Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

De benchmarktransitie: van IBOR's naar RFR's door een civielrechtelijk labyrint?

Mr. S. Uiterwijk *

1 Introductie

De wereldwijde financiële markten en al hun deelnemers zijn aan een complexe en omvangrijke transitie begonnen. De transitie draait om het gebruik van bekende rentebenchmarks, zoals LIBOR, EURIBOR en EONIA.[1] Dergelijke rentebenchmarks worden al decennialang gebruikt om de hoogte van variabele renteverplichtingen vast te stellen. Denk bijvoorbeeld aan een lening waarbij de hoogte van de verschuldigde rente wordt gebaseerd op de stand van EURIBOR, zoals die door de beheerder van EURIBOR bekend is gemaakt, plus een marge. Het gebruik van rentebenchmarks beperkt zich echter niet tot leningen. In allerlei soorten financiële producten waaruit een renteverplichting voortvloeit – zoals ook het geval kan zijn bij derivaten en obligaties –, kunnen rentebenchmarks worden gebruikt. Rentebenchmarks komen bovendien niet alleen op de professionele financiële markten voor, maar kunnen ook onderdeel zijn van financiële producten voor consumenten en andere niet-professionele partijen. De transitie zal derhalve niet alleen onder toezicht staande partijen, zoals banken en verzekeraars, raken. In feite kan iedereen die over een financieel product beschikt waarin een rentebenchmark is opgenomen, door de transitie worden geraakt.

De transitie houdt verband met bepaalde hervormingen van de bestaande rentebenchmarks en het (mogelijke) verdwijnen van die benchmarks. Zo is het hoogst onzeker of LIBOR na 2021 nog zal bestaan en is de einddatum van EONIA zelfs al bepaald. De markt voor financiële producten op basis van die rentebenchmarks is echter nog altijd zeer omvangrijk. Het gaat naar schatting om honderden biljoenen euro's en dollars wereldwijd. De transitie die is ingezet, zal dan ook commercieel, operationeel en fiscaal de nodige voeten in de aarde hebben. Ook het civiele recht zal daarin een voorname rol spelen. Immers, het vervangen van een benchmark zal ook in contracten moeten worden ingebed.

Dit artikel beschrijft de benchmarktransitie en de belangrijkste civielrechtelijke aandachtspunten die daarbij komen kijken.[2]

Ik ga in paragraaf 2 eerst in op de achtergrond van de benchmarktransitie en de toepasselijke toezichtrechtelijke regelgeving. Hoewel die regelgeving toezichtrechtelijk van aard is, heeft zij de nodige civielrechtelijke consequenties (zie par. 3). In paragraaf 4 ga ik in op de huidige stand van de transitie, zowel waar het de huidige rentebenchmarks als de nieuwe benchmarks (de zogenoemde '*risk-free rates*') betreft. Tevens zal ik in deze paragraaf ingaan op de voorbereidingen die financiële ondernemingen (moeten) treffen voor de benchmarktransitie, waarbij de nadruk zal liggen op '*fallback planning*'. Dat wil zeggen: de maatregelen die genomen zullen worden als een huidige benchmark niet langer wordt aangeboden, inhoudelijk wordt gewijzigd of aan een andere gebeurtenis onderhevig is, en de eventuele alternatieve benchmarks die dan in de plaats van de huidige benchmark gebruikt zullen worden. In paragraaf 5 sta ik stil bij de civielrechtelijke aandachtspunten die bij de implementatie van fallback planning in de overeenkomsten die aan financiële producten ten grondslag liggen een rol spelen, en hoe die toepassing vinden (par. 6). Ik sluit af met een aantal tips voor de praktijk (par. 7) en een conclusie (par. 8).

2 Achtergrond

2.1 De Benchmarkverordening

'De prijsstelling van veel financiële instrumenten en financiële overeenkomsten is afhankelijk van de nauwkeurigheid en inte-

* Mr. S. Uiterwijk is advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.
Dit artikel is afgerond op 14 februari 2020.

1. LIBOR staat voor London Interbank Offered Rate; EURIBOR staat voor Euro Interbank Offered Rate; EONIA staat voor Euro OverNight Index Average.

2. Over de benchmarktransitie is eerder geschreven door o.m. C.U. Yilmaz, Benchmarkhervormingen: groter dan Brexit, FRP 2019/1; L. Hutton, Benchmark Reform – Challenges in the Derivatives Market, FRP 2019/5; R.W.K. Steeg, Krediet-gerelateerde renteswaps en de transitie van IBORs naar RFRs, FRP 2018/4. Zie over de Benchmarkverordening ook o.a. E.J. van Praag, Benchmark Verordening, ook voor u relevant, Ondernemingsrecht 2014/13; L.H. Kramer-Heuveling & H.C. Tuinstra, Regulering van benchmarks onder de Verordening Marktmisbruik en het voorstel Benchmark Verordening, TvCo 2015, afl. 6, p. 309-319 en N.A. Campuzano, Benchmarkmanipulatie: het causaal verband tussen een geschonden gedragsnorm uit de BMR en manipulatieschade, MvO 2019, afl. 7, p. 203-211.

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

griteit van benchmarks.' Zo opent de Verordening (EU) 2016/1011 van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2016 betreffende indices die worden gebruikt als benchmarks voor financiële instrumenten en financiële overeenkomsten of om de prestatie van beleggingsfondsen te meten (hierna: de Benchmarkverordening).[3] De Benchmarkverordening zag in 2016 het licht en trad in 2018 in werking, en beoogt de nauwkeurigheid en integriteit te waarborgen van indices die worden gebruikt als benchmarks in de financiële markten. Het is een van de antwoorden op de '[e]rnstige gevallen van manipulatie van rentevoetbenchmarks, zoals LIBOR en EURIBOR' en de 'beschuldigingen dat energie-, olie- en valutawisselingsbenchmarks zijn gemanipuleerd (...)'.[4] De Benchmarkverordening bouwt voort op eerdere wetgevende initiatieven, waaronder Verordening (EU) 1227/2011 van het Europees Parlement en de Raad, en betreft de implementatie in de Europese Unie[5] van de door de International Organization of Securities Commissions (IOSCO) gepubliceerde beginselen voor financiële benchmarks en voor bureaus voor olieprijsnoteringen.[6]

Voordat ik verder inga op de Benchmarkverordening merk ik op dat de Benchmarkverordening niet de enige aanleiding voor de benchmarktransitie vormt. Ook de representativiteit van de meest voorkomende rentebenchmarks – de *interbank offered rates* (de 'IBOR's'), zoals LIBOR, EURIBOR en EONIA – staat al enige tijd onder druk. Dat komt door de afname van beschikbare (interbancaire) transacties waarop de IBOR's worden vastgesteld.[7] Dit komt in paragraaf 4.1 verder ter sprake.

2.2 Gebruik van benchmarks

De Benchmarkverordening omschrijft benchmarks als publieke cijfers die regelmatig worden berekend aan de hand van een formule of een ander soort methodologie op basis van onderliggende waarden.[8] Die cijfers kunnen vervolgens voor verschillende doeleinden worden gebruikt. Voor dit artikel is het gebruik van benchmarks voor de prijsstelling van (een verplichting uit hoofde van) een financieel product van belang. Een sprekend voorbeeld van een benchmark betreft EURIBOR, hetgeen, kort gezegd, een dagelijks door het European Money Markets Institute (EMMI) vastgesteld en gepubliceerd cijfer betreft, dat wordt berekend op basis van bepaalde door zogenoemde contribuanten aangeleverde informatie en beoogt weer te geven tegen welke rentevoet banken geld kunnen lenen op de professionele markt.

In principe kan in ieder financieel product een benchmark worden gebruikt, maar niet ieder financieel product hoeft een benchmark te gebruiken. Benchmarks worden gebruikt in een verscheidenheid aan typen financiële producten, waaronder obligaties, kredieten, derivaten en beleggingsfondsen.

Zonder uitputtend te willen zijn, kunnen benchmarks worden gebruikt om:

a. de waarde van een financieel product te bepalen (zo zal bijvoorbeeld de waarde van een derivaat waaronder op een in de toekomst gelegen moment een eurobedrag zal worden uitgewisseld tegen een dollarbedrag afhankelijk kunnen zijn van de door de Europese Centrale Bank (ECB) vastgestelde wisselkoers);
b. een betalingsverplichting vast te stellen (een krediet met een variabele renteverplichting kan gekoppeld zijn aan bijvoorbeeld EURIBOR);
c. prestaties tegen te vergelijken (het rendement dat behaald is onder een financieel product zou hoger of lager kunnen liggen dan de ontwikkeling van de AEX-index in dezelfde periode, hetgeen vervolgens een financiële consequentie kan hebben); of
d. een beleggingsbeleid in te vullen (een beleggingsfonds kan in het beleggingsbeleid gehouden zijn om een percentage van zijn investeringen te doen in een bepaalde MSCI-index).

Uit deze voorbeelden blijkt ook meteen dat er verschillende soorten benchmarks zijn, waaronder de voor dit artikel belangrijkste categorie, de rentebenchmarks (zoals EURIBOR), maar ook valutabenchmarks (zoals de ECB-eurowisselkoers), aandelenbenchmarks (de AEX-index) of benchmarks die door beleggingsfondsen kunnen worden gebruikt (zoals een MSCI-index).

2.3 Reikwijdte van de Benchmarkverordening

De Benchmarkverordening kan op alle soorten benchmarks zien, zolang het cijfers zijn die gepubliceerd worden en waar-

3. Zie overweging 1 van de Benchmarkverordening.
4. Idem.
5. De Benchmarkverordening is ook relevant voor de Europese Economische Ruimte. Op het moment van het schrijven van dit artikel bekijkt de Europese Vrijhandelsassociatie (European Free Trade Association) de Benchmarkverordening. Dit is een van de stappen om uiteindelijk tot opname van de verordening in de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte te komen, waarna de Benchmarkverordening ook zal gelden in Noorwegen, IJsland en Liechtenstein.
6. Op 17 juli 2013 bereikte IOSCO overeenstemming over beginselen inzake financiële benchmarks en op 5 oktober 2012 over beginselen voor bureaus voor olieprijsnoteringen. De Financial Stability Board (FSB) heeft eveneens aanbevelingen gedaan ten aanzien van de hervormingen van rentebenchmarks in haar rapport van 22 juli 2014 'Reforming Major Interest Rate Benchmarks'. Jaarlijks publiceert FSB een voortgangsrapport ten aanzien van de implementatie van haar aanbevelingen, meest recent op 18 december 2019.
7. Andrew Bailey, voorzitter van de Financial Conduct Authority (FCA), zei op 27 juli 2017 het volgende over LIBOR: 'The absence of active underlying markets raises a serious question about the sustainability of the LIBOR benchmarks that are based upon these markets.' De FCA houdt toezicht op de beheerder van LIBOR.
8. Zie de definitie van 'index' in art. 3(1) van de Benchmarkverordening en overweging 17 van de Benchmarkverordening. In de Benchmarkverordening geldt een index alleen als benchmark als de index op een wijze wordt gebruikt die binnen het bereik van de Benchmarkverordening ligt (zie de definitie van 'benchmark' in art. 3(3) van de Benchmarkverordening). In dit artikel blijft dit onderscheid verder buiten beschouwing.

 doi: 10.5553/MvV/157457672020030003001

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

aan enige analyse op basis van enige waarde ten grondslag ligt. De Benchmarkverordening ziet echter niet op alle financiële producten.[9] Bijvoorbeeld: hoewel consumptief krediet onder de Benchmarkverordening valt, geldt dat niet voor zakelijk krediet. Uit hetgeen hierna zal worden besproken, zal echter blijken dat de benchmarktransitie, die specifiek ziet op de IBOR's, op alle producten betrekking heeft waarin een dergelijke rentebenchmark wordt gebruikt, ongeacht het bereik van de Benchmarkverordening.

3 De regelgeving en belangrijkste consequenties

De Benchmarkverordening ziet niet alleen op de partijen die benchmarks aanbieden (de beheerders) of bijdragen aan de totstandkoming ervan (de contribuanten), maar ook op de onder toezicht staande instellingen (denk aan onder meer banken en verzekeraars) die gebruik maken van benchmarks in financiële producten (de gebruikers). Ik licht twee consequenties van de Benchmarkverordening toe, die in het bijzonder relevant zijn voor de hierin besproken transitie van IBOR's naar RFR's.[10]

3.1 Transactiegegevens

Ten eerste zijn de beheerders op grond van de Benchmarkverordening verplicht om gegevens op basis waarvan de benchmarks worden vastgesteld te gebruiken die op nauwkeurige en betrouwbare wijze de economische realiteit weergeven. Het uitgangspunt van de Benchmarkverordening is dat die gegevens de vorm hebben van gegevens van reeds verrichte transacties (dus gegevens die *backward looking* zijn).[11] Dit in tegenstelling tot de IBOR's, zijnde rentebenchmarks die tot voor kort werden gebaseerd op de rentestand waartegen de banken die tot het panel van de betreffende aanbieder van de IBOR behoren van oordeel waren in staat te zullen zijn om geld te lenen (*forward looking*). De Benchmarkverordening heeft bij de huidige aanbieders van dergelijke rentebenchmarks zodoende tot de nodige wijzigingen geleid. Zo worden bekende IBOR's als LIBOR en EURIBOR nu in eerste instantie gebaseerd op daadwerkelijke transacties, en pas op een lager niveau op een eventueel oordeel van een panelbank.[12]

Tegelijkertijd zijn autoriteiten begonnen met het ontwikkelen en publiceren van alternatieven voor de IBOR's, de zogenoemde *risk-free rates* (RFR's). In de belangrijkste jurisdicties zijn dergelijke benchmarks aangekondigd, zoals de SONIA[13] voor het Verenigd Koninkrijk als alternatief voor de LIBOR op basis van de pond, de SOFR[14] in de Verenigde Staten als alternatief voor de LIBOR op basis van de Amerikaanse dollar, en de €STR[15] in de eurozone als alternatief voor EONIA en waarschijnlijk de EURIBOR.[16] Er zijn echter noemenswaardige verschillen:

a. De bestaande rentebenchmarks zijn (waren) *forward looking* (op basis van toekomstige transacties), terwijl de RFR's *backward looking* (op basis van reeds verrichte transacties) zijn.
b. De bestaande rentebenchmarks zijn beschikbaar in verschillende – en in de markt veelgebruikte – toekomstige tijdperiodes (*tenors*), doorgaans variërend van een maand tot twaalf maanden, terwijl de RFR's op het moment van schrijven alleen op een *overnight* basis beschikbaar zijn.
c. De bestaande rentebenchmarks bevatten een risicopremie (op basis van krediet en termijnrisico), terwijl de RFR's – de naam zegt het al – (zo goed als) risicovrij zijn.

Deze verschillen leiden er onder andere toe dat er verschillen zullen zijn tussen de waarde (stand) van de bestaande benchmarks en die van de RFR's, waarbij de waarde (stand) van de bestaande benchmarks doorgaans hoger ligt dan die van de RFR's. Daar kom ik in het kader van de civielrechtelijke aandachtspunten nog op terug. Het ligt immers in de lijn der verwachting dat als een bestaande benchmark op enig moment door een RFR moet worden vervangen, ook het verschil zal worden gecompenseerd. In dat geval zal niet alleen de toepasselijke benchmark (moeten) worden vervangen, maar ook een

9. Zie de definitie van 'gebruik van een benchmark' in art. 3(7) van de Benchmarkverordening.
10. Noemenswaardig is ook het uit art. 29 Benchmarkverordening voortvloeiende verbod op het gebruik door een onder toezicht staande instelling van een, kort gezegd, niet-geregistreerde benchmark. Hierop is een overgangsregime van toepassing (art. 51 Benchmarkverordening). Voor niet-kritieke EU-benchmarks geldt het verbod sinds 1 januari 2020. Voor kritieke EU-benchmarks en voor niet-EU-benchmarks zal het verbod gelden vanaf 1 januari 2022, met bepaalde uitzonderingen. De hierin besproken IBOR's – LIBOR, EURIBOR en EONIA – zijn inmiddels geregistreerd en zullen dus niet onderhevig zijn aan het verbod (uiteraard voor zover ze geregistreerd blijven). In dit kader is ook de Brexit relevant. Een benchmark aangeboden door een beheerder uit het Verenigd Koninkrijk zal na afloop van de Brexit-transitieperiode niet meer als EU-benchmark kwalificeren, maar als niet-EU-benchmark, en de eventuele verkregen registratie als EU-benchmark zal komen te vervallen. Met het verbod op het gebruik van een niet-geregistreerde niet-EU-benchmark zal dan rekening moeten worden gehouden, tenzij de beheerder tijdig voldoet aan het derdelandenregime onder de Benchmarkverordening.
11. Art. 11(1)(a) van de Benchmarkverordening.
12. EMMI, de beheerder van o.m. EURIBOR, heeft op 28 november 2019 bekendgemaakt de hervorming van EURIBOR te hebben voltooid. ICE Benchmark Administration (hierna: ICE), de beheerder van o.m. LIBOR, heeft op 1 april 2019 bekendgemaakt de hervorming van LIBOR te hebben voltooid.
13. SONIA staat voor Sterling Overnight Index Average.
14. SOFR staat voor Secured Overnight Financing Rate.
15. €STR staat voor Euro Short-Term Rate.
16. Ook in andere jurisdicties zijn RFR's aangewezen, zoals in Zwitserland de SARON (hetgeen staat voor Swiss Average Rate Overnight) als alternatief voor de Zwitserse frank (CHF) LIBOR en in Japan de TONA (hetgeen staat voor Tokyo Overnight Average Rate) en de TIBOR (hetgeen staat voor Tokyo Interbank Offered Rate) als alternatieven voor de Japanse yen (JPY) LIBOR. Voor een volledig overzicht van de belangrijkste RFR's, zie het FSB-voortgangsrapport van 18 december 2019 ('Reforming Major Interest Rate Benchmarks; Progress Report'), Appendix A.

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

marge (moeten) worden geïntroduceerd of een bestaande marge (moeten) worden aangepast.[17]

3.2 Fallback planning

Ten tweede zijn de gebruikers van benchmarks op grond van de Benchmarkverordening verplicht om – in de financiële producten die onder de Benchmarkverordening vallen – solide schriftelijke plannen op te stellen en up-to-date te houden waarin zij de maatregelen vermelden die zij nemen indien een benchmark inhoudelijk wordt gewijzigd of niet langer wordt aangeboden.[18] Waar mogelijk en passend moeten in die plannen een of meer alternatieve benchmarks worden genoemd die kunnen worden gebruikt ter vervanging van benchmarks die niet meer worden aangeboden. Op verzoek moeten die plannen – in de praktijk doorgaans *fallback*-plannen genoemd – aan de toezichthouder worden overgelegd. Hoewel het plan in beginsel een intern plan betreft, vereist de Benchmarkverordening ook dat de plannen worden 'weergegeven' in de contractuele verhouding met klanten. Dit houdt volgens de European Securities and Markets Authority (ESMA) in dat de plannen worden gecommuniceerd aan klanten en juridisch afdwingbaar zijn.[19] Aan de verwijzing in de Benchmarkverordening naar klanten wordt in de praktijk weinig waarde gehecht. Een plan is logischerwijs alleen een solide plan, als dat ook afdwingbaar is. Daarvoor zal ook een wederpartij die niet als klant wordt beschouwd, op de hoogte moeten zijn van het plan en zal het plan juridisch afdwingbaar jegens die wederpartij moeten zijn.

Een fallback-plan bestaat meestal uit in ieder geval de volgende onderdelen:

a. een beschrijving van de interne governance die van toepassing is op de fallback planning (denk aan een periodieke werkgroep waarbinnen verschillende disciplines binnen een financiële onderneming naar de benchmarktransitie kijken en het senior management dat verantwoordelijkheid draagt voor het beheer en de toepassing van het fallback-plan);
b. een overzicht van de benchmarks die door de organisatie worden gebruikt, de producten waarin die worden gebruikt, de contractuele voorwaarden die daarop van toepassing zijn, en de relevante looptijden (een onderscheid naar looptijd kan relevant zijn met het oog op de timing van het verval of waarschijnlijke verval van bepaalde IBOR's (waarover hierna meer), waarbij de relevantie van de benchmarktransitie voor producten die eerder zullen aflopen beperkter zal zijn dan voor producten die daarna nog doorlopen);
c. de mogelijke scenario's (ook wel *fallback triggers* genoemd) die kunnen plaatsvinden met betrekking tot een benchmark (vaak wordt niet alleen gekeken naar het verval of een wijziging van de benchmark, maar ook naar eventuele gebeurtenissen die zich voor het verval kunnen voordoen en die een toepassing van het plan vergen (zogeheten *pre-cessation triggers*), zoals een benchmark die niet meer representatief wordt geacht[20] of een benchmark die niet meer gebruikt mag worden[21]);
d. de mogelijke maatregelen die vervolgens worden genomen en hoe de organisatie daaraan gevolg geeft en daarover communiceert (hetgeen afhankelijk van de contractuele voorwaarden kan inhouden dat met de wederpartij in overleg wordt getreden of gebruik wordt gemaakt van een mogelijkheid tot eenzijdige wijziging (waarover hierna meer), dat een reeds vastgestelde procedure die dient tot het kiezen van een alternatieve benchmark wordt gevolgd (waarbij een of beide wederpartijen en/of een aangewezen derde de keuzes maken), en/of dat op een reeds afgesproken alternatieve benchmark wordt overgegaan (zoals een bepaalde RFR).

Onderdelen a en b maken in de praktijk, enigszins voor de hand liggend, geen onderdeel uit van het fallback-plan zoals dat conform de Benchmarkverordening moet worden weergegeven in de contracten met klanten. Onderdelen c en d daarentegen zijn essentieel om het plan te kunnen uitvoeren en daadwerkelijk de fallback te kunnen bewerkstelligen, en zullen dus wel op enigerlei wijze onderdeel uit moeten maken van de contracten.

Hoewel het fallback-plan een verplichting op grond van de Benchmarkverordening betreft, kan een vergelijkbaar plan ook worden gebruikt voor andere doeleinden (zoals voor producten die buiten het bereik van de Benchmarkverordening vallen, waaronder zakelijk krediet). Ten slotte wordt opgemerkt dat de Benchmarkverordening op alle benchmarks ziet, waardoor een fallback-plan ook op andere typen benchmarks moet zien dan de rentebenchmarks.

17. Een alternatief betreft het eenmalig verrekenen van het verschil tussen de bestaande benchmark en de RFR op het moment dat op de RFR wordt overgestapt. Dit zou operationeel eenvoudiger kunnen zijn dan gedurende de resterende looptijd een (aangepaste) marge toe te passen, aldus het rapport van de Working group on euro risk-free rates 'On the Risk Management Implications of the Transition from EONIA to the €STR and the Introduction of €STR-based Fallbacks for EURIBOR', gepubliceerd op 17 oktober 2019. Dit alternatief blijft verder buiten beschouwing.
18. Art. 28(2) van de Benchmarkverordening.
19. Zie de Questions & Answers die ESMA over de Benchmarkverordening heeft gepubliceerd, specifiek Q&A 8.3.
20. Vgl. art. 20 van de Benchmarkverordening. De aandacht voor het niet meer representatief zijn van een benchmark als trigger voor een fallback-plan nam een vlucht na een speech van een directeur van de Engelse FCA op een bijeenkomst bij de International Swaps and Derivatives Association (ISDA) op 28 januari 2019. In de context van vooral de derivatenmarkt betreft de pre-cessation trigger op dit moment een heet hangijzer. Daar waar o.m. de FSB er bij ISDA op hamert dat een dergelijke trigger moet worden opgenomen (zie bijv. zijn brief van 19 november 2019), blijkt na een publieke consultatie door ISDA dat hier bij marktpartijen verschillend over wordt gedacht. Op 5 februari 2020 maakte ISDA bekend opnieuw een publieke consultatie te zullen gaan doen. In andere financiële producten, zoals obligaties met een variabele rente op basis van een IBOR, is de opname van een pre-cessation trigger inmiddels gemeengoed.
21. Zie noot 10.

 doi: 10.5553/MvV/157457672020030003001

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

In het kader van fallback planning moet een onderscheid worden gemaakt tussen bestaande contracten (*legacy contracts*) en nieuwe contracten. Aangezien de bestaande rentebenchmarks al decennia worden gebruikt en kunnen worden gebruikt in producten die nog decennia uitstaan, zal het implementeren van een fallback-plan in dat soort producten meestal een wijziging van de bestaande voorwaarden meebrengen. Hoewel financiële producten en de daarop van toepassing zijnde voorwaarden, met name in de professionele markt, in het verleden al vaak rekening hielden met het tijdelijk niet beschikbaar zijn van een benchmark, werd met het einde van een dergelijke benchmark meestal geen rekening gehouden. In financiële contracten met consumenten en andere *retail*-partijen die in het verleden zijn afgesloten, en ondanks de benchmarktransitie soms nog steeds worden afgesloten, zit vaak niet meer dan een generiek wijzigingsbeding of een wijzigingsbeding dat specifiek ziet op het wijzigen van de marge die boven op de benchmark wordt toegepast. Bij overeenkomsten die nu worden afgesloten, wordt doorgaans wel rekening gehouden met fallback planning (op summiere tot zeer gedetailleerde wijze). Dat wil echter niet zeggen dat dergelijke contracten ook volledig voorbereid zijn op de benchmarktransitie en geen aandacht meer zouden behoeven. Gezien het huidig gebrek aan duidelijkheid, althans eenduidigheid waar het de alternatieven voor de bestaande rentebenchmarks betreft, en met name de wijze waarop en wanneer die moeten worden geïmplementeerd, is het eerder regel dan uitzondering dat (ook) nieuwe contracten alleen voorzien in een procedure omtrent fallback planning, zonder dat het een vastomlijnd en vooraf vastgesteld alternatief voor een bestaande rentebenchmark betreft. In dergelijke gevallen zijn de geldigheid en afdwingbaarheid van de fallback-procedure, in het bijzonder de uitkomst ervan, niet een gegeven. Kortom, in het kader van zowel *legacy*-contracten als contracten die sinds de introductie van de Benchmarkverordening zijn aangegaan, zijn wijzigingsperikelen aan de orde.

Het risico dat wederpartijen lopen door een overeenkomst die niet voorziet in een fallback-bepaling niet te wijzigen, is dat het product vanwege het verdwijnen van de benchmark (of vanwege een andere fallback trigger) op een gegeven moment anders zal functioneren dan bedoeld.[22] Dit kan afhankelijk van hetgeen eerder is overeengekomen verschillende vormen aannemen; zo zou bijvoorbeeld (1) een variabele rente een vaste rente kunnen worden (al dan niet op basis van de laatste beschikbare variabele rente), (2) een van de partijen de discretie kunnen krijgen om op basis van haar eigen (financierings)kosten de verschuldigde rente te bepalen, of (3) als er niets is afgesproken, er onduidelijkheid kunnen bestaan over de verdere berekening van de rente (geldt dan bijvoorbeeld alleen nog de afgesproken marge?).

22. De eventuele sancties uit hoofde van de Benchmarkverordening, indien en voor zover van toepassing, of andere toezichtrechtelijke maatregelen nog daargelaten.

4 Huidige stand van zaken

Voordat wordt ingegaan op de civielrechtelijke aandachtspunten die bij de benchmarktransitie komen kijken, is het goed om (nader) stil te staan bij de huidige stand van zaken.

4.1 Het (mogelijke) einde van de IBOR's en het ontstaan van de RFR's

Ik baken allereerst de transitie (verder) af. Op dit moment ligt duidelijk de nadruk, zowel vanuit financiële marktpartijen als vanuit hun toezichthouders, op een transitie weg van de IBOR's. De IBOR's spelen echter nog altijd een centrale rol binnen de financiële markten. Ter illustratie: ongeveer $ 400 miljard aan financiële contracten is gekoppeld aan de LIBOR.[23] Hoewel LIBOR ook door Nederlandse financiële ondernemingen wordt gebruikt, zijn EURIBOR en EONIA voor Nederland de belangrijkste rentebenchmarks.[24]

Als gevolg van de in paragraaf 2 geschetste integriteitskwesties omtrent onder meer LIBOR kwam de in paragraaf 3 besproken regelgeving – specifiek de Benchmarkverordening, die vereist dat de IBOR's in principe gebaseerd moeten worden op transactiegegevens (in plaats van inschattingen door panelbanken). Vanwege de afname in beschikbare (interbancaire) transacties staat de representativiteit van de IBOR's echter onder druk. Vanuit de FSB kwam dan ook in 2014 de aanbeveling om alternatieve, bijna risicovrije rentebenchmarks (de RFR's) te ontwikkelen.[25] Inmiddels hebben de toezichthouders in de meeste jurisdicties een RFR aanbevolen, althans werkgroepen opgericht om een RFR aan te bevelen. In tabel 1 staan ten aanzien van de twee belangrijkste LIBOR-varianten alsmede ten aanzien van EURIBOR en EONIA een aantal relevante ontwikkelingen beschreven en de RFR die is aanbevolen als alternatief voor de betreffende IBOR.

Voor de overgang op de RFR's zal van belang zijn dat er een voldoende liquide financiële markt op basis van de RFR's tot stand komt. Er ontstaat steeds meer liquiditeit in de producten gebaseerd op SONIA en SOFR, zowel binnen de *cash markets* (denk aan obligaties en zakelijk krediet) als binnen de derivaten (zowel *over-the-counter* transacties als de clearing van dergelijke transacties en transacties op een handelsplatform). Aangezien €STR pas sinds oktober 2019 beschikbaar is, loopt de markt voor op €STR gebaseerde producten achter op de SOFR- en SONIA-markten.[26]

23. Aldus een rapport van de Bank for International Settlements, gepubliceerd op 5 maart 2019 (A. Schrimpf & V. Sushko, Beyond LIBOR: A Primer on the New Reference Rates, BIS Quarterly Review, maart 2019, p. 29-52).
24. Zie de publicatie van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank (DNB) getiteld 'AFM en DNB delen inzichten over transitie naar alternatieve benchmarks' van 25 september 2019.
25. FSB 2014.
26. Zie voor de ontwikkelingen in de liquiditeit van SONIA-, SOFR- en €STR-producten onder meer FSB 2019.

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

Tabel 1 Overzicht belangrijkste IBOR's en bijbehorende RFR's

IBOR	Beheerder	Relevante ontwikkeling	RFR	Beheerder	Beschikbaarheid
LIBOR (Britse pond)	ICE	Na 2021 is de beschikbaarheid van LIBOR niet meer gegarandeerd[a]	SONIA;[b] een benchmark op basis van *overnight* ongedekte geldmarkttransacties	Bank of England	Beschikbaar in huidige vorm sinds april 2016
LIBOR (Amerikaanse dollar)	ICE	Na 2021 is de beschikbaarheid van LIBOR niet meer gegarandeerd[c]	SOFR;[d] een benchmark op basis van *overnight repurchase*-transacties op een onderpand van Amerikaanse staatsobligaties	Federal Reserve Bank of New York	Beschikbaar sinds april 2018
EONIA	EMMI	– EONIA is sinds oktober 2019 gekoppeld aan €STR plus een vaste marge; – EONIA wordt voor het laatst gepubliceerd op 3 januari 2022	€STR;[e] een benchmark op basis van *overnight* ongedekte geldmarkttransacties	ECB	Beschikbaar sinds oktober 2019
EURIBOR	EMMI	EURIBOR is in 2019 aangepast; geen einddatum in zicht	Waarschijnlijk (een variant van) €STR;[f] zie verder onder EONIA		

[a] Zie de pagina op de website van de FCA, 'Transition from LIBOR', laatst geüpdatet op 16 januari 2020.
[b] In april 2017 aanbevolen als alternatief voor LIBOR door de Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates.
[c] Zie tabelnoot 2.
[d] In juli 2017 aanbevolen als alternatief voor LIBOR door de Alternative Reference Rates Committee.
[e] In september 2018 aanbevolen als RFR voor de eurozone door de Working group on euro risk-free rates. In maart 2019 volgde specifieke aanbevelingen voor de overgang van EONIA op €STR.
[f] De werkgroep heeft vooralsnog €STR niet expliciet ook als alternatief voor EURIBOR aanbevolen, maar wel ten tijde van de aanbevelingen omtrent EONIA aangegeven dat €STR een basis zal vormen voor het ontwikkelen van fallbacks voor producten gebaseerd op EURIBOR. Over de verschillende werkstromen binnen de Europese werkgroep, zie ook Yilmaz 2019, par. 3.

Hetgeen de transitie van de IBOR's naar de RFR's ook bemoeilijkt, zijn de verschillen tussen de twee soorten benchmarks. In paragraaf 3 kwamen die al even ter sprake:

1. De bestaande rentebenchmarks zijn (waren) *forward looking*, terwijl de RFR's *backward looking* zijn.
2. De bestaande rentebenchmarks zijn beschikbaar in verschillende tijdperiodes (*tenors*), terwijl de RFR's op het moment van het schrijven van dit artikel alleen op een *overnight* basis beschikbaar zijn.
3. De bestaande rentebenchmarks bevatten een risicopremie, terwijl de RFR's (zo goed als) risicovrij zijn.

Deze verschillen leiden er onder andere toe dat de waarde (stand) van de bestaande benchmarks veelal hoger ligt dan de waarde (stand) van de RFR's.

Door verschillende instellingen wordt nagedacht over de wijze waarop de RFR's het beste kunnen worden toegepast en hoe voornoemde verschillen het beste zouden kunnen worden gecompenseerd.[27] Daarbij wordt ook nagedacht over het ontwikkelen van RFR's die in verschillende toekomstige tijdperiodes beschikbaar zullen zijn (de zogenoemde '*term* RFR's').[28] Dit zou de transitie, met name in bepaalde segmenten van de

27. Zie bijv. het door ISDA gepubliceerde Benchmarks Supplement en het bijbehorend implementatieprotocol en de voorgenomen wijzigingen van bepaalde door ISDA gepubliceerde standaardvoorwaarden (de zogeheten 'Definitions') voor derivatentransacties. Het gaat het bestek van dit artikel te buiten om daar verder op in te gaan. Voor meer details over de consultaties van ISDA ten aanzien van de Definitions, zie o.m. Steeg 2018 en Hutton 2019. Naast ISDA zijn ook andere brancheorganisaties, zoals de LMA, ICMA, SIFMA en AFME, druk doende met het ondersteunen van de markt bij de voorbereidingen op de benchmarktransitie. Hetzelfde geldt voor de werkgroepen die de betreffende RFR's hebben aanbevolen.
28. Zo worden er term-varianten op basis van onder meer SONIA, SOFR en €STR ontwikkeld. Niet voor alle RFR's lijkt een term-variant mogelijk, zoals voor de Zwitserse SARON. Voor een overzicht van de ontwikkelingen op het gebied van de term-varianten, zie FSB 2019.

 doi: 10.5553/MvV/157457672020030003001

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

cash markets,[29] ten goede kunnen komen. Men zou echter niet moeten wachten met het treffen van voorbereidingen op de transitie in afwachting van het beschikbaar zijn van de term RFR's, aldus onder meer de Amerikaanse werkgroep die SOFR heeft aanbevolen als alternatief voor de Amerikaanse dollar LIBOR (de ARRC).[30] Het is geen gegeven dat een beheerder in staat zal zijn om (tijdig) een robuuste term RFR te ontwikkelen.

Ter illustratie van de verschillen tussen een IBOR en RFR: stel dat een term RFR nog niet beschikbaar is, terwijl een financieel product op basis van een driemaands-IBOR (die iedere drie maanden vooraf wordt vastgesteld) moet worden overgezet op de aanbevolen overnight RFR (die dagelijks achteraf wordt vastgesteld), maar waarbij dezelfde renteperiode van drie maanden zal worden aangehouden. Dan zal moeten worden nagedacht over de wijze waarop de rente wordt berekend over die renteperiode. Wordt de eenvoudige rente (*simple interest*) of de samengestelde rente (*compounded interest*, ook wel rente-op-rente genoemd) gehanteerd? Wordt de verschuldigde rente vastgesteld voor aanvang van de renteperiode (*in advance*) of pas aan of na het einde van de renteperiode (*in arrears*)?[31] Bij het maken van de keuzes zal onder meer rekening moeten worden gehouden met de wensen van partijen, de inrichting van interne en externe (betaal)systemen, de aansluiting op eventueel gerelateerde renteverplichtingen (bijvoorbeeld bij een rentederivaat dat dient als *hedge* voor een renteverplichting onder een krediet), alsmede met eventuele toepasselijke toezichtrechtelijke en consumentrechtelijke wet- en regelgeving.[32] Ten slotte zal rekening moeten worden gehouden met een waardeverschil tussen de RFR en de voorheen geldende IBOR en de wijze waarop dat wordt gecompenseerd. Wordt een aangepaste marge boven op de RFR toegepast? Wordt die marge eenmalig of periodiek vastgesteld aan de hand van het historische verschil tussen de betreffende RFR en de betreffende IBOR, en van welke periode wordt dan uitgegaan?[33]

4.2 Varianten op fallback planning

Vele, zo niet alle, onder toezicht staande financiële marktpartijen bereiden zich op dit moment voor op de rentebenchmarktransitie. Dit uit zich zowel in interne fallback-plannen als in het weergeven van dergelijke plannen in (met name nieuwe) contracten. Hoewel er, zoals hiervoor geschetst, mogelijkheden zijn om producten te ontwikkelen op basis van de RFR's, is dat op het moment van het schrijven van dit artikel nog uitzonderlijk, met name binnen de eurozone.[34] Waarbij overigens tevens dient te worden opgemerkt dat ook in dergelijke producten moet worden nagedacht over fallback planning, om te voorkomen dat nieuwe producten worden gecreëerd waarbij geen rekening is gehouden met een mogelijk verval van de daarin gebruikte benchmarks.[35]

Wat betreft de bestaande rentebenchmarks, en het introduceren van fallback-bepalingen in de relevante contractuele voorwaarden, zijn grofweg twee varianten te onderscheiden: (1) het vaststellen van een procedure om tot een alternatieve benchmark te komen ingeval bepaalde gebeurtenissen zich

29. In o.m. zakelijke kredieten wordt vaak gebruikt gemaakt van een IBOR voor een bepaalde toekomstige tijdperiode, zoals een een-, drie- of zesmaands-EURIBOR. De kredietnemer heeft dan reeds bij aanvang van de betreffende renteperiode duidelijkheid en zekerheid over de aan het einde van de renteperiode verschuldigde rente.
30. Alternative Reference Rates Committee, A User's Guide to SOFR, april 2019, p. 2. Eenzelfde oproep heeft ook de FSB gedaan, zie FSB 2019, p. 2.
31. Vervolgens dienen nog verschillende andere keuzes te worden gemaakt. Zo zal er bij een rentevaststelling aan of na het einde van de renteperiode (*in arrears*) moeten worden nagedacht over de betaaldatum en de gevolgen voor de renteberekening. Stel dat op de laatste dag van de renteperiode moet worden betaald, dan dient mogelijk rekening te worden gehouden met de laatste stand van de RFR van een paar dagen eerder, om genoeg tijd over te houden voor het kunnen doen van de betaling. Bij een rentevaststelling vooraf zal moeten worden bepaald naar welke historische periode van de RFR zal worden gekeken voor het bepalen van de verschuldigde rente. Ook hybride vormen tussen een rentevaststelling vooraf of achteraf zijn mogelijk. Denk bijv. aan een vorm waarbij de rente die aan het einde van een renteperiode moet worden betaald aan het begin van die periode wordt vastgesteld, maar waarbij achteraf alsnog de daadwerkelijke rente die over die periode gold, zal worden vastgesteld en waarbij het verschil bij de volgende renteperiode zal worden meegenomen en aan het einde daarvan zal worden verrekend.
32. Denk o.m. aan art. 27 van de Europese Hypothekenrichtlijn (Richtlijn 2014/17/EU), zoals in Nederland geïmplementeerd in art. 7:128 BW, waarin verplichtingen zijn opgenomen voor de kredietgever omtrent het verstrekken van informatie over wijzigingen in de rentevoet. Daaronder geldt als hoofdregel dat de consument vooraf in kennis wordt gesteld van wijzigingen in de rentevoet, maar geldt een uitzondering voor een wijziging in de rentevoet die rechtstreeks samenhangt met een wijziging in een publiek toegankelijke referentierentevoet (zoals EURIBOR). Indien een financieel product grensoverschrijdend wordt aangeboden, zal ook naar het lokale recht moeten worden gekeken. Zo zou het naar lokaal recht verboden kunnen zijn om samengestelde rente in rekening te brengen.
33. Ter illustratie: sinds oktober 2019 wordt EONIA niet meer zelfstandig berekend, maar is EONIA gekoppeld aan €STR. Om het verschil tussen de oude EONIA en €STR te compenseren heeft de ECB op basis van een door de Working group on euro risk-free rates aanbevolen methodologie een vaste marge boven op €STR van 0,085% vastgesteld. Die methodologie hield, kort gezegd en sterk versimpeld, in dat de marge is berekend aan de hand van het rekenkundige gemiddelde van het verschil tussen de oude EONIA en een voorlopige versie van €STR over een periode van een jaar.
34. Veelgehoorde redenen hiervoor zijn o.a. (1) de interne of externe systemen zijn nog niet geschikt om de RFR toe te passen; (2) de markt voor het betreffende product op basis van de RFR is nog niet voldoende liquide; (3) er is nog geen eenduidig marktgebruik waar het de toepassing van de RFR in een bepaald product betreft, althans een term-variant ontbreekt; (4) de mogelijkheid ontbreekt nog om het product waarin de RFR zou worden gebruikt via een centrale tegenpartij af te wikkelen (*clearen*), althans bepaalde onderdelen binnen het clearingsysteem zijn nog niet overgegaan op RFR.
35. Zie ter illustratie het rapport van de Working group on euro risk-free rates over het fallback-arrangement voor €STR, gepubliceerd op 12 november 2019.

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

voordoen; (2) het van tevoren selecteren van de alternatieve benchmark. Hoewel variant 2, naarmate het verloop van de transitie duidelijker wordt, waarschijnlijk in populariteit zal toenemen, is mijn verwachting dat optie 1, al dan niet in combinatie met optie 2, nog wel voor enige tijd de meest gebruikte optie zal blijven. Daar waar sinds 2018 steeds meer nieuwe contracten werden voorzien van fallback-bepalingen (variërend in vorm en mate van detail), voorzien dergelijke fallback-bepalingen vaak in een procedure en een kader waarbinnen een of beide partijen en/of een aangewezen derde uiteindelijk tot een alternatieve benchmark moeten komen. Daarbij wordt ook vaak aandacht besteed aan de mogelijkheden voor een aanpassing van de eventuele marge (om het waardeverschil te compenseren) en aanpassingen in de operationele toepassing van de benchmark (zoals het tijdstip waarop de benchmark wordt geraadpleegd) om de verschillen tussen de IBOR en RFR te kunnen adresseren (zie par. 4.1 voor een introductie in die verschillen).[36] In veel gevallen dient de partij of dienen de partijen aan te sluiten bij aanbevelingen door toezichthouders of werkgroepen. Mede vanwege aanbevelingen vanuit dergelijke werkgroepen die adviseren over de RFR's,[37] vindt thans steeds vaker een eerste, expliciete keuze voor een specifieke alternatieve benchmark (in de regel de betreffende RFR) plaats en slechts indien die niet beschikbaar is in een geschikte vorm, volgt eenzelfde procedure.

Dat fallback-bepalingen beschikbaar zijn in verschillende soorten en maten zal waarschijnlijk tot gevolg hebben dat er niet één bepaalde uitkomst zal volgen na toepassing van de fallback-bepalingen. Integendeel. Ook dit is een relevante factor die de transitie bemoeilijkt. Immers, financiële producten, met verschillende contractuele voorwaarden, kunnen economisch aan elkaar zijn gekoppeld. Zo kan een krediet met een variabele rente in economische en potentieel ook juridische zin zijn gekoppeld aan een renteswap waaronder een dergelijke variabele rente wordt uitgewisseld tegen een vaste rente. Als er verschillende fallback-bepalingen in die producten zijn opgenomen en de toepassing ervan tot een verschillende uitkomst leidt, kan dit ongewenste gevolgen hebben. Zo kan de renteswap, die voorheen als *hedge* voor het renterisico onder het krediet met variabele rente diende, door de toepassing van de fallback-bepalingen geen effectieve hedge meer vormen.[38] De RFR-werkgroepen zijn van dit probleem op de hoogte en proberen bij te dragen aan de uniformiteit in de fallback-bepalingen in de verschillende producten.[39] Die werkgroepen alsmede marktorganisaties publiceren bovendien standaard fallback-bepalingen.[40] Ondanks deze ontwikkelingen zullen partijen niet in staat zijn dezelfde fallback-bepalingen te gebruiken in al hun contracten (een fallback-bepaling in een krediet aangeboden aan een consument zal gezien de aard van het product en de wederpartij afwijken van een fallback-bepaling in een complexe derivatentransactie tussen grootbanken). Daarnaast is niet gegarandeerd dat de fallback-bepalingen die in standaardvorm beschikbaar komen ook een-op-een op elkaar aansluiten. Dit betekent niet per se dat de uitkomsten onder die bepalingen ook verschillend zullen zijn, maar enig verschil zal naar mijn verwachting eerder regel dan uitzondering zijn.

In het kader van de fallback planning wordt vaak het onderscheid losgelaten tussen producten die wel en producten die niet onder het bereik van de Benchmarkverordening vallen. Daartoe worden onder toezicht staande instellingen in zekere zin gedwongen doordat de benchmarktransitie alle contracten met daarin rentebenchmarks raakt (ongeacht de Benchmarkverordening). Hoewel de Benchmarkverordening dan mogelijk geen verplichting oplegt, zijn er verscheidene andere redenen, zoals commerciële en prudentiële redenen, om alsnog in een voorbereiding op de benchmarktransitie te voorzien. Ook toezichthouders lijken de reikwijdte van de Benchmarkverordening in het kader van de transitie niet relevant, althans niet doorslaggevend te achten.[41]

Ten slotte wijs ik nog op bijkomende complexiteiten waar het de implementatie van fallback bepalingen in bestaande contracten betreft. Bestaande contracten bevatten mogelijk geen, althans een onvoldoende verregaande fallback-bepaling. De relevante wederpartijen bij het contract moeten overwegen of, wanneer en in hoeverre dergelijke contracten moeten worden aangepast om voorbereid te zijn op de benchmarktransitie (door (aangepaste) fallback-bepalingen te implementeren), althans om de transitie te voltooien (door een alternatieve

36. De mate van detail waarin dit in de praktijk in de fallback-bepalingen wordt verwerkt, blijkt sterk afhankelijk van het type product en de type wederpartij. In de professionele markten wordt hier doorgaans meer aandacht aan besteed dan in de fallback-bepalingen die worden gebruikt in producten voor consumenten en andere niet-professionele partijen.
37. Zie bijv. de door de Alternative Reference Rates Committee (ARRC) gepubliceerde, aanbevolen fallback-bepalingen voor verschillende typen producten op basis van LIBOR, waarbij (een variant van) SOFR de eerste achtervang voor LIBOR vormt. De ARRC heeft op haar website een handige samenvatting d.d. november 2019 gepubliceerd.
38. Ook Steeg 2018, par. 8.3 en Yilmaz 2019, par. 4 benoemen dit *mismatch*-risico.
39. Zie ter illustratie de publieke consultatie van The Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates over *credit adjustment spreads* (zijnde aanpassingen om het waardeverschil tussen een bestaande benchmark en een RFR te compenseren) uit december 2019. Daarin geeft de werkgroep aan dat het aansluiten bij de ontwikkelingen op de derivatenmarkt voor de cash markets verschillende voordelen heeft.
40. Zie bijv. het door ISDA gepubliceerde Benchmarks Supplement en het bijbehorend implementatieprotocol en de voorgenomen wijzigingen van bepaalde door ISDA gepubliceerde standaardvoorwaarden (de zogeheten 'Definitions') voor derivatentransacties. Naast ISDA zijn ook andere brancheorganisaties, zoals de LMA, ICMA, SIFMA en AFME, druk doende met het ondersteunen van de markt bij de voorbereidingen op de benchmarktransitie. Hetzelfde geldt voor de werkgroepen die de betreffende RFR's hebben aanbevolen. Dat nog niet voor alle producten standaard fallback-bepalingen beschikbaar zijn, betreft – in ieder geval op de derivatenmarkten – een belangrijke afremmende factor, niet alleen in het aanpassen van bestaande contracten, maar ook voor de voorbereiding van nieuwe contracten op de benchmarktransitie.
41. Zie o.m. de uitvraag die de AFM en DNB gezamenlijk per brief van 24 april 2019 hebben gedaan bij grote financiële ondernemingen over de voorbereidingen van die ondernemingen op de benchmarktransitie, waarin slechts eenmaal en bovendien in een andere context naar de Benchmarkverordening wordt verwezen.

 doi: 10.5553/MvV/157457672020030003001

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

benchmark van toepassing te laten zijn). Een dergelijke aanpassing zal de nodige commerciële, fiscale, accountancy-, operationele en toezichtrechtelijke lastigheden met zich brengen, alsmede de civielrechtelijke aandachtspunten die hierna worden besproken.

5 Civielrechtelijke aandachtspunten

Uit vorenstaande beschouwing blijkt dat het speelveld voor de benchmarktransitie geen vastomlijnd en eenduidig speelveld betreft. Integendeel. Het kent verschillende spelers (van professionele partijen tot consumenten), verschillende benchmarks (IBOR's en/of RFR's), verschillende producten (van complexe gestructureerde derivaten tot consumptief krediet) en verschillende contractuele voorwaarden (van gedetailleerde fallback-arrangementen tot geen enkel fallback-arrangement). Daarnaast kan de transitie grensoverschrijdende impact hebben, doordat wederpartijen in verschillende jurisdicties zijn gevestigd of de contracten door een buitenlands recht worden beheerst. Bovendien is het precieze verloop van de benchmarktransitie onduidelijk (bijvoorbeeld: Zal EURIBOR net als EONIA op een gegeven moment komen te vervallen, en zo ja wanneer? Wanneer is LIBOR voor het laatst beschikbaar?). Dit levert niet alleen civielrechtelijke uitdagingen op, maar als eerder gezegd ook commerciële, fiscale, accountancy-, operationele en toezichtrechtelijke uitdagingen.

In het behandelen van de civielrechtelijke aandachtspunten ga ik uit van het scenario waarin een financiële onderneming een fallback-bepaling op wil nemen in een bestaande overeenkomst die ten grondslag ligt aan een financieel product op basis van een IBOR. Verder ga ik uit van het scenario dat de financiële onderneming de fallback-bepaling uiteindelijk zal toepassen om tot een alternatieve benchmark te komen en aanverwante wijzigingen (zoals aangepaste marge om het waardeverschil te overbruggen).

Hierbij maak ik de aanname dat er geen wet- of regelgeving wordt geïntroduceerd die van rechtswege zal voorzien in de implementatie of toepassing van een fallback-bepaling. Er zijn naar mijn weten geen aanwijzingen dat dergelijke wet- of regelgeving op stapel staat, noch in Nederland, noch op het niveau van de Europese Unie. In de Verenigde Staten wordt door de werkgroep die SOFR heeft aanbevolen als alternatief voor de Amerikaanse dollar LIBOR (de ARRC) al wel enige tijd nagedacht over de mogelijkheid van *legislative relief* voor het aanpassen van bestaande contracten die lastig te wijzigen zijn. Tot op heden is er echter geen concreet besluit daarover genomen, laat staan dat (concept)regelgeving beschikbaar is.[42] Ook de voorzitter van de FCA heeft gezegd dat het nadenken over de voor- en nadelen van regelgeving verstandig is, maar benadrukt tegelijkertijd dat marktpartijen er niet op kunnen vertrouwen dat die regelgeving er komt en zodoende de transitie zullen moeten voortzetten.[43]

42. Zie de '2019 Incremental Objectives', gepubliceerd door de ARRC.
43. Andrew Bailey, LIBOR: Preparing for the End, speech in New York op 15 juli 2019.

5.1 Toepasselijk recht

Gezien het feit dat de financiële markten zich weinig gelegen laten liggen aan landsgrenzen, betreft het eerste aandachtspunt dat ik noem het toepasselijk recht. Het toepasselijk recht zal – op enkele dwingendrechtelijke uitzonderingen na – veelal doorslaggevend zijn voor de vraag naar welk recht moet worden vastgesteld wat de rechten en verplichtingen zijn van de wederpartijen onder de overeenkomst.

De civielrechtelijke aandachtspunten die ik hierna uiteenzet, zijn van toepassing indien en voor zover Nederlands recht van toepassing is. Als partijen bij een overeenkomst echter rechtsgeldig hebben gekozen voor een ander toepasselijk recht dan Nederlands recht, dan zal dat recht op de overeenkomst van toepassing zijn[44] alsmede op onder meer het bestaan en de geldigheid,[45] de uitlegging en de nakoming ervan.[46] Als gezegd bestaan er enkele uitzonderingen op die regel, zoals voor een overeenkomst met een Nederlandse consument, als gevolg waarvan een rechtskeuze er niet toe mag leiden dat de consument de bescherming verliest die hij zou genieten op grond van dwingendrechtelijke bepalingen van Nederlands recht.[47] Denk daarbij bijvoorbeeld aan afdeling 3 van Boek 6 BW over het gebruik van algemene voorwaarden.[48] Als gezegd zal ik er hierna van uitgaan – als gevolg van een rechtskeuze voor Nederlands recht of een van de uitzonderingen – dat Nederlands recht van toepassing is.

5.2 Wijziging van de overeenkomst

Bilaterale wijziging

Indien noch de wet, noch de overeenkomst die aan het financieel product ten grondslag ligt, voorziet in de mogelijkheid van een eenzijdige (unilaterale) wijziging (waarover hierna meer), geldt als uitgangspunt dat de wijziging van de overeenkomst dient te berusten op wilsovereenstemming.

Niet in alle gevallen zal echter een dergelijke bilaterale wijze van wijziging rechtsgeldig en afdwingbaar zijn, bijvoorbeeld wanneer de overeengekomen wijziging in strijd is met een dwingendrechtelijke wetsbepaling, de openbare orde of de goede zeden,[49] of wanneer er sprake is van een wilsgebrek aan de zijde van de wederpartij. In de rechtspraak over financiële producten wordt ook vaak een beroep op dwaling (art. 6:228 BW) gedaan. Als een financiële onderneming onjuiste

44. Art. 3 van de Verordening (EG) 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I) (hierna: Rome 1-verordening).
45. Art. 10 van de Rome 1-verordening.
46. Art. 12 van de Rome 1-verordening.
47. Art. 6 van de Rome 1-verordening. Art. 6 is van toepassing op een overeenkomst gesloten door een natuurlijke persoon voor een gebruik dat als niet bedrijfs- of beroepsmatig kan worden beschouwd (de consument) met een andere persoon die handelt in de uitoefening van zijn bedrijf of beroep (de verkoper). Nota bene dat op grond van lid 4 onder d een uitzondering geldt voor financiële instrumenten.
48. Art. 6:247 lid 4 BW.
49. Art. 3:40 BW.

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

informatie heeft verstrekt en wist of had moeten begrijpen dat de klant een overeenkomst of een bepaalde transactie niet was aangegaan als de juiste informatie was verstrekt, bestaat het risico op vernietiging van de overeenkomst respectievelijk transactie. Dwaling wordt in het kader van de eenzijdige wijziging uitgebreider besproken.

Uiteindelijk zal de bilaterale wijziging de meeste rechtszekerheid voor de financiële onderneming meebrengen.

Eenzijdige (unilaterale) wijziging

Een bilaterale wijziging zal echter niet altijd mogelijk of wenselijk zijn. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn als een product al jaren in ongewijzigde staat en/of in grote aantallen wordt verhandeld of beschikbaar is, verhandeld wordt buiten de invloed van de ontwikkelaar van het product, wereldwijd is of wordt aangeboden, onderhevig is aan voor de wederpartij voorheen geldende gunstige fiscale of toezichtrechtelijke regimes, anderszins voor de wederpartij een positieve waarde heeft, of als het product onderwerp is (geworden) van maatschappelijke discussie.

In dat geval kan de financiële onderneming die het product heeft ontwikkeld, overwegen om het product op eenzijdige (unilaterale) wijze aan te passen. Dit heeft echter de nodige voeten in de aarde, zoals ik hierna uiteen zal zetten. In principe, zoals hiervoor gezegd, kan een overeenkomst niet op eenzijdige wijze worden aangepast. Ik herhaal in dit kader nogmaals het onderscheid tussen een wijziging van een overeenkomst waarmee een fallback-bepaling wordt geïntroduceerd om te zijner tijd een alternatieve fallback te kiezen en een wijziging die direct leidt tot toepassing van een alternatieve benchmark. Ook wanneer wederpartijen een dergelijke procedure rechtsgeldig (bilateraal of eenzijdig) zijn overeengekomen, zouden vervolgens de toepassing ervan en de uiteindelijke overstap naar een alternatieve benchmark eveneens als een eenzijdige wijziging van het contract kunnen worden beschouwd.

Relevante factoren. Voor het al dan niet rechtsgeldig kunnen doorvoeren van een eenzijdige wijziging speelt mijns inziens een aantal factoren een rol. Daarbij wordt uitgegaan van het perspectief van een financiële onderneming die een eenzijdige wijziging overweegt ten aanzien van een wederpartij (al dan niet een klant). Deze factoren zullen invulling geven aan de feiten en omstandigheden die meestal een rol spelen bij de algemene civielrechtelijke normen die hierna worden besproken.

De eerste factor betreft de juridische grondslag voor de eenzijdige wijziging. Als uitgangspunt geldt dat een overeenkomst die niet voorziet in een rechtsgeldig overeengekomen grondslag voor een van de partijen om tot een (bepaalde) wijziging van de overeenkomst over te gaan, niet op eenzijdige wijze te wijzigen valt. Een overeenkomst zou echter kunnen voorzien in een generiek eenzijdig wijzigingsbeding, dat wil zeggen een wijzigingsbeding dat een van de partijen de gelegenheid biedt om (bepaalde) onderdelen van de overeenkomst aan te passen, maar dat niet specifiek is geschreven als een fallback-bepaling. Het andere uiterste betreft een gedetailleerde fallback-bepaling op grond waarvan een van de partijen en/of een aangewezen derde de bevoegdheid krijgen om binnen bepaalde kaders een alternatieve benchmark en andere noodzakelijke of wenselijke wijzigingen door te voeren.

De tweede factor betreft het type wederpartij. Een onderscheid kan grofweg worden gemaakt tussen een professionele marktpartij (denk aan een (andere) onder toezicht staande financiële onderneming), een niet-gereguleerde grote onderneming, een MKB-onderneming en een consument. Met name ten aanzien van de laatstgenoemde categorie, maar ook (in mindere mate) ten aanzien van de MKB-onderneming vergt het toepassen van een eenzijdig wijzigingsbeding grotere zorgvuldigheid dan ten aanzien van de eerdergenoemde categorieën. Daarbij speelt een rol in hoeverre de wederpartij ook een klant van de financiële onderneming betreft.

De derde factor betreft het resultaat van de fallback-bepaling. Voor de vraag of een fallback-bepaling geldig en afdwingbaar eenzijdig kan worden toegepast, zal het mijns inziens een wezenlijk verschil maken of de fallback-bepaling resulteert in een uitkomst die voordeliger of nadeliger, of geen van beide, is voor de andere partij bij de overeenkomst. Daarbij is ook relevant in hoeverre de partij die de fallback-bepaling uitvoert aansluiting zoekt bij hetgeen gebruikelijk is in de markt voor dat betreffende financiële product, en in hoeverre de alternatieve benchmark en eventuele verdere aanpassingen (zoals een marge ter compensatie van het verschil met de bestaande benchmark) conform aanbevelingen zijn vanuit werkgroepen, toezichthouders of andere relevante autoriteiten. Dat de alternatieve benchmark en de bestaande benchmark (voor zover nog gepubliceerd) in de toekomst een afwijkende ontwikkeling kunnen doormaken, zou aan de keuze voor een bepaalde aanbevolen en in de markt gebruikelijke alternatieve benchmark geen afbreuk moeten doen.

De vierde factor betreft het alternatief als de fallback-bepaling niet zou worden toegepast. Deze factor gaat in feite over de noodzakelijkheid van de fallback-bepaling. Relevant is allereerst dat de Benchmarkverordening van onder toezicht staande partijen vereist dat de relevante financiële producten over een fallback-bepaling beschikken. Bovendien vindt er de nodige druk vanuit toezichthouders plaats om de transitie te bewerkstelligen.[50] Het maakt daarbij echter wel een verschil in hoeverre de fallback-bepaling enkel voorziet in noodzakelijke wijzigingen of ook in wenselijke wijzigingen die al dan niet voor de partij die de fallback-bepaling inroept gunstig kunnen uitvallen. Zie ook de vorige factor. Daarnaast dient in het

50. Zie bijv. het recente persbericht van de FCA van 16 januari 2020, waarin zij tezamen met de Bank of England *market makers* en andere marktparticipanten aanmoedigt om renteswaps te baseren op SONIA in plaats van LIBOR.

 doi: 10.5553/MvV/157457672020030003001

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

kader van de noodzakelijkheid rekening te worden gehouden met het feit dat:

1. de waarde van het product substantieel kan veranderen door een gebeurtenis ten aanzien van de benchmark, zoals het verval van de benchmark of een materiële wijziging ervan;
2. een dergelijke gebeurtenis ook een impact kan hebben op andere, daarmee verband houdende producten (denk aan *hedges* of *funding*) die een of beide partijen hebben afgesloten;
3. het plaatsvinden van de gebeurtenis (in de regel) buiten de controle van de beide contractspartijen valt; en
4. zonder een keuze voor een alternatieve benchmark bij een of beide partijen de noodzaak kan ontstaan het financieel product vroegtijdig te beëindigen.

De hiervoor genoemde factoren spelen als gezegd een rol in het beantwoorden van de vraag of de eenzijdige implementatie en/of toepassing van een fallback-bepaling geldig en afdwingbaar is, doordat die factoren doorwerken in de veelal relevant geachte feiten en omstandigheden van het betreffende geval. Voor de geldigheid en afdwingbaarheid is met name van belang of de implementatie en/of toepassing van de fallback-bepaling (1) (on)redelijk of (on)billijk is, (2) onredelijk bezwarend kan worden geacht, (3) op grond van dwaling zou kunnen worden vernietigd, of (4) in strijd zou kunnen zijn met de bijzondere zorgplicht van een financiële onderneming. Die onderwerpen bespreek ik hierna. Ten slotte sta ik stil bij het gebruik van een 'piepbrief' (*negative consent*), waarbij de wederpartij een bepaalde periode wordt gegund tegen de aangekondigde wijziging te ageren of anders geacht wordt de wijziging te hebben aanvaard.

Redelijkheid en billijkheid. De rechtsgevolgen van een overeenkomst worden in principe bepaald door hetgeen daarin is overeengekomen. De vraag wat partijen zijn overeengekomen, kan echter niet slechts op grond van een taalkundige uitleg van de bewoordingen van de overeenkomst worden beantwoord. Het komt aan op de zin die partijen over en weer redelijkerwijs aan elkaars verklaringen en gedragingen mochten toekennen en op hetgeen zij te dien aanzien redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten; daarbij kan van belang zijn tot welke maatschappelijke kringen partijen behoren en welke rechtskennis van zodanige partijen kan worden verwacht (beter bekend als de Haviltex-maatstaf).[51]

Uit art. 6:248 lid 1 BW volgt echter dat een overeenkomst niet alleen de door partijen overeengekomen rechtsgevolgen heeft, maar ook die welke, naar de aard van de overeenkomst, uit de wet, de gewoonte of de eisen van redelijkheid en billijkheid voortvloeien. Dit betreft de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid. Art. 6:248 lid 2 BW bepaalt vervolgens dat een tussen partijen als gevolg van de overeenkomst geldende regel niet van toepassing is, voor zover dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn. Dit betreft de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid. De redelijkheid en billijkheid wordt gekenmerkt door een open karakter en de invulling ervan is sterk afhankelijk van de feiten en omstandigheden.[52] De rechtspraak biedt gelukkig enige handvatten.

Voor de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid geldt dat die niet onbeperkt is.[53] Er kan echter een beroep op worden gedaan wanneer er sprake is van een onredelijk bezwarend beding (waarover hierna meer).[54] Of een beroep op de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid mogelijk is, hangt af van verschillende omstandigheden, zoals de aard en de verdere inhoud van de overeenkomst, de maatschappelijke positie en onderlinge verhouding van partijen, de wijze waarop het beding tot stand is gekomen, en de mate waarin de wederpartij zich de strekking van het beding bewust is geweest.[55]

In het kader van de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid kan de Haviltex-maatstaf een rol spelen, niet alleen ten aanzien van de uitleg van hetgeen in de overeenkomst overeengekomen is, maar ook als de overeenkomst een leemte bevat.[56] Het gaat dan om de vraag welke zin partijen in de gegeven omstandigheden over en weer redelijkerwijs aan de bepalingen van de overeenkomst mochten toekennen, en wat zij redelijkerwijs van elkaar mochten verwachten.[57] Als een leemte wordt geconstateerd, kan die worden aangevuld door de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid.[58] Uit de redelijkheid en billijkheid kunnen, naargelang de aard van de overeenkomst, de belangen van de partijen en de omstandigheden van het geval verplichtingen voor een of beide partijen voortvloeien die niet expliciet uit de overeenkomst voortvloeien, zoals een verplichting tot het betalen van rente.[59]

51. HR 13 maart 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4158, NJ 1981/635 (Haviltex).

52. Zie over de redelijkheid & billijkheid ook o.m. de volgende naslagwerken: Vriend, in: GS Verbintenissenrecht, art. 6:248 BW; Asser/Sieburgh 6-III 2018/354-435; Jac. Hijma & M.M. Olthof, Compendium van het Nederlands vermogensrecht, Deventer: Wolters Kluwer 2017/31; Valk, in: T&C BW, art. 6:248 BW; H.N. Schelhaas, Redelijkheid en billijkheid (Mon. BW nr. A5), Deventer: Wolters Kluwer 2017.
53. Valk, in: T&C BW, art. 6:248 BW, aant. 4.
54. Zie o.a. HR 14 juni 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE0659, NJ 2003/112 (Bramer/Hofman Beheer).
55. Valk, in: T&C BW, art. 6:248 BW, noot 4. Zie ook HR 19 mei 1967, ECLI:NL:HR:1967:AC4745, NJ 1967/261 (Saladin/HBU), HR 20 februari 1976, ECLI:NL:HR:1976:AC5695, NJ 1976/486 (Pseudovogelpest) en HR 25 april 1986, ECLI:NL:HR:1986:AC9329, NJ 1986/714 (Kettingbeding Smilde).
56. Valk, in: T&C BW, art. 6:248 BW, aant. 2.
57. HR 9 december 2016, ECLI:NL:HR:2016:2821, NJ 2017/10, r.o. 4.1.1.
58. HR 14 juni 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ3749, NJ 2014/415 (Koersplandewegkwijt), r.o. 3.5.3.
59. Zie HR 16 december 1988, ECLI:NL:HR:1988:AD0546, NJ 1989/433 (Dela/Looren de Jong) en HR 15 april 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1340, NJ 1994/628 (Fakkert/Fakkert).

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

Ten slotte is noemenswaardig dat de Hoge Raad heeft bepaald dat de redelijkheid en billijkheid kan meebrengen dat commerciële partijen rekening dienen te houden met elkaars gerechtvaardigde belangen.[60]

Onredelijk bezwarende bedingen. Als een overeenkomst een eenzijdig wijzigingsbeding bevat, zal zo'n beding vaak onderdeel uitmaken van de algemene voorwaarden en zodoende onderhevig zijn aan de algemene-voorwaardenregeling uit afdeling 6.5.3 BW.[61] Dit betekent dat degene die de algemene voorwaarden in een overeenkomst gebruikt (de gebruiker), rekening dient te houden met art. 6:233 BW teneinde vernietigbaarheid van een of meerdere bedingen uit de algemene voorwaarden te voorkomen. Ik ga er hierna van uit dat de financiële onderneming de gebruiker betreft.

De eerste vernietigingsmogelijkheid ziet op de gevallen dat de gebruiker van de algemene voorwaarden de wederpartij niet een redelijke mogelijkheid heeft geboden om van de algemene voorwaarden kennis te nemen en daarmee niet heeft voldaan aan zijn informatieplicht uit hoofde van art. 6:233 onder b jo. art. 6:234 BW.[62] De tweede grond, opgenomen in art. 6:233 onder a BW, ziet op de inhoud van de algemene voorwaarden en bepaalt dat een beding vernietigbaar is indien het, gelet op de aard en de overige inhoud van de overeenkomst, de wijze waarop de voorwaarden tot stand zijn gekomen, de wederzijds kenbare belangen van partijen en de overige omstandigheden van het geval, onredelijk bezwarend is voor de wederpartij.

De vernietigingsmogelijkheden komen krachtens art. 6:235 lid 1 en 3 BW niet toe aan grote ondernemingen en ondernemingen die meermalen overeenkomsten sluiten waarop dezelfde of nagenoeg dezelfde algemene voorwaarden van toepassing zijn.[63] De vernietigingsmogelijkheden van afdeling 6.5.3 BW kunnen dus in beginsel alleen worden ingeroepen door consumenten en 'kleine' ondernemingen in Nederland. Grote ondernemingen kunnen mogelijk nog wel terugvallen op de zogenoemde reflexwerking. In de verhouding tot consumenten spelen ook art. 6:236 en 6:237 BW een belangrijke rol. Deze artikelen bevatten lijsten van bedingen die onredelijk bezwarend zijn (art. 6:236 BW; de zogenoemde zwarte lijst) of vermoed worden onredelijk bezwarend te zijn (art. 6:237 BW; de grijze lijst). Daarnaast is Richtlijn 93/13/EEG van de Raad van 5 april 1993 betreffende oneerlijke bedingen in consumentenovereenkomsten (hierna: de Richtlijn) van belang, in het bijzonder de in de bijlage daarbij opgenomen 'blauwe lijst'.[64]

De verplichting tot richtlijnconforme interpretatie brengt mee dat in het geval van een overeenkomst met consumenten, bij de uitleg van het bestanddeel 'onredelijk bezwarend' uit art. 6:233 onder a BW, rekening gehouden zal moeten worden met hetgeen in de Richtlijn is bepaald over oneerlijke bedingen.[65] Op grond van art. 3(1) van de Richtlijn wordt een beding in een overeenkomst waarover niet afzonderlijk is onderhandeld, als oneerlijk beschouwd indien het beding, in strijd met de goede trouw, het evenwicht tussen de uit de overeenkomst voortvloeiende rechten en verplichtingen van de partijen ten nadele van de consument aanzienlijk verstoort.[66] Art. 4(1) van de Richtlijn bepaalt vervolgens dat voor de beoordeling van het oneerlijke karakter van een beding in een overeenkomst alle omstandigheden rond de sluiting van de overeenkomst in aanmerking worden genomen, alsmede alle andere bedingen van de overeenkomst, rekening houdend met de aard van de goederen of diensten waarop de overeenkomst betrekking heeft. Het gaat daarbij om de omstandigheden op het moment waarop de overeenkomst is gesloten.[67] De Richtlijn schrijft ook voor dat bedingen steeds duidelijk en begrijpelijk zijn opgesteld (art. 5; het 'transparantievereiste').

Er is sprake van een aanzienlijke verstoring, indien het beding wijzigingen brengt in hetgeen anderszins volgens toepasselijke nationale regels tussen partijen zou gelden en de consument aldus in een juridisch minder gunstige positie plaatst. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn doordat het beding een extra verplichting oplegt.[68] Het Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJ EU) laat het aan de nationale rechter over om in het licht van de omstandigheden van het betrokken geval te onderzoeken of een specifiek beding oneerlijk is als in de Richtlijn bedoeld. Naar Nederlands recht vindt dit onderzoek plaats in het kader van art. 6:233 aanhef en onder a BW. Hieruit volgt als gezegd dat een beding in algemene voorwaarden vernietigbaar is, indien het, gelet op de aard en de overige inhoud van de overeenkomst, de wijze waarop de voorwaarden tot stand zijn gekomen, de wederzijds kenbare belangen van partijen en de overige omstandigheden van het geval, onrede-

60. HR 19 oktober 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7024, NJ 2007/565 (Vodafone/ETC), r.o. 3.5.
61. Algemene voorwaarden zijn een of meer bedingen die zijn opgesteld teneinde in een aantal overeenkomsten te worden opgenomen, met uitzondering van bedingen die de kern van de prestaties aangeven, voor zover deze laatstgenoemde bedingen duidelijk en begrijpelijk zijn geformuleerd (art. 6:231 onder a BW). Over de algemene-voorwaardenregeling is veel geschreven. Zie o.a. Asser/Sieburgh 6-III 2018, hoofdstuk 17; Jac. Hijma, Algemene voorwaarden (Mon. BW nr. B55), Deventer: Wolters Kluwer 2016; M.B.M. Loos, Algemene voorwaarden, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2013; H.N. Schelhaas, Algemene voorwaarden in handelstransacties, Deventer: Kluwer 2011; B. Wessels, R.H.C. Jongeneel & M.L. Hendrikse (red.), Algemene voorwaarden, Deventer: Kluwer 2010.
62. Zie verder art. 6:234 BW.
63. 'Grote ondernemingen' zijn, kort gezegd, ondernemingen die ten tijde van het sluiten van de overeenkomst laatstelijk hun jaarrekeningen openbaar hebben gemaakt en ondernemingen waar vijftig of meer personen werkzaam zijn.
64. Op 22 juli 2019 heeft de Europese Commissie een lezenswaardige mededeling gepubliceerd met daarin richtsnoeren om meer duidelijkheid te verschaffen over vraagstukken die zijn gerezen bij toepassing van de Richtlijn. Voor de Nederlandstalige versie, zie 2019/C 323/04.
65. Valk, in: T&C BW, art. 6:223 BW, aant. 2.
66. Valk, in: T&C BW, art. 6:223 BW, aant. 2 en HR 28 september 2018, ECLI:NL:HR:2018:1800, NJB 2018/1829 (AOV-polis), r.o. 3.8.1.
67. HR 28 september 2018, ECLI:NL:HR:2018:1800, NJB 2018/1829 (AOV-polis), r.o. 3.8.1.
68. HvJ EU 16 januari 2014, ECLI:EU:C:2014:10 (Constructora Principado), punt 23. Hijma 2016, nr. 25a.

 doi: 10.5553/MvV/157457672020030003001

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

lijk bezwarend is voor de wederpartij. Met betrekking tot de vraag in welke omstandigheden een aanzienlijke verstoring van het evenwicht in strijd met de goede trouw wordt veroorzaakt, dient de nationale rechter na te gaan of de gebruiker redelijkerwijs ervan kon uitgaan dat de consument een dergelijk beding zou aanvaarden indien daarover op eerlijke en billijke wijze afzonderlijk was onderhandeld.[69]

In de toepassing van voorgaand kader op eenzijdige wijzigingsbedingen is relevant dat een dergelijk beding niet voorkomt op de grijze en zwarte lijst. Een eenzijdig wijzigingsbeding staat wel op de 'blauwe lijst' uit de Richtlijn (zie de bijlage, punt 1.j), als zijnde een beding dat tot doel of tot gevolg heeft 'de verkoper te machtigen zonder geldige, in de overeenkomst vermelde reden eenzijdig de voorwaarden van de overeenkomst te wijzigen'. Volgens de Richtlijn (zie de bijlage, punt 2.b) staat dit echter

> 'niet in de weg aan bedingen waarbij de leverancier van financiële diensten zich het recht voorbehoudt de door of aan de consument te betalen rentevoet of het bedrag van alle andere op de financiële diensten betrekking hebbende lasten bij geldige reden zonder opzegtermijn te wijzigen, mits de verkoper verplicht wordt dit zo spoedig mogelijk ter kennis te brengen van de andere contracterende partij(en) en deze vrij is (zijn) onmiddellijk de overeenkomst op te zeggen'.

Hetzelfde geldt voor:

> 'bedingen waarbij de verkoper zich het recht voorbehoudt de voorwaarden van een overeenkomst voor onbepaalde tijd eenzijdig te wijzigen, mits hij verplicht is de consument daarvan redelijke tijd vooraf in kennis te stellen en het de laatste vrijstaat de overeenkomst te ontbinden'.

Tevens relevant is dat punt 1.j. überhaupt niet van toepassing is op transacties met betrekking tot financiële instrumenten en andere producten waarvan de prijs verband houdt met de fluctuaties van een beurskoers of een beursindex dan wel financiële marktkoersen waar de verkoper geen invloed op heeft.

Om onder een uitzondering te vallen zullen de voorwaarden voor die uitzondering onderdeel dienen uit te maken van de overeenkomst. Een wijzigingsbeding is dus alleen toelaatbaar als het voor de wijziging als zodanig een geldige reden verlangt. De redenen voor en de wijze van wijziging zullen echter ook buiten het kader van de blauwe lijst van bijzonder belang zijn voor de beoordeling van de oneerlijkheid.[70] Waar het om gaat, is of het beding voldoende verzekert dat de consument in geval van een wijziging tijdig over de informatie kan beschikken die hij nodig heeft om op de meest geëigende wijze op zijn nieuwe situatie te reageren.[71]

Een beding dat voorkomt op de blauwe lijst is overigens niet noodzakelijkerwijs oneerlijk, het vormt enkel een indicatie.[72] Ook andersom geldt dat een beding dat niet op de blauwe lijst voorkomt of daarvan is uitgezonderd, niet per se eerlijk is. Met betrekking tot ieder beding zal moeten worden nagegaan of het in de context een aanzienlijke en ongerechtvaardigde verstoring oplevert van het evenwicht ten nadele van de consument tussen de uit de overeenkomst voortvloeiende rechten en verplichtingen van partijen en deze verstoring in strijd met de goede trouw is. Dit moet worden vastgesteld aan de hand van alle relevante omstandigheden van het geval, waaronder de aard en de overige inhoud van de overeenkomst, de wijze waarop de voorwaarden tot stand zijn gekomen, de wederzijds kenbare belangen van partijen en het kennelijke doel van de wijzigingsbevoegdheid, aldus de Hoge Raad in een recent arrest over een wijziging in de opslag op de rente bij een hypothecaire EURIBOR-geldlening.[73] Een relevante omstandigheid betreft bijvoorbeeld of de wederpartij de mogelijkheid heeft de overeenkomst (zonder boete) op te zeggen (vergelijk de hiervoor genoemde uitzondering uit de blauwe lijst).

Daarbij speelt een belangrijke rol of het beding duidelijk en begrijpelijk is opgesteld, conform het transparantievereiste en art. 6:238 lid 2 BW. Beslissend is of de bedingen duidelijk en begrijpelijk zijn geformuleerd voor een normaal geïnformeerde en redelijk omzichtige en oplettende consument. De overeenkomst dient de concrete werking van het mechanisme waarop het betrokken beding betrekking heeft en, in voorkomend geval, de verhouding tussen dit mechanisme en het mechanisme dat is voorgeschreven door andere bedingen, op een transparante wijze uiteen te zetten, zodat de consument op basis van duidelijke en begrijpelijke criteria de economische gevolgen die voor hem uit de overeenkomst voortvloeien, kan inschatten.[74] Het enkele gebrek aan transparantie van een beding kan leiden tot het oordeel dat het beding oneerlijk is.[75]

Ten slotte, hoewel de nadruk in zowel het BW als de Richtlijn op consumenten ligt, wordt aangenomen dat aan de lijsten ook enige reflexwerking kan toekomen in een rechtsverhouding tussen twee professionele partijen (niet-consumenten), waarbij een niet-consument aanspraak kan maken op een aan-

69. HvJ EU 14 maart 2013, C-415/11, ECLI:EU:C:2013:164 (Aziz/Catalunyacaixa), punt 69.
70. HvJ EU 26 april 2012, C-472/10, ECLI:EU:C:2012:242 (Nemzeti/Invitel), punt 31.
71. HvJ EU 21 maart 2013, C-92/11, ECLI:EU:C:2013:180 (RWE Vertrieb/Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen), punt 53.
72. HR 29 april 2016, ECLI:NL:HR:2016:769, NJ 2018/41, r.o. 5.1.6.
73. HR 22 november 2019, ECLI:NL:HR:2019:1830, NJB 2019/2626.
74. Zie o.m. HvJ EU 20 september 2017, C-186/16, ECLI:EU:C:2017:703 (Andriciuc/Banca Românească), punten 44-48.
75. HvJ EU 28 juli 2016, C-191/15, ECLI:EU:C:2016:612 (Verein für Konsumenteninformation/Amazon), punt 68.

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

tal van de beschermingsregels.[76] Volgens Hijma legt de reflexwerking minder gewicht in de schaal naarmate de afstand tot de consumentensituatie groter wordt.[77]

Dwaling. Een overeenkomst die tot stand is gekomen onder invloed van dwaling en bij een juiste voorstelling van zaken niet zou zijn gesloten, is vernietigbaar, aldus art. 6:228 BW, indien

a. de dwaling te wijten is aan een inlichting van de wederpartij, tenzij deze mocht aannemen dat de overeenkomst ook zonder deze inlichting zou worden gesloten;
b. de wederpartij in verband met hetgeen zij omtrent de dwaling wist of behoorde te weten, de dwalende had behoren in te lichten;
c. de wederpartij bij het sluiten van de overeenkomst van dezelfde onjuiste veronderstelling als de dwalende is uitgegaan, tenzij zij ook bij een juiste voorstelling van zaken niet had behoeven te begrijpen dat de dwalende daardoor van het sluiten van de overeenkomst zou worden afgehouden.[78]

Een dwaling kan niet uitsluitend op een toekomstige omstandigheid berusten of op een omstandigheid die in verband met de aard van de overeenkomst, de in het verkeer geldende opvattingen of de omstandigheden van het geval voor rekening van de dwalende behoort te blijven. Als het een uitsluitend toekomstige omstandigheid betreft, zou een beroep op onvoorziene omstandigheden mogelijk kunnen zijn (art. 6:258 BW; waarover hierna meer).

Uit rechtspraak van de Hoge Raad volgt dat in het algemeen op een financiële onderneming die een financieel product (of dienst) aanbiedt aan een wederpartij die daarover geen specifieke deskundigheid heeft of mag worden verondersteld te hebben, een mededelingsplicht zal rusten om redelijkerwijs te voorkomen dat die wederpartij de overeenkomst aangaat onder invloed van een onjuiste voorstelling van zaken. De aanbieder moet inlichtingen verschaffen die voldoende duidelijk zijn om te bewerkstelligen dat de wederpartij tijdig inzicht kan krijgen in de wezenlijke kenmerken van dat product. De precieze omvang en inhoud van deze mededelingsplicht zijn afhankelijk van de omstandigheden van het geval.[79]

Zorgplicht. In het algemeen rust op een financiële onderneming ook een zorgplicht. Niet alleen het publiekrecht kent zorgplichtbepalingen (zoals art. 4:24a en 4:25 Wft), maar ook uit civielrechtelijke bepalingen vloeit een zorgplicht voort.[80] Zo kan de relatie tussen een financiële onderneming en haar klant als een overeenkomst van opdracht (art. 7:400 BW) kwalificeren, hetgeen betekent dat de financiële onderneming de zorg van een goed opdrachtnemer in acht moet nemen (art. 7:401 BW). Daarnaast kan een zorgplicht worden gegrond op de redelijkheid en billijkheid. Als grondslag van de zorgplicht voor banken kan ook art. 2(1) van de Algemene Bankvoorwaarden (ABV) worden genoemd, waarin staat: 'Wij zijn bij onze dienstverlening zorgvuldig en houden hierbij zo goed mogelijk rekening met uw belangen (...).'

In de rechtspraak heeft zich met name ten aanzien van banken een bijzondere zorgplicht ontwikkeld. Volgens vaste rechtspraak vloeit deze zorgplicht voort uit de bijzondere functie die de bank in het maatschappelijk verkeer vervult, waar zij als bij uitstek deskundig te achten professionele financiële dienstverlener bij het publiek een bepaald vertrouwen geniet.[81] De invulling en reikwijdte van de zorgplicht zijn mede afhankelijk van de omstandigheden van ieder geval. Factoren die daarbij een rol spelen, zijn de aard en complexiteit van het product, de aard van de dienstverlening en de omstandigheden en achtergronden van de klant (bijvoorbeeld beleggingservaring). Twee belangrijke vereisten die uit de zorgplicht voortvloeien, zijn dat de aan de klant verstrekte informatie volledig, juist en niet misleidend moet zijn en dat de financiële onderneming zich voldoende in de financiële positie, doelstellingen en beleggingswensen van de klant moet verdiepen om tot een adequate

76. Er is veel geschreven over de reflexwerking. Zonder uitputtend te willen zijn, zie o.m. A.G. Castermans, Misleidende omissie bij het aangaan van overeenkomsten, MvV 2011, afl. 7/8, p. 105-106; R.H.C. Jongendeel & B. Wessels, Ondernemingen en algemene voorwaarden, VA (7) 2010, afl. 2, p. 21; Loos 2013/399 e.v.; J.H.M. Spanjaard, Reflecteren op reflexwerking: een pleidooi voor wettelijke bescherming van klanten van banken, ORP 2017, afl. 3, p. 20-24; Hijma 2016.
77. Hijma 2016, nr. 31.
78. Er bestaat veel literatuur over dwaling. Zie o.a. de volgende kernliteratuur: Asser/Sieburgh 6-III 2018, hoofdstuk 8.2; Hijma, in: GS Verbintenissenrecht, art. 6:228 BW; C.C. van Dam, in: Jac. Hijma e.a., Rechtshandeling en overeenkomst, Deventer: Wolters Kluwer 2019/158-176; M.A.B. Chao-Duivis, Dwaling bij de totstandkoming van de overeenkomst (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 1996; A.G. Castermans, De mededelingsplicht in de onderhandelingsfase (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 1992; M.Y. Schaub, Wilsgebreken (Mon. BW nr. B3), Deventer: Wolters Kluwer 2015.
79. Zie o.m. HR 4 oktober 2019, ECLI:NL:HR:2019:1499, NJB 2019/2115, r.o. 4.2.1, HR 4 oktober 2019, ECLI:NL:HR:2019:1500, NJB 2019/2116, r.o. 4.2.2, HR 28 juni 2019, ECLI:NL:HR:2019:1046, NJB 2019/1565, r.o. 3.5.2-3.5.4 en HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (De Treek/Dexia), r.o. 4.4.4-4.4.5.
80. Over de zorgplicht van financiële ondernemingen bestaat ontzettend veel literatuur. Een kleine greep uit het ruime aanbod: S.B. van Baalen, Zorgplichten in de effectenhandel (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 2006; T.F.E. Tjong Tjin Tai, Zorgplichten en zorgethiek (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2006; A.H. Scheltema & M. Scheltema, Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 101), Deventer: Kluwer 2009; D. Busch, C.J.M. Klaassen & T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Deventer: Kluwer 2013; R.E. van Esch (red.), De belangen van de klant en de bank, Deventer: Den Hollander 2012; Caria, in: GS Onrechtmatige daad VI.4; Asser/De Serière 2-IV 2018.
81. Zie o.m. HR 23 mei 1997, ECLI:NL:HR:1997:AG7238, NJ 1998/192 (Rabo/Everaars); HR 26 juni 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2686, NJ 1998/660 (Van de Klundert/Rabobank); HR 11 juli 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF7419, NJ 2005/103 (Van Zuylen/Rabo Schaijk-Reek); HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (De Treek/Dexia), r.o. 4.4.5 en 4.8.4; HR 15 augustus 2015, ECLI:NL:HR:2015:2191, NJ 2016/107, r.o. 3.3.3; HR 14 december 2018, ECLI:NL:HR:2018:2298, NJ 2019/184 (Hypinvest), r.o. 3.4.2.

 doi: 10.5553/MvV/157457672020030003001

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

dienstverlening te kunnen komen.[82] Uit de zorgplicht vloeit ook een waarschuwingsplicht voort, die ertoe dient te strekken de wederpartij te beschermen tegen de gevaren van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. Deze waarschuwingsplicht moet worden onderscheiden van de hiervoor beschreven mededelingsplicht, die een rol speelt bij dwaling.[83] Schending van de zorgplicht kan een grondslag zijn voor een vordering tot schadevergoeding uit hoofde van wanprestatie of onrechtmatige daad.

Piepbrief. Hiervoor ging het over de civielrechtelijke aandachtspunten bij een eenzijdige wijziging van de overeenkomst. Het moge duidelijk zijn dat daar de nodige haken en ogen aan zitten. In de praktijk plegen financiële ondernemingen hun rechtspositie te verbeteren door gebruik te maken van de zogenoemde 'piepbrief', ook wel bekend als *negative consent*. Dit wil zeggen dat een financiële onderneming middels een brief aan de klant of andere wederpartij een (eenzijdige) wijziging aankondigt, en daarbij een termijn stelt (vaak twee tot drie weken) voor de wederpartij om te laten blijken het met de wijziging oneens te zijn, waarbij de wederpartij anders geacht wordt met de wijziging akkoord te zijn. In feite wordt hiermee geprobeerd wilsovereenstemming en dus een bilaterale wijziging te bereiken. De vraag is of dit rechtens mogelijk is.

De Hoge Raad oordeelde hierover in een zaak tussen twee ondernemingen:

> 'Of de inhoud van een tussen twee partijen bestaande overeenkomst gewijzigd kan worden door een daartoe strekkende mededeling van de ene partij aan de andere in samenhang met het uitblijven van een reactie van de andere partij daarop, hangt hiervan af, of de partij die de mededeling deed, mocht vertrouwen dat hij het uitblijven van een reactie kon opvatten als een blijk van instemming. Zulks hangt af van de inhoud van de mededeling, de wijze waarop partijen verder aan hun contractuele relatie vorm hebben gegeven, en de overige omstandigheden van het geval, zoals de verdere inhoud van de brief waarin de mededeling werd gedaan, en de aanleiding voor het doen van de mededeling.'[84]

In het geval in kwestie overwoog de Hoge Raad:

> '[H]et enkele ontbreken van een reactie van de wederpartij op de mededeling [is] onvoldoende grond om aan te nemen dat de overeenkomst tussen partijen gewijzigd is in overeenstemming met de inhoud van de mededeling.'[85]

Zo kan het gebruik van een piepbrief om een (onderdeel van de) overeenkomst te wijzigen, als in die overeenkomst expliciet staat dat schriftelijke toestemming voor een dergelijke wijziging noodzakelijk is, onvoldoende zijn om de wijziging te bewerkstelligen.[86] Het in de overeenkomst hebben vastgelegd van de mogelijkheid om een wijziging van de overeenkomst via een piepbrief te bewerkstelligen, zal een belangrijke factor zijn in de beoordeling van de rechtsgeldigheid van het piepsysteem.[87] Uit de door de Hoge Raad geformuleerde omstandigheden kan verder worden afgeleid dat het de rechtsgeldigheid van een piepbrief ten goede zou komen als de inhoud van de mededeling geen nadelen voor de wederpartij meebrengt[88] en als de reden voor de mededeling objectief van aard is.[89]

Het gebruik van een piepbrief kent dus mogelijk enige rechtsonzekerheid. Juridisch gezien gaat de voorkeur uit naar een vorm van wilsovereenstemming (zoals een handtekening). Daarmee worden latere discussies bij voorbaat in de kiem gesmoord. Er kunnen echter operationele redenen zijn, bijvoorbeeld het aantal wederpartijen en de aard van de wederpartijen waarop de wijziging zou moeten zien, om toch voor deze constructie te kiezen.[90] Ook commerciële redenen zijn denkbaar. Dat zouden mijns inziens ook omstandigheden zijn die bij de rechtsgeldigheidstoets zouden moeten worden meegewogen. Denk bijvoorbeeld aan het op hetzelfde moment moeten aanpassen van tientallen overeenkomsten met consumenten en andere niet-professionele klanten. Het activeren van consumenten – dat wil zeggen het informeren van de klant over een bepaalde handeling en het bewegen van de klant daarin een keuze te maken – in de financiële sector is lastig, zelfs als de betreffende actie in het voordeel zou zijn van de klant.[91] In dergelijke en vergelijkbare gevallen kan het ondoenlijk zijn voor de financiële onderneming met iedere klant een bilaterale wijziging overeen te komen door van iedere klant een handtekening te vereisen.

Vanzelfsprekend dient bij het gebruik van de piepbrief wel te worden overwogen hoe zal worden omgegaan met een klant die tegen de wijziging ageert. Een financiële onderneming doet

82. L.J. Silverentand & F.W.J. van der Eerden (red.), Hoofdlijnen Wft (Recht en Praktijk, nr. FR6), Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 1.8.3.
83. Zie o.m. HR 4 oktober 2019, ECLI:NL:HR:2019:1499, r.o. 4.2.1.
84. HR 4 februari 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA4732, NJ 2000/258 (Kinheim/Pelders), r.o. 3.3.3.
85. HR 4 februari 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA4732, NJ 2000/258 (Kinheim/Pelders), r.o. 3.3.3.
86. Vgl. Rb. Noord-Holland 9 juni 2015, ECLI:NL:RBNHO:2015:4709, r.o. 4.6. Zie ook T.H.D. Struycken & B.W. Wijnstekers, De bijzondere bevoegdheden van een hypotheekhouder, FIP 2016/52.
87. Vgl. art. 7:517 lid 2 BW, op grond van waarvan de wijziging van een raamovereenkomst voor betaaldiensten via een piepbrief mogelijk is indien de toepassing van een piepbrief is overeengekomen. Zie ook Rank, in: T&C BW, art. 7:517 BW, aant. 2.
88. Als de beoogde wijzigingen die worden meegedeeld wel nadelen (zouden kunnen) meebrengen, doet de gebruiker van het piepsysteem er – met het oog op het overeind houden van de piepbrief – verstandig aan ook die nadelen in de brief te belichten.
89. Een objectieve reden zouden bijv. kunnen zijn een wijziging in wet- of regelgeving, een uit wet- of regelgeving voortvloeiende verplichting of een marktomstandigheid die buiten de (directe) controle van partijen valt.
90. Zie ook W.A.K. Rank & S. Uiterwijk, Verbod op FZO tot overdracht onder MiFID II: van zekerheidseigendom naar pandrecht?, FR 2018, afl. 1/2, p. 39-46.
91. Aldus ook de AFM in haar rapport 'Experimenteren: samen leren activeren', gepubliceerd op 12 februari 2018.

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

er echter goed aan hier ook over na te denken als de eenzijdige wijziging wordt aangekondigd zonder piepsysteem.

Rechterlijke wijziging

Als noch een bilaterale, noch een eenzijdige wijziging mogelijk is, dan resteert nog de optie om via de rechter een wijziging trachten te bewerkstelligen. De rechter kan namelijk op verzoek van een van de partijen de gevolgen van de overeenkomst wijzigen of deze geheel of gedeeltelijk ontbinden.[92] Daarvoor is allereerst vereist dat er sprake is van een omstandigheid die onvoorzien is, waarvan sprake is als (1) de omstandigheid op het moment dat de overeenkomst werd gesloten in de toekomst lag, en (2) partijen niet in het intreden van die omstandigheid hebben voorzien.[93] De term onvoorzien heeft in het kader van het tweede vereiste geen betrekking op de vraag wat voorzienbaar was voor partijen, maar uitsluitend op de vraag of de omstandigheden waren verdisconteerd.[94]

Bovendien moet de omstandigheid van dien aard zijn dat ongewijzigde voortzetting van de overeenkomst naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid niet verwacht mag worden van de partij die het verzoek doet. In de wetsgeschiedenis wordt benadrukt dat niet de inhoud maar de nakoming van de overeenkomst dient te worden getoetst aan de maatstaven van redelijkheid en billijkheid.[95] De Hoge Raad heeft echter bepaald dat de redelijkheid en billijkheid in de eerste plaats trouw aan het gegeven woord verlangt en dat afwijking slechts bij hoge uitzondering wordt toegestaan. Hieruit volgt dat de rechter terughoudendheid dient te betrachten bij de beoordeling van de vraag of een wederpartij naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid geen instandhouding van de contractuele rechtsverhouding kan verwachten.[96]

Een wijziging of ontbinding zal niet worden uitgesproken voor zover de omstandigheden krachtens (a) de aard van de overeenkomst of (b) de in het verkeer geldende opvattingen voor rekening komen van degene die zich erop beroept.[97] Indien immers de omstandigheden krachtens de aard van de overeenkomst of de in het verkeer geldende opvattingen voor rekening komen van diegene die zich erop beroept, is een wijziging of ontbinding niet in overeenstemming met de redelijkheid en billijkheid.[98]

Als aan de hiervoor genoemde voorwaarden van art. 6:258 BW is voldaan, kan de rechter de gevolgen van de overeenkomst wijzigen of de overeenkomst geheel of gedeeltelijk ontbinden. De rechter kan aan de wijziging of ontbinding voorwaarden verbinden. Voorbeelden hiervan zijn het betalen van een schadeloosstelling of het verminderen van de tegenprestatie.[99] De rechter kan ook voorzien in terugwerkende kracht. Uiteindelijk zal het vonnis de nieuwe rechtstoestand tot stand doen komen.

Art. 6:258 BW is een specialis van de hiervoor besproken derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid op grond van art. 6:248 lid 2 BW.[100] Het kunnen doen van een beroep op het ene artikel sluit een beroep op het andere artikel niet uit.[101] Een verschil tussen die artikelen is wel dat de redelijkheid en billijkheid van art. 6:248 BW zonder erkenning of vaststelling door de rechter werkt, terwijl de redelijkheid en billijkheid van art. 6:258 BW enkel met tussenkomst van de rechter kan worden toegepast.[102]

Overeenkomsten kunnen ook zogenoemde *hardship*-clausules bevatten, zijnde clausules die contractspartijen ertoe verplichten om, zodra zich een (ingrijpende) verandering van omstandigheden voordoet, te goeder trouw met elkaar te onderhandelen met het oog op een voor beide partijen acceptabele aanpassing van het contract.[103] Een dergelijke clausule lijkt een beroep op art. 6:258 BW te kunnen beperken indien in de clausule bepaalde omstandigheden zijn geformuleerd, waardoor deze omstandigheden niet meer 'onvoorzien' zijn in de zin van art. 6:258 BW, omdat deze reeds in de overeenkomst zijn verdisconteerd.

5.3 Opzegging

Als geen van de hiervoor genoemde wijzigingsgronden uitkomst biedt, rijst de vraag of de overeenkomst kan worden opgezegd. Het BW kent geen algemene regeling voor opzegging, waardoor opzegging een beding in de overeenkomst vereist of dient voort te vloeien uit de redelijkheid en billijk-

92. Art. 6:258 BW.
93. Valk, in: T&C BW, art. 6:258 BW en Parl. Gesch. BW Boek 6, p. 973. In het vereiste van toekomstigheid zit een kenmerkend verschil tussen art. 6:258 BW en de dwaling op grond van art. 6:228 BW. Bij dwaling gaat het juist om omstandigheden die niet meer toekomstig waren op het moment dat werd gedwaald. In de parlementaire geschiedenis wordt opgemerkt dat er een grensgebied bestaat waarin een beroep op beide artikelen kan worden gedaan. Dit wordt ook bevestigd in HR 28 november 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2509, NJ 1998/659 (Luycks/Kroonenberg), r.o. 3.5-3.6. Zie over art. 6:258 BW o.m. ook Asser/Sieburgh 6-III 2018/436-457 en W.L. Valk, in Jac. Hijma e.a., Rechtshandeling en overeenkomst, Deventer: Kluwer 2016/285 e.v.
94. De gevallen waarin omstandigheden op het moment van het sluiten van de overeenkomst niet toekomstig waren, worden beheerst door de dwaling krachtens art. 6:228 BW.
95. Kamerstukken II 1975/76, 7729, nr. 6, p. 228 (MvA).
96. HR 20 februari 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2587, NJ 1998/493 (Briljant Schreuders/ABP), r.o. 4.3.2.
97. Art. 6:258 lid 2 BW.
98. Valk, in: T&C BW, art. 6:258 BW, aant. 2.
99. Valk, in: T&C BW, art. 6:258 BW, aant. 3.
100. MvA II, Parl. Gesch. BW Boek 6, p. 973-974. Zie ook Bakker, in: GS Verbintenissenrecht, art. 6:258 BW, par. 2.2.1, waarin wordt beschreven dat er ook auteurs zijn die hebben betoogd dat art. 6:258 BW geen *lex specialis* maar een *lex suppleta* is ten opzichte van art. 6:248 BW.
101. HR 25 juni 1999, ECLI:NL:HR:1999:AD3069, NJ 1999/602 (VvE/CSM).
102. J.M. van Dunné, Verbintenissenrecht, deel 1, Deventer: Kluwer 2004, par. 4.
103. Zie ook Bakker, in: GS Verbintenissenrecht, art. 6:258 BW, par. 1.6.2.

 doi: 10.5553/MvV/157457672020030003001

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

heid.[104] Soms vloeit een opzeggingsbevoegdheid (wel) voort uit de wet, zoals bij een overeenkomst van opdracht.[105]

De overeenkomst zou kunnen voorzien in een recht voor een of beide partijen om de overeenkomst, al dan niet onder bepaalde voorwaarden, op te zeggen. Zo kennen de ABV een paar opzeggingsbepalingen, zie art. 27 en 35. Als de financiële onderneming van dit recht gebruik wenst te maken, dient zij wel rekening te houden met de beperkingen die uit een bijzondere zorgplicht jegens de klant of andere wederpartij kunnen voortvloeien. Ondanks een contractuele opzeggingsmogelijkheid zou de uitoefening daarvan (daardoor) alsnog in strijd kunnen komen met de redelijkheid en billijkheid.[106]

Als de overeenkomst niet in een opzeggingsgrond voorziet, biedt de redelijkheid en billijkheid mogelijk nog uitkomst. Er wordt daarbij een onderscheid gemaakt tussen duurovereenkomsten – zijnde overeenkomsten waaruit voortdurende of telkens terugkerende rechten en verplichtingen voortvloeien[107] – van bepaalde en onbepaalde tijd. Duurovereenkomsten voor bepaalde tijd kunnen in beginsel niet tussentijds door opzegging worden beëindigd, tenzij zich onvoorziene omstandigheden voordoen, die niet voor rekening komen van de partij die opzegt en die van zo ernstige aard zijn dat de wederpartij naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid instandhouding van de overeenkomst tot de afgesproken einddatum niet mag verwachten.[108] In de jurisprudentie is bepaald dat een duurovereenkomst die voor onbepaalde tijd is gesloten – en waarbij wet en overeenkomst niet voorzien in een regeling voor opzegging – in beginsel wel opzegbaar is.[109] De eisen van de redelijkheid en billijkheid kunnen echter meebrengen dat dit slechts mogelijk is indien een voldoende zwaarwegende grond voor opzegging bestaat, dat er een bepaalde opzegtermijn in acht genomen dient te worden,[110] of dat de opzegging gepaard gaat met het aanbod tot betaling van een (schade)vergoeding.[111] In een dergelijk geval is opzeggen mogelijk zonder dat er sprake is van een tekortkoming, wilsgebrek of onvoorziene omstandigheid.

104. Vriend, in: GS Verbintenissenrecht, art. 6:248 BW, par. 5.1. Zie over opzegging op grond van de redelijkheid en billijkheid o.m. ook Asser/Sieburgh 6-III 2018/408-409; Schelhaas 2017; A. Hammerstein & J.B.M. Vranken, Beëindigen en wijzigen van overeenkomsten. Een horizontale vergelijking (Mon. Nieuw BW nr. A10), Deventer: Kluwer 2003, nr. 14 en 16.
105. Art. 7:408 BW
106. Zie bijv. HR 10 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:2929, NJ 2015/70 (ING/De Keijzer Beheer).
107. Valk, in: T&C BW, art. 6:248 BW, noot 5.
108. HR 21 oktober 1988, ECLI:NL:HR:1988:AD0483, NJ 1990/439 (Mondia/Calanda). Vgl. art. 6:258 BW.
109. HR 3 december 1999, ECLI:NL:HR:1999:AA3821, NJ 2000/120 (Latour/De Bruijn). Zie ook P.J.L. Tjittes, Spoediger wijziging van commerciële duurcontracten, Contracteren 2012, afl. 3, p. 96.
110. HR 28 oktober 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ9854, NJ 2012/685 (Gemeente De Ronde Venen/Stedin) en HR 21 april 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZC1706, NJ 1995/437 (Kakkenberg/Kakkenberg).
111. HR 28 oktober 2011, ECLI:NL:HR:2011:BQ9854, NJ 2012/685 (Gemeente De Ronde Venen/Stedin), r.o. 3.5.1.

6 Toepassing op de benchmarktransitie

De hiervoor besproken civielrechtelijke aandachtspunten zijn generiek van aard en worden ingevuld aan de hand van de feiten en omstandigheden van het geval. Dat brengt mee dat er geen eenduidig antwoord lijkt te zijn op de vraag wanneer de implementatie en/of toepassing van een fallback-bepaling geldig en afdwingbaar zullen zijn. Uit de generieke normen zou echter het volgende kunnen worden gedestilleerd.

Een financiële onderneming staat allereerst voor de keuze of zij via bilaterale, eenzijdige of rechterlijke wijziging de overeenkomst die ten grondslag ligt aan een product wenst te wijzigen ter voorbereiding op de benchmarktransitie.

Als een bilaterale wijziging ter implementatie en toepassing van een fallback-bepaling tot de mogelijkheden behoort, dan lijkt de financiële onderneming daarmee de meest rechtszekere weg te bewandelen. Om het risico van dwaling aan de zijde van de klant (wederpartij) te mitigeren, dient de financiële onderneming zich aan haar mededelingsplicht te houden. Dit betekent dat zij informatie aan de klant moet verstrekken waaruit volgt wat de kenmerken en risico's zijn van de (toepassing van de) fallback-bepaling. Het dwalingsrisico speelt met name in verhouding tot een consument of een MKB-onderneming, maar kan niet worden uitgesloten ten aanzien van andere clienten.

Een bilaterale wijziging – ten tijde van de implementatie en/of toepassing van een fallback-bepaling – zal echter niet altijd een voor de financiële onderneming realistische of wenselijke mogelijkheid zijn. Dan rijst de vraag in hoeverre een eenzijdige wijziging in een of beide van die situaties tot de mogelijkheden behoort. Als een contractueel wijzigingsbeding ontbreekt, resteert een beroep op de redelijkheid en billijkheid. Dat levert de nodige rechtsonzekerheid op. De financiële onderneming staat er beter voor als zij reeds over een eenzijdig wijzigingsbeding in de overeenkomst beschikt. In het licht van de algemene-voorwaardenregeling betreft het idealiter een wijzigingsbeding dat specifiek geschreven is voor de benchmarktransitie en dat wordt ingeroepen zodra er een zwaarwegende reden bestaat om dat te doen. Dat zal mijns inziens – onder meer – het geval zijn zodra de bestaande benchmark niet meer beschikbaar is of als die niet meer representatief wordt geacht. Daarbij zou er ruimte moeten zijn voor de financiële onderneming om op een dergelijke gebeurtenis te anticiperen, door bijvoorbeeld de fallback-bepaling reeds in werking te stellen zodra een toezichthouder of de beheerder heeft aangekondigd dat de benchmark op een bepaalde datum komt te vervallen of niet meer representatief zal zijn. Het risico op dwaling kan door de financiële onderneming worden ingeperkt door informatie te verstrekken over de werking van de fallback-bepaling en mogelijke uitkomsten ervan.

In alle gevallen, ook in het licht van de zorgplicht die in het algemeen op een financiële onderneming rust en de rechtmatigheid van de fallback-bepaling, zullen de geldigheid en

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

afdwingbaarheid van de fallback-bepaling afhangen van de uiteindelijke toepassing ervan door de financiële onderneming. Een fallback-bepaling die er op eenzijdige wijze toe leidt dat een klant (wederpartij) in een nadeligere positie geraakt dan daaraan voorafgaande, staat bloot aan het risico dat de fallback-bepaling, althans de uitkomst ervan als onredelijk of onbillijk wordt beschouwd. Dit risico kan worden gemitigeerd door middels de fallback-bepaling alleen noodzakelijke wijzigingen aan te brengen. Idealiter wordt daarbij aangesloten bij hetgeen in de markt gebruikelijk is en/of door een toezichthouder of andere autoriteit is aanbevolen, en wordt de wederpartij niet in een nadeligere positie gebracht. Kortom, de alternatieve benchmark en de eventuele marge om het verschil met de bestaande benchmark te overbruggen, moeten op het moment dat de transitie wordt geeffectueerd zo veel als mogelijk de eerder geldende rente evenaren. Dat de alternatieve benchmark en de bestaande benchmark (voor zover nog gepubliceerd) in de toekomst een afwijkende ontwikkeling kunnen doormaken, zou als eerder gezegd aan de keuze voor een aanbevolen en in de markt gebruikelijke alternatieve benchmark geen afbreuk moeten doen. Of de klant een (boetevrije) opzeggingsmogelijkheid heeft, zal in het kader van voorgaande worden meegewogen.

Een hybride vorm van wijziging betreft het piepsysteem, waarbij de financiële onderneming op eenzijdige wijze streeft naar een bilaterale wijziging. De benchmarktransitie kan tot gevolg hebben dat de financiële onderneming grote aantallen gelijkluidende overeenkomsten tegelijkertijd zal moeten aanpassen. Het piepsysteem kan een middel zijn om dat doel te bereiken. De rechtsgeldigheid ervan zal afhangen van verschillende factoren, waaronder (1) de eventueel bestaande afspraken over het kunnen doorvoeren van wijzigingen in de overeenkomsten, (2) de wijze waarop eerder wijzigingen in de betreffende overeenkomsten zijn doorgevoerd, (3) de eerdere communicatie over de wijzigingen en gevolgen ervan en, vanzelfsprekend, (4) de aard en gevolgen van de wijzigingen die de financiële onderneming wenst door te voeren (zie de voorgaande twee paragrafen).

Als noch de bilaterale wijziging, noch de eenzijdige wijziging tot de mogelijkheden behoort, of nadien met succes is aangevochten door de wederpartij, zou de financiële onderneming kunnen overwegen de overeenkomst die aan het betreffende financieel product ten grondslag ligt via de rechter te laten wijzigen op grond van onvoorziene omstandigheden. Het is niet ondenkbaar dat ook een rechter in zo'n geval aansluiting zal zoeken bij hetgeen in de markt gebruikelijk is en/of door een toezichthouder of andere autoriteit is aanbevolen. Een beroep op onvoorziene omstandigheden zou een kans van slagen moeten hebben, in het bijzonder wanneer de overeenkomst waarvan sprake is, is gesloten voordat de benchmarktransitie vorm begon te krijgen. Voor overeenkomsten die recent zijn gesloten, bestaat een risico dat het feit dat partijen niet in een regeling hebben voorzien, geacht wordt voor rekening van de financiële onderneming te komen.

Een gang naar de rechter kan om verschillende redenen onwenselijk zijn. Dan resteert de optie van buitengerechtelijke opzegging. Daarvoor is allereerst relevant of een opzeggingsbevoegdheid contractueel is overeengekomen. Vaak is dat het geval, maar niet altijd. De benchmarktransitie zou mijns inziens als een voldoende zwaarwegende grond voor opzegging moeten kwalificeren, in welk geval opzegging ook bij het ontbreken van een contractuele opzeggingsbevoegdheid een mogelijkheid betreft. Daarbij ligt echter een onderscheid tussen een benchmark die invloed heeft op een kernverplichting onder het financieel product (zoals een renteverplichting onder een kredietovereenkomst) en een benchmark die alleen een nevenrol vervult (bijvoorbeeld bij een boeteclausule) in de beoordeling van de opzeggingsgrond voor de hand. Tevens meen ik dat zal worden meegewogen in hoeverre de financiële onderneming inspanningen heeft betracht de overeenkomst op redelijke wijze te wijzigen. De wijze van opzegging en eventuele opzeggingstermijnen dienen met inachtneming van de eventuele zorgplicht en de redelijkheid en billijkheid te worden overwogen.

7 Tips voor de praktijk

De civielrechtelijke aandachtspunten en toepassing daarvan op de benchmarktransitie vereisen maatwerk, waarbij rekening moet worden gehouden met de feiten en omstandigheden van het geval. In alle gevallen zal een succesvolle transitie mijns inziens in het bijzonder worden beïnvloed door de wijze waarop een fallback-bepaling wordt geïmplementeerd en uiteindelijk wordt toegepast. Kan overeenstemming worden bereikt met de wederpartij over de implementatie en/of toepassing van de fallback-bepaling, dan is dat als gezegd de meest rechtszekere optie. Behoort alleen de eenzijdige wijziging tot de realistische mogelijkheden, dan kan door middel van de volgende stappen de kans van slagen zo groot als mogelijk worden gemaakt:

- *Objectieve grond voor fallback-bepaling.* Sluit in de voorwaarden van de fallback-bepaling en in de toepassing ervan idealiter aan bij een grond die objectief valt vast te stellen, zoals de publieke aankondiging door een toezichthouder of de beheerder van de benchmark dat de betreffende benchmark op een bepaalde datum niet meer beschikbaar of niet meer representatief is.
- *Kies een logisch moment van overgang.* Het zal niet altijd mogelijk of wenselijk zijn te wachten tot het moment dat de benchmark daadwerkelijk is komen te vervallen of deze niet meer als representatief wordt beschouwd. Kies een moment waarop wordt overgegaan dat logisch is, bijvoorbeeld aan het begin van de renteperiode gedurende welke (waarschijnlijk) het verval zal plaatsvinden of de benchmark als niet meer representatief wordt beschouwd.
- *Kies een aanbevolen alternatieve benchmark.* Kies een alternatieve benchmark die door een toezichthouder, een werkgroep of andere autoriteit is aanbevolen als het alternatief voor de betreffende benchmark. Introduceer het alternatief waar mogelijk reeds ten tijde van de implementatie van de fallback-bepaling.

 doi: 10.5553/MvV/157457672020030003001

Dit artikel uit Maandblad voor Vermogensrecht is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

- *Compenseer het verschil.* Als ervoor wordt gekozen om het verschil in waarde tussen de bestaande benchmark en de alternatieve benchmark te compenseren door toepassing van een (gewijzigde) marge of een andere aanpassing, draag er dan zorg voor dat de wederpartij niet in een nadeligere positie geraakt. Sluit aan bij hetgeen omtrent de marge is aanbevolen door een toezichthouder, werkgroep of andere autoriteit.
- *Communiceer tijdig.* Communiceer tijdig richting de wederpartij over de fallback-bepaling en de (mogelijke) gevolgen ervan, zowel ten tijde van de introductie in de voorwaarden als op het moment dat is besloten op een bepaalde datum tot toepassing over te gaan. Dit mitigeert het dwalingsrisico.
- *Opzeggingsbevoegdheid?* Heeft de klant reeds een opzeggingsbevoegdheid of is de financiële onderneming bereid een mogelijkheid tot opzegging te introduceren, dan zal dit een factor zijn die wordt meegewogen bij de beoordeling van het transitieproces.
- *Piepbrief?* Overwogen kan worden om de wederpartij een redelijke periode te gunnen tegen de implementatie of toepassing van de fallback-bepaling te ageren, waarbij als de wederpartij niet ageert, zij geacht wordt akkoord te zijn gegaan. Idealiter is een wijziging via een piepbrief een wijzigingsmogelijkheid die is vastgelegd in de bestaande voorwaarden, maar ook zonder een dergelijke contractuele basis is het gebruik daarvan het overwegen waard. Het piepsysteem zal wellicht niet onfeilbaar zijn, maar zou een omstandigheid moeten zijn die bijdraagt aan de rechtvaardigheid van het transitieproces.

8 Afsluitende opmerkingen

De benchmarktransitie is onvermijdelijk. De precieze invulling en gevolgen ervan worden steeds duidelijker, maar zijn nog (lang) niet volledig uitgekristalliseerd. Ondertussen wordt van de financiële markt – in het bijzonder de onder toezicht staande instellingen – op z'n minst verwacht dat zij zich erop voorbereidt. Het gaat daarbij om het opstellen van fallback-plannen, het opnemen van fallback-bepalingen in nieuwe financiële producten en het waar mogelijk aanpassen van bestaande producten. Die stappen zijn echter complex en omvangrijk, en kennen toezichtrechtelijke, fiscale, accountancy-, commerciële en operationele aandachtspunten. Daarnaast stuit de transitie op een civielrechtelijk kader dat gekenmerkt wordt door generieke normen en zodoende enige onzekerheid meebrengt.

Hoewel door middel van bilaterale onderhandeling en wilsovereenstemming rechtszekerheid kan worden bereikt over het toepassen van een fallback-bepaling, laat dit nog onverlet de wijze waarop de fallback-bepaling uiteindelijk kan worden toegepast. Als er sprake is van een eenzijdige wijziging van de overeenkomst teneinde een fallback-bepaling op te nemen, althans om die (na eenzijdige wijziging of bilaterale overeenstemming erover) toe te passen, dan is er geen eenduidig antwoord op de vraag of een dergelijke fallback-bepaling standhoudt. Om verschillende redenen zullen de meeste financiële ondernemingen echter geen heil zien in nieuwe onderhandelingen, laat staan een gang naar de rechter. Ook het moeten opzeggen van de overeenkomst zal doorgaans niet de gewenste optie zijn.

Of een eenzijdige wijziging van een overeenkomst stand zal houden, zal met name afhangen van hetgeen daarin reeds overeengekomen is over eenzijdige wijzigingen en de benchmarktransitie. Idealiter maakt een gedetailleerde fallback-bepaling onderdeel uit van de overeenkomst. Dit zal voor het grootste gedeelte van de thans uitstaande contracten echter niet het geval zijn, in het bijzonder niet in verhouding tot consumenten. Dat betekent dat zal moeten worden teruggevallen op een generiek wijzigingsbeding, of op een van de open normen (zoals de redelijkheid en billijkheid of onvoorziene omstandigheden) die hiervoor staan beschreven.

In alle gevallen, maar des te meer als een specifieke fallback-bepaling ontbreekt, zullen de geldigheid en afdwingbaarheid van de fallback-bepaling uiteindelijk afhangen van de wijze van toepassing ervan door de financiële onderneming. Een fallback-bepaling die er op eenzijdige wijze toe leidt dat een wederpartij (klant) in een nadeligere positie belandt dan daaraan voorafgaande, staat bloot aan het risico dat de fallback-bepaling, althans de uitkomst ervan als onredelijk of onbillijk wordt beschouwd. Dit risico kan worden ingeperkt door alleen noodzakelijke wijzigingen aan te brengen, waarbij wordt aangesloten bij hetgeen in de markt gebruikelijk is en/of door toezichthouders of andere autoriteiten is aanbevolen. Verder kunnen middelen zoals een piepbrief de positie van de financiële onderneming versterken. Meegewogen zal ook worden of de klant over een opzeggingsmogelijkheid beschikte.

Een prudent handelende financiële onderneming, die slechts op grond van een fallback-bepaling het noodzakelijke doet om de transitie te doorstaan en de impact van de transitie op de klant en haarzelf zo goed als mogelijk weet te neutraliseren, zou niet moeten kunnen worden teruggefloten op grond van ons civiele recht. De tijd, en de bijna onvermijdelijke rechtspraak, zal het leren.