFR* 2013, p. 109-117.

Broeders 2010

M.A. Broeders, 'Zwarte zwanen bestaan', *Ondernemingsrecht* 2010/123, p. 581-589.

Busch 2014

D. Busch, 'Het rapport van de evaluatiecommissie nationalisatie SNS REAAL', *TFR* 2014, p. 103-109.

Campbell & Lastra 2011

A. Campbell & R.M. Lastra, 'Definition of bank insolvency and types of bank insolvency proceeding', in: Lastra (ed.), *Cross-border Bank Insolvency*, Oxford: OUP 2011, p. 26-56.

Cetin 2014

N. Cetin, 'Restructuring an Insolvent Bank', te raadplegen via:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2448095>.

Cihak & Nier 2012

M. Cihak & E. Nier, 'The Need for Special Resolution Regimes For Financial Institutions – The Case of The European Union', *Harvard Business Law Review* 2012, p. 395-434.

Coffee 2010

J.C. Coffee, 'Bail-Ins Versus Bail-Outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk', *Working Paper No. 380* 2010, p. 1-54, te raadplegen via:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1675015>.

Conlon & Cotter 2014

T. Conlon & J. Cotter, 'Anatomy of Bail-In', 2014, p. 1-26, te raadplegen via:

<<http://ssrn.com/abstract=2294100>>.

Derksen & Vriesendorp 2013

S. Derksen & R.D. Vriesendorp, 'Rechten van wederpartijen na een gebeurtenis in de zin van de Interventiewet', *TFR* 2013, p. 79-83.

DNB 2013a

DNB, *Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt*, 2013, nr. 1.

DNB 2013b

DNB, *Overzicht Financiële Stabiliteit*, 2013, nr. 17.

DNB 2013c

DNB, *Overzicht Financiële Stabiliteit*, 2013, nr. 18.

Dombret & Lucius 2013

A. Dombret & O. Lucius, *Stability of the Financial System: Illusion or Feasible Concept?*, Cheltenham: Edward Edgar Publishing 2013.

Dübel 2013

H-J Dübel, 'The Capital Structure of Banks and Practice of Bank Restructuring', *CFS Working Paper Series* 2013.

ECB 2011

ECB, 'Crisis Management and Bank Resolution. Quo Vadis, Europe?', *Legal working paper series* 2011.

Europese Commissie 2012

Europese Commissie, *Impact Assessment proposal for a directive of the European Parliament and the Council established a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010*, COM(2012) 280 final.

Flannery 2009

M.J. Flannery, 'Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates', p. 1-33, te raadplegen via: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1485689>.

Gleeson 2012

S. Gleeson, 'Legal Aspects of Bank Bail-Ins', *LSE Financial Markets Group Paper Series* 2012, p. 1-34, te raadplegen via: <<http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP205.pdf>>.

Grundmann- van de Krol 2010

C.M. Grundmann-van den Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2010.

Haentjens 2013

M. Haentjens, 'What Happens when a Systemically Important Financial Institution Fails: Some Company Law Observations re. SNS Reaal', *European Company Law* 2013, p. 70-74.

Van Hees 1989

A. van Hees, *De achtergestelde vordering, in het bijzonder de achtergestelde geldlening*, Kluwer: Deventer 1989.

Henkel & Kaal 2012

C.K. Henkel & W.A. Kaal, 'Contigent Capital in European Union Bank Restructuring', *Northwestern Journal of International Law & Business* 2012, p. 191-262.

Hoablal & Wiercx 2013

A.D.S. Hoablal & J.J.A. Wiercx, 'Bail-in: over de (wettelijke) beperking van rechten van crediteuren', *MvV* 2013, p. 269-278.

Hoekstra & Frijns 2014

R.J. Hoekstra & J. Frijns, *Het rapport van de evaluatiecommissie nationalisatie SNS Reaal*, Amsterdam: Uitgeverij Balans 2014.

Horsten 2002

W.J. Horsten, 'Gentlemen prefer bonds', *O&F* 2002, p. 52-58.

Horsten 2012

P. Horsten, 'Het Liikanen-rapport over toekomstige bankenstructuren in een notendop', *TFR* 2012, p. 433-435.

Horsten 2014

P. Horsten, 'Coco en de fiscus', *TFR* 2014, p. 119.

Van den Hurk & Strijbos 2012

A.J.A.D. van den Hurk & F.P.C. Strijbos, 'De Interventiewet en het Crisis Management Framework; hoe de afwikkeling van financiële ondernemingen dwingt tot aanpassing van het vermogensrecht', *NTBR* 2012/47, p. 346-355.

Van Ijperenburg 2013

J. van Ijperenburg, 'De Interventiewet toegepast op SNS; aandachtspunten voor de financieringspraktijk', *FIP* 2013, p. 238-244.

De Jong & Schild 2013

M. de Jong & A. Schild, 'Supersnelrecht bij de Afdeling', *NJB* 2013/606, p. 736-743.

Joosen 2012

E.P.M. Joosen, 'Nieuwe kapitaaleisen voor banken als gevolg van Bazel III/CRD IV', *TFR* 2012, p. 201-215.

Joosen 2014

B.P.M. Joosen, 'Inwerkingtreding van CRR en CRV IV: de voltooiing van Bazel III implementatie', *TFR* 2014, p. 63-75.

Van de Kraan 2013

J. van den Kraan, 'Actuele vraagstukken rondom de groepsvrijstelling: over de samenloop van artikel 2:403 BW met preferentie en achterstelling', *TvOB* 2013, p. 149-166.

Lieverse 2011

C.W.M. Lieverse, 'Noodplannen en ringfencing binnen de groepsstructuur van een bank', in: A.H.E.M. Welink e.a., *Crisiswetgeving voor financiële instellingen en ondernemingen. ZIFO-reeks, deel 4*, Deventer: Kluwer 2011, p. 18-27.

MacNeil 2013

I. MacNeil, 'Bail-in Protocol: When, Who and How', *Law and Financial Market Review* 2013, p. 183-185.

Mos 2010

J. Mos, 'Banken aan de steun: enkele vormen van steun aan financiële instellingen en daaraan verbonden voorwaarden', *O&F* 2010, p. 24-38.

Prinsen 2004

J.J. Prinsen, *Converteerbare obligaties omzetting van schuld in eigen vermogen, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, vol. 79*, Deventer: Kluwer 2004.

Raaijmakers 2006

M.J.G.C. Raaijmakers, *Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006.

Rank 2009

W.A.K. Rank, 'OTC-Derivaten in de kredietcrisis: de ISDA-documentatie als instrument van risicobeheersing', *TFR* 2009, p. 111-123.

Sagaert 2013

V. Sagaert, 'Eigendomsbescherming in de financiële crisis: gelijke smart is halve smart', *NTBR* 2013.

Schild 2012

A.J.P. Schild, 'De Interventiewet & het EVRM: een lastig huwelijk', *Ondernemingsrecht* 2012/3, p. 15-23.

Schillig 2014

M. Schillig, 'Bank Resolution Regimes in Europe – Part II: Recovery and Resolution Planning, Early Intervention', *European Business Law Review* 2014, vol. 1, p. 67–102.

Schwarcz 2008

S.L. Schwarcz, 'Systemic Risk', *Georgetown Law Review* 2008, p. 193-249.

Sent 2013

E.M. Sent, 'Over de grenzen van financieel toezicht', *Ondernemingsrecht* 2013/32, p. 171-176.

De Serière 2012a

V.P.G. De Serière, *Als de(stille?) noodklok luidt... Overheidsingrijpen in privaatrechtelijke verhoudingen ten behoeve van de stabiliteit in de financiële sector. Serie onderneming en recht 71*, Deventer: Kluwer 2012, p. 1-84.

De Serière 2012b

V.P.G. De Serière, 'Het voorlopige ontwerp van een EU-richtlijn met betrekking tot overheids- interventies in banken en beleggingsondernemingen', *Ondernemingsrecht* 2012/99, p. 531-536.

De Serière 2013

V.P.G. De Serière, 'Het rapport commissie Wijffels – Naar een dienstbaar en stabiele bankwezen', *Ondernemingsrecht* 2013/91, p. 452-458.

Schlingmann 2009

F.M. Schlingmann, 'Prudentieel toezicht', in: D. Busch / C.M. Grundmann- Van de Krol (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen*, Deventer: Kluwer 2009.

Sluysmans & Timmer 2013

J.A.M.A. Sluysmans & M.J.W. Timmer, 'De Interventiewet en de SNS-onteygening', *MvV* 2013, p. 214-218.

Smits 2014

R. Smits, 'Is my money safe at European banks?', *Capital Market Law Journal* 2014, p. 137-156.

Sommer 2014

J.H. Sommer, 'Why Bail-In? And How!', *Economic Policy Review* 2014, p. 1-40, te raadplegen via: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2422435>.

Spinath 2005

I. Spinath, *Achtergestelde vorderingen. Serie Financieel Recht 18*, Deventer: Kluwer 2005.

Strikwerda 2012

L. Strikwerda, *Inleiding tot het Nederlandse Internationaal Privaatrecht*, Deventer: Kluwer 2012.

Struycken 2013

J.G.A. Struycken, 'Ranking the debt', *Ondernemingsrecht* 2013/13, p. 68-77.

Timmerman & De Winter 2013

S. Timmerman & R.M. de Winter, 'Van 403-verklaringen, achterstelling en afhankelijkheid', *MvV* 2013, p. 355-361.

Verschuren 2010

G. Verschuren, 'Over perpetuele leningen', *TFR* 2013, p. 275-283.

Vriesendorp 2013

R.D. Vriesendorp, *Insolventierecht*, Deventer: Kluwer 2013.

Wattel 2013

P. Wattel, 'Legitimate expectations', *NJB* 2013/290, p. 347.

Wessels 2013

B. Wessels, *Achtergestelde vorderingen*, Deventer: Kluwer 2013.

Wibier 2011

R.M. Wibier, 'Zachte heelmeesters, stinkende wonden! De voorgestelde Interventiewet nader beschouwd voor financiële ondernemingen', *NJB* 2011/24, p. 1551-1557.

Wibier 2013

R.M. Wibier, 'De ondergang van SNS REAAL. Minimumkapitaaleisen voor banken en waarom de beurskoers nauwelijks relevantie heeft voor de waardebeoordeling van de onteigende instrumenten', *TvI* 2013, p. 254-261.

Wellink e.a. 2011

A.H.E.M. Welink e.a., *Crisiswetgeving voor financiële instellingen en ondernemingen. ZIFO-reeks, deel 4*, Deventer: Kluwer 2011.

Wood 1995

P.R. Wood, *Project finance, subordinated debt and state loan*, London: Sweet & Maxwell 1995.

Wood 2007

P.R. Wood, *Conflicts of Laws and International Finance*, London: Sweet & Maxwell 2007.

Wood 2012

P.R. Wood, 'Sovereign insolvency: the bankruptcy ladder and the parri passu clause', *TFR* 2013, p. 60-70.

Zhou e.a. 2012

J. Zhou e.a., 'From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions', *IMF Staff Discussion Note* 2012, p. 1-26.

Parlementaire stukken

Kamerstukken II 2013-2014, 33 532, nr. 32, Bijlage 'Evaluatie Interventiewet'.

Kamerstukken II 2013-2014, 32 013, nr. 51.

Kamerstukken II 2013-2014, 32 013, nr. 50.

Kamerstukken II 2011-2012, 33 059, nr. 3.

Nationale jurisprudentie

HR 6 april 1979, *NJ* 1980, 34, m. nt. CJHB (*Knabbel en Babbel*).

HR 13 maart 1981, *NJ* 1981, 635 (*Haviltex*).

HR 31 mei 1991, *NJ* 1993, 112, m. nt. CJHB (*Van Gog/Nederweert*).

HR 28 juni 2002, *NJ* 2002, 447 (*Akzo Nobel/ING*).

HR 18 oktober 2002, *NJ* 2003, 503 (*Buter q.q./Besix*).

HR 18 maart 2011, *NJ* 2011, 218.

ABRvS 3 mei 2013, *JOR* 2013/140, m. nt. B.P.M. van Ravels & E.P.M. Joosen.

OK 11 juli 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1966.

OK 11 juli 2013, *JOR* 2013/250, m. nt. M.W. Josephus Jitta.

OK 11 juli 2013, *Ondernemingsrecht* 2013/110, m. nt. Beckman.

Rb. Utrecht 9 juni 2010, ECLI:NL:RBUTR:2010:BM7168.

Rb. 's-Hertogenbosch 21 december 2011, ECLI:NL:RBSHE:2011:BU8810.

Buitenlandse jurisprudentie

National Bank of Greece and Athens S.A. v Metliss [1958] A.C. 509.

SRM Global Master Fund LLP v. HM Treasury [2009] EWHC 227.