



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Requiem voor het effectenbewaarbedrijf?

Rank, W.A.K.

Citation

Rank, W. A. K. (2016). Requiem voor het effectenbewaarbedrijf? *Tijdschrift Voor Financieel Recht*, 18(3), 70-78. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/39980>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/39980>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Requiem voor het effectenbewaarbedrijf?

prof. mr. W.A.K. Rank¹

Op 3 februari 2016 heeft de AFM een consultatiedocument gepubliceerd betreffende een voorgenomen besluit tot wijziging van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: Nrgfo Wft) ter zake van de regels met betrekking tot de bescherming van de rechten van cliënten inzake voor cliënten bewaarde financiële instrumenten. Blijkens het consultatiedocument acht de AFM het denkbaar dat bewaring van financiële instrumenten via een effectenbewaarbedrijf in de toekomst niet meer wordt toegestaan als middel van vermogensscheiding. De AFM verneemt graag van de markt hoe hierover wordt gedacht. In onderstaand artikel wordt ingegaan op de achtergrond en ontstaansgeschiedenis van het effectenbewaarbedrijf en wordt bepleit om banken vrij te laten om zelf te kiezen of zij de bescherming van de rechten van cliënten willen realiseren langs de weg van de Wge of door middel van een of meer bewaarbedrijven.

1. Inleiding

Bij de creatie van de effectenbewaarbedrijven in de jaren negentig van de vorige eeuw – de zogenaamde Vabef II effectenbewaarbedrijven² – ging het om het oprichten van effectenbewaarbedrijven voor effecten die door cliënten aan een bank in bewaring werden gegeven en die niet vielen onder het regime van de Wet giraal effectenverkeer (hierna: Wge) en ook niet konden worden ondergebracht in de reeds eerder gecreëerde Vabef-effectenbewaarbedrijven. Het onmiddellijke doel van de exercitie was het afscheiden van effecten die voor cliënten werden bewaard van het vermogen van de bank. Het uiteindelijke, strategische doel was de cliënten van de bank te beschermen tegen een eventueel faillissement van de bank en te voorkomen dat deze effecten in de balans en de boedel van de bank moesten worden opgenomen. Diverse banken hebben destijds een effectenbewaarbedrijf gecreëerd, hetzij in aanvulling op hun reeds bestaande Vabef-effectenbewaarbedrijf, hetzij als een breed effectenbewaarbedrijf voor alle door deze banken voor cliënten bewaarde niet-Wge effecten. De bewaarbedrijven werden daarmee tot een hoeksteen voor de bescherming van effectenbeleggers tegen insolventie van de bank en kregen al spoedig ook een eigen plaats in de regelgeving. De effectenbewaarbedrijven hebben mij altijd na aan het hart gelegen, mede omdat ik voor een aantal banken in de loop der jaren een of meerdere effectenbewaarbedrijven heb mogen creëren.

Nu de effectenbewaarbedrijven sinds de laatste wijziging van de Wge in 2011 volgens de Minister

overbodig zijn geworden en verschillende banken niet langer van een effectenbewaarbedrijf gebruik maken of overwegen dit niet langer te doen, wil ik dit artikel graag wijden aan de vraag of banken er anno 2016 inderdaad veilig toe kunnen overgaan om hun effectenbewaarbedrijven te discontinueëren, op welke wijze zij dit eventueel zouden kunnen doen en hoe het effectenbewaarbedrijf anno 2016, anders dan kennelijk door de AFM beoogd, een wederopstanding zou kunnen doormaken.

In dit artikel zal ik eerst een korte uiteenzetting geven van het geldende wettelijke regime voor vermogensscheiding voor bank-beleggingsondernemingen. Voor deze uiteenzetting baseer ik mij overigens op een eerdere bijdrage van mijn hand.³ Daarna volgt een bespreking van de in 2011 in werking getreden wijziging van de Wge. Vervolgens wordt ingegaan op het kernthema van deze bijdrage: de (on)wenselijkheid van het discontinueëren van de effectenbewaarbedrijven in het licht van de gewijzigde Wge, de wijze waarop beëindiging van de bewaring van effecten via een effectenbewaarbedrijf het beste in het vat zou kunnen worden gegoten en de mogelijke herrijzenis van het effectenbewaarbedrijf. Een en ander wordt afgesloten met een conclusie.

1. Prof. mr. W.A.K. Rank is advocaat te Amsterdam en hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden.

2. De afkorting Vabef staat voor Vereenvoudigde Administratie en Bewaring van Effecten.

3. W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding', in: D. Busch e.a. (red.), 'Handboek beleggingsondernemingen', *Serie Onderneming en Recht*, deel 51, Kluwer Deventer 2009, p. 525 e.v. Zie ook M. Haentjens en W.A.K. Rank, 'Asset Segregation', in: M. Haentjens and B. Wessels (ed.), *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, Edward Elgar, Cheltenham 2015, p. 366 e.v.

2. Wettelijke regeling vermogensscheiding

2.1. Algemeen

Art. 4:87 lid 1 Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) bepaalt dat een beleggingsonderneming met betrekking tot voor cliënten gehouden financiële instrumenten adequate maatregelen dient te treffen ter waarborging van de rechten van de cliënten op die financiële instrumenten, onder andere bij faillissement van de beleggingsonderneming. Dit artikel behelst de implementatie in het Nederlandse recht van de oorspronkelijk in art. 10 van de Investment Services Directive (hierna: ISD)⁴ aan de Lidstaten opgelegde verplichting om beleggingsondernemingen voor te schrijven adequate maatregelen te treffen op het gebied van vermogensscheiding, welke verplichting later is neergelegd in art. 13 lid 7 van de Markets in Financial Instruments Directive (hierna: MiFID)⁵ en thans is terug te vinden in art. 16 lid 8 van de herschikte Markets in Financial Instruments Directive (hierna: MiFID II).⁶ De verplichting van art. 4:87 lid 1 Wft wordt ingevolge art. 4:87 lid 3 Wft nader uitgewerkt in de op basis van art. 165 lid 2 Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: Bgfo Wft) door de AFM vastgestelde art. 6:14-6:20 van de Nrgfo Wft. Art. 6:14 Nrgfo Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming met betrekking tot de financiële instrumenten van cliënten een zodanige regeling dient te treffen dat de rechten van die cliënten voldoende beschermd zijn. Deze verplichting wordt vervolgens voor de onderscheiden soorten beleggingsondernemingen nader uitgewerkt in art. 6:14-6:20 Nrgfo Wft. Art. 6:18 Nrgfo Wft bepaalt dat een bank-beleggingsonderneming met betrekking tot door cliënten aan haar toevertrouwde financiële instrumenten aan het vereiste van art. 6:14 Nrgfo Wft voldoet (i) door deze financiële instrumenten te bewaren en te administreren overeenkomstig de Wge als de financiële instrumenten onder de Wge vallen of (ii) door de financiële instrumenten te bewaren via een speciaal daarvoor opgerichte, risicomijdende entiteit, een effectenbewaarbedrijf. Gaat het derhalve om effecten in de zin van de Wge, dan kan de desbetreffende beleggingsonderneming (die dan tevens kwalificeert als 'intermediair' in de zin van de Wge) aan de eis van vermogensscheiding

voldoen door de effecten te bewaren op de wijze zoals voorzien in de Wge. Daarnaast kan aan de eis van vermogensscheiding worden voldaan door de financiële instrumenten in bewaring te geven bij een effectenbewaarbedrijf.

Overigens zijn de effectenbewaarbedrijven niet alleen opgericht om de cliënten van de bank te beschermen tegen een eventueel faillissement van de bank en om te voldoen aan de eerdergenoemde verplichting tot vermogensscheiding zoals neergelegd in art. 10 ISD resp. 13 lid 7 MiFID en 16 lid 8 MiFID II. Ze zijn ook in het leven geroepen om te voorkomen dat financiële instrumenten die een bank in eigen naam voor rekening van haar cliënten bewaart, in de balans van de bank moeten worden opgenomen op grond van het bepaalde in art. 10 lid 1 van de Richtlijn Jaarrekening Banken.⁷

2.2. Bewaring overeenkomstig de Wge

In het stelsel van de Wge maken effecten die door een 'intermediair' voor cliënten worden bewaard deel uit van een zogenaamd verzameldepot. Effecten in de zin van de Wge zijn financiële instrumenten als bedoeld in onderdeel a, b of c van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft en andere financiële instrumenten die door Euroclear Nederland, het centraal instituut onder de Wge, onze nationale Central Securities Depository (hierna: CSD), giraal zijn verklaard. Een verzameldepot is een gemeenschap bestaande uit (aanspraken op) effecten van dezelfde soort dat door de intermediair wordt geadministreerd ten behoeve van alle gezamenlijke cliënten die bij de intermediair effecten van de desbetreffende soort aanhouden.

Effecten die door intermediairs die zijn aangesloten bij Euroclear Nederland aan Euroclear Nederland in bewaring zijn gegeven, maken deel uit van een zogenaamd girodepot. Een girodepot is een gemeenschap bestaande uit (aanspraken op) alle effecten van de desbetreffende soort dat door Euroclear Nederland wordt gehouden ten behoeve van alle gezamenlijke cliënten van alle gezamenlijke aangesloten instellingen die bij deze instellingen effecten van de desbetreffende soort aanhouden. Verzameldepots en girodepots zijn, juridisch gezien, bijzondere gemeenschappen, gemeenschappen die niet worden beheerst door de algemene regels van het BW, maar door de specifieke regels van de Wge.⁸

Tot het verzameldepot van een intermediair die tevens aangesloten instelling is, behoren niet alleen alle effecten van de desbetreffende soort die (fysiek) door deze intermediair worden bewaard,

-
4. Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van effecten, *PbEG* 11 juni 1993, L 141/27.
 5. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *PbEU* 30 april 2004, L 145/1.
 6. Richtlijn 2014/65/EG van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *PbEU* 12 juni 2014, L 173/349.

-
7. Richtlijn 86/635/EEG van de Raad van 8 december 1986 betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van banken en andere financiële instellingen, *PbEG* 31 december 1986, L 372/1.
 8. In de visie van de wetgever van 1977 was dat overigens wel zo. Zie uitgebreid M. Haentjens, 'Privaatrechtelijke aspecten van giraal effectenverkeer', *WPNR* 6582 (2004), p. 472 e.v.

maar ook het ten name van deze intermediair luidende aandeel in het girodepot van effecten van de desbetreffende soort bij Euroclear Nederland.

De aanspraak van de belegger ten aanzien van zijn aandeel in het verzameldepot is van goederenrechtelijke aard en is evenredig aan het aantal door de desbetreffende belegger aangehouden effecten van de desbetreffende soort in verhouding tot het totale aantal effecten van de desbetreffende soort in het verzameldepot. Omdat de verzameldepots en girodepots van rechtswege niet tot het vermogen van de intermediair respectievelijk Euroclear Nederland behoren, vallen de effecten bij een faillissement van de intermediair of van Euroclear Nederland niet in hun boedels.⁹

2.3. Bewaring door middel van een effectenbewaarbedrijf

Bij bewaring door een effectenbewaarbedrijf worden de financiële instrumenten niet gehouden door de bank, maar door een bijzondere, risicomijdende entiteit, het effectenbewaarbedrijf. De cliënt heeft ter zake van de financiële instrumenten een eigen, rechtstreekse aanspraak jegens het effectenbewaarbedrijf. Effecten die - al dan niet fysiek - worden bewaard bij een onderbewaarder, een *subcustodian*, worden door deze *subcustodian* aangehouden voor het effectenbewaarbedrijf. Effectenrekeningen in de boeken van de *subcustodian* staan op naam van het effectenbewaarbedrijf en niet op naam van de bank. Daardoor zijn de cliënten beschermd tegen een eventueel faillissement van de bank en verhaal door crediteuren van de bank. Het effectenbewaarbedrijf moet zich onthouden van transacties die commercieel risico meebrengen en is ook overigens zoveel mogelijk gevrijwaard van verplichtingen en aansprakelijkheden. Daardoor is de kans op een faillissement van een effectenbewaarbedrijf gering. De bank blijft evenwel belast met de werkzaamheden die de administratie van de effecten betreffen. De cliënt geeft zijn instructies aan de bank en de bank geeft deze, voor zover nodig namens het effectenbewaarbedrijf, door aan *subcustodians* en CSDs.

Of een bank er slechts een of juist meerdere effectenbewaarbedrijven op na houdt, is in belangrijke mate historisch bepaald. Sommige banken, de zogenaamde Vabef banken, hadden al sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw een Vabef effectenbewaarbedrijf waarin zij toondereffecten bewaarden die niet onder de Wge vielen en die zich fysiek in

Nederland bevonden. Deze banken hebben in de jaren negentig effectenbewaarbedrijven gecreëerd naast en in aanvulling op hun bestaande Vabef effectenbewaarbedrijf voor de bewaring van andere niet-Wge effecten, met name rechten ten aanzien van effecten die door de bank werden aangehouden bij buitenlandse *subcustodians* en effecten op naam. Banken die nog geen effectenbewaarbedrijf hadden, zijn er in de jaren negentig toe overgegaan effectenbewaarbedrijven te creëren voor de bewaring van alle niet-Wge effecten.¹⁰

3. Wijziging Wge per 1 januari 2011

Tot 2011 was de Wge alleen van toepassing op financiële instrumenten die door Euroclear Nederland waren aangewezen als Wge-effecten. Daarnaast was de Wge tot 2011 alleen van toepassing als de financiële instrumenten werden bewaard door een door Euroclear Nederland toegelaten aangesloten instelling. Per 1 januari 2011 is de Wge gewijzigd.¹¹ Met deze wijziging is de werking van de Wge uitgebreid tot de waarden bedoeld in de onderdelen a, b en c van de definitie van 'financieel instrument' in art. 1:1 Wft. Het gaat daarbij om effecten, geldmarktinstrumenten en deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling of een ICBE¹², niet zijnde effecten, steeds in de zin van art. 1:1 Wft. Daarnaast is het sinds 2011 voldoende voor bescherming onder de Wge als de effecten worden aangehouden bij een intermediair, dat wil zeggen een aangesloten instelling, een beleggingsonderneming of een bank in de

9. Zie over de Wge uitvoerig: B.F.L.M. Schim, 'Giraal effectenverkeer en goederenrecht', *Serie Onderneming en Recht* deel 36, Kluwer Deventer 2006. Zie over het rechtskarakter van de aanspraak van de belegger onder de Wge ook: E.B. Rank-Berenschot, 'Het Wge-aandeel: een recht op naam van eigen aard', in: W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en Effecten*, Kluwer Deventer 1996, p. 149-167 en M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law; Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn 2007, p. 131-172.

10. Zie over de bewaring door effectenbewaarbedrijven uitvoerig: W.A.K. Rank, 'Bewaring en eigendom van effecten', *preadvies Vereniging voor Effectenrecht*, Kluwer Deventer 1997. Zie voorts, meer recent: W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding: a bird's eye overview', in: W.A.K. Rank (red.), 'Vermogensscheiding in de financiële praktijk', *NIBE-SVV Bank Juridische Reeks*, Amsterdam 2008, p. 22 e.v., W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding', in: D. Busch (red.) 'Handboek beleggingsondernemingen', p. 525, *Serie Onderneming en Recht* deel 51, Kluwer Deventer 2009, p. 525 e.v.

11. Wet van 28 oktober 2010 tot wijziging van de Wet giraal effectenverkeer houdende uitbreiding van de bescherming van cliënten van intermediairs inzake financiële instrumenten en het bewerkstelligen van een verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten, *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830 nrs. 1-4. Zie over deze wetswijziging ook: M.A. Blom, Wge, 'De grote sprong voorwaarts, maar niet zonder struikelen', in: P. Zijp, A.J.P. Tillema, H. van Everdingen en W.A.K. Rank (red.), *Koersen rondom Christel*, Kluwer Deventer 2011, p. 9-27.

12. De afkorting ICBE staat voor Instelling voor Collectieve Belegging in overdraagbare Effecten. Het betreft hier een open-end beleggingsinstelling waarvan het uitsluitend doel is collectieve belegging in effecten, op basis van risicospreiding. Een ICBE is, gelet op de definitie van het begrip beleggingsinstelling in de Wft, geen beleggingsinstelling in de zin van de Wft. Dat neemt niet weg dat ik ICBE's de facto wel degelijk beleggingsinstellingen zijn en in de praktijk regelmatig ook als zodanig worden aangeduid.

zin van art. 1:1 Wft, waaraan het op grond van de Wft is toegestaan beleggingsdiensten te verlenen respectievelijk het bedrijf van bank uit te oefenen en die in Nederland ten name van cliënten rekeningen in effecten administreert.

Bovengenoemde wijziging van de Wge brengt mee dat financiële instrumenten die voorheen niet onder de Wge vielen omdat zij niet door Euroclear Nederland waren aangewezen als Wge-effecten, thans kunnen behoren tot een verzameldepot. Deze wijziging betekent ook dat intermediairs die niet door Euroclear Nederland zijn toegelaten als aangesloten instellingen, een dergelijk verzameldepot kunnen aanhouden.

Wat de Minister betreft werden de effectenbewaarbedrijven hiermee overbodig en vatbaar voor opheffing.¹³ Om de opheffing althans het discontinue van de effectenbewaarbedrijven zoveel mogelijk te faciliteren, is in art. 50b Wge voorzien in een specifieke regeling. Art. 50b lid 1 Wge bepaalt in dit verband dat indien ten aanzien van de door een effectenbewaarbedrijf bewaarde effecten een verzameldepot in de zin van de Wge kan bestaan, het effectenbewaarbedrijf bevoegd is deze effecten aan de bewaargever uit te leveren door ze namens hem in bewaring te geven aan de met het effectenbewaarbedrijf verbonden intermediair. Art. 50b lid 2 voegt daaraan toe dat beperkte rechten die rusten op de vordering van de bewaargever op het effectenbewaarbedrijf tot uitlevering van de voor hem bewaarde effecten komen te rusten op de overeenkomstig het eerste lid uitgeleverde effecten. Is op een zodanige vordering beslag gelegd, dan is het bewaarbedrijf volgens deze bepaling niet bevoegd tot uitlevering overeenkomstig het eerste lid.

Art. 50b Wge probeert een oplossing te bieden voor het in de praktijk moeilijk te realiseren scenario dat het effectenbewaarbedrijf de effecten eerst - al dan niet giraal - zou moeten uitleveren aan de bewaargever en de bewaargever ze vervolgens weer in bewaring zou moeten geven aan de intermediair, de bank. In de constructie van art. 50b Wge wordt dit traject 'kortgesloten' doordat het effectenbewaarbedrijf de effecten uitlevert aan de bewaargever door ze *namens hem* in bewaring te geven aan de intermediair. Voor gebruikmaking door het effectenbewaarbedrijf van de uitleveringsbevoegdheid van art. 50b Wge is dan op die grond geen toestemming of medewerking van de bewaargever vereist. Daarin onderscheidt de constructie van art. 50b Wge zich van een constructie gebaseerd op schuldoverneming als bedoeld in art. 6:155 BW. In een dergelijke constructie zouden de effecten door het effectenbewaarbedrijf aan de intermediair moeten worden overgedragen en zouden de verplichtingen van het effectenbewaarbedrijf uit

hoofde van de bewaring van deze effecten moeten worden overgenomen door de intermediair. Voor een dergelijke overgang is echter op grond van art. 6:155 BW de toestemming van de bewaargever vereist. Hetzelfde geldt voor een constructie gebaseerd op contractsoverneming als bedoeld in art. 6:159 BW. Het betreft hier een tripartite rechtshandeling waarvoor op grond van deze bepaling de medewerking van de bewaargever is vereist.

Dat art. 50b Wge goed bedoeld is staat wat mij betreft buiten kijf. Anders dan de Minister kennelijk meent, is uitlevering op de voet van art. 50b Wge echter niet voldoende om de voor cliënten door het effectenbewaarbedrijf gehouden effecten te doen overgaan van het effectenbewaarbedrijf naar de bank. Ik kom daarop terug in par. 5.

4. Effectenbewaarbedrijven: van 'need-to-have' naar 'nice-to-have'?

Men kan afvragen of de effectenbewaarbedrijven met de verbreding van de reikwijdte van de Wge inderdaad overbodig zijn geworden. In dit verband is van belang dat het nieuwe Wge-beschermingsregime alleen geldt voor financiële instrumenten als bedoeld in onderdeel a, b of c van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft en niet voor andere financiële instrumenten, tenzij deze door Euroclear Nederland als zodanig zijn aangewezen. Als eerder gezegd gaat het bij financiële instrumenten als hier bedoeld om effecten, geldmarktinstrumenten en rechten van deelneming in een beleggingsinstelling of ICBE, niet zijnde een effect, steeds in de zin van art. 1:1 Wft. Ofschoon met de omschrijvingen van deze categorieën financiële instrumenten, afgezien van derivaten¹⁴, de meeste soorten financiële instrumenten zullen worden 'opgepikt', kan ik mij voorstellen dat toch niet alle door een effectenbewaarbedrijf via een buitenlandse *subcustodian* gehouden effecten zullen kwalificeren als financiële instrumenten in de zin van art. 1:1 onder a, b of c Wft. Te denken valt bijvoorbeeld aan de situatie dat er geen sprake is van overdraagbaarheid in de strikte zin des woords. Denkbaar is ook dat er sprake is van hybride of gestructureerde instrumenten waarvan onduidelijk is of zij kwalificeren als effecten in de zin van de Wft en of als derivaten in de zin van deze wet.

Is dit al voldoende reden om buitengewoon zorgvuldig te werk te gaan bij het staken van de bewaring van effecten via de effectenbewaarbedrijven,

13. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 830, nr. 3, p. 2. De AFM gaat blijkens haar consultatiedocument van 3 februari 2016 verder dan de Minister, waar zij het denkbaar acht dat bewaring via een effectenbewaarbedrijf in de toekomst niet meer wordt toegestaan als middel van vermogensscheiding.

14. Met het in het kader van de Wijzigingswet financiële markten 2016 aangenomen voorstel voor een in de Wge op te nemen vermogensscheidingsregeling voor derivaten hoopt de Minister van Financiën een beschermingsregime voor deze categorie financiële instrumenten te creëren. Zie *Kamerstukken II* 2014/15, 34 198, nrs 1-3. Zie over het consultatievoorstel voor dit wetsontwerp: W.A.K. Rank, 'Segregatie en portabiliteit: de Wge als panacee voor MiFID en EMIR', *MvV* 2014, p. 214-223.

nog een reden om de effectenbewaarbedrijven niet meteen op te heffen zou kunnen zijn dat de bank geen kosten wil maken om de bewaarbedrijven op te heffen en de cliënten te informeren en haar voorwaarden aan te passen. Mijn ervaring is dat het fenomeen effectenbewaarbedrijf ook redelijk eenvoudig is uit te leggen aan buitenlandse bewaargevers en *subcustodians* als men in dit verband het begrip ‘*nominee*’ ten tonele voert, terwijl het systeem van de Wge door de complexiteit ervan vaak veel vragen oproept.

Een volgende vraag die in dit verband rijst, is die naar het beschermingsniveau. Onder het systeem van de Wge heeft de belegger een goederenrechtelijke aanspraak. Onder het systeem van de effectenbewaarbedrijven is de aanspraak van de belegger van verbintenisrechtelijke aard. Blijkens de toelichting bij de thans voorliggende consultatieversie van het Wijzigingsbesluit Nrgfo Wft is de omstandigheid dat onder de Wge sprake is van een goederenrechtelijke aanspraak van de belegger in plaats van een verbintenisrechtelijke aanspraak voor de AFM het belangrijkste argument om in de toekomst wellicht alleen nog Wge-conforme bewaring toe te staan.¹⁵ Wat mij betreft betekent het hebben van een verbintenisrechtelijke aanspraak echter niet automatisch dat de belegger in het geval van een faillissement van de bank slechter af is als zijn effecten door een effectenbewaarbedrijf worden bewaard in plaats van door de bank op basis van de Wge. In beide gevallen blijven de effecten buiten de boedel van de bank. In het geval van (rechten ten aanzien van) in het buitenland gehouden effecten zou bewaring via een effectenbewaarbedrijf zelfs wel eens een betere bescherming kunnen bieden dan bewaring via de Wge omdat de effecten in de boeken van de buitenlandse *subcustodian* worden aangehouden voor het effectenbewaarbedrijf en niet voor de bank. De buitenlandse *subcustodian* hoeft zich dus niet de vraag te stellen wat de consequenties zijn van het houden van effecten voor een failliete entiteit. In beide gevallen - bewaring via de Wge of via een effectenbewaarbedrijf - zal uiteindelijk de boekhouding van de bank en het effectenbewaarbedrijf bepalend zijn voor de vraag of de bewaargever zijn rechten ten aanzien van de effecten kan effectueren in het faillissement van de bank.¹⁶

15. Toelichting consultatieversie Wijzigingsbesluit Nrgfo Wft, p.2. De AFM gebruikt dit argument om te onderbouwen dat het houden van financiële instrumenten via een beleggersgiro niet langer zou moeten worden toegestaan. In het consultatiedocument, p.3, oppert de AFM dat dit argument ook van toepassing zou kunnen zijn op bewaring via een effectenbewaarbedrijf.

16. Art. 165 lid 1 onder a Bgfo Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming alle gegevens en rekeningen bijhoudt die noodzakelijk zijn om haar op elk moment onmiddellijk in staat te stellen de financiële instrumenten die voor een cliënt worden aangehouden, te onderscheiden van voor andere cliënten aangehouden financiële instrumenten en haar eigen financiële instrumenten.

Het tweede argument van de AFM ten faveure van uitsluitend Wge-conforme bewaring is dat bewaring via de Wge beter zou aansluiten bij het Europese normenkader omdat MiFID ervan uitgaat dat de bewaring van financiële instrumenten plaatsvindt door de beleggingsonderneming zelf en niet via een aparte bewaarentiteit.¹⁷ Dit argument miskent mijns inziens dat de positie van een partij die optreedt als bewaarder van financiële instrumenten voor derden binnen de Europese Unie van land tot land kan verschillen. Zo zal een bewaarder in een trustjurisdictie activa voor cliënten op eigen naam kunnen houden die van rechtswege zijn afgescheiden van zijn eigen activa, terwijl voor het creëren van een dergelijke afscheiding in continentale rechtssystemen ingewikkelde wetgeving noodzakelijk is. Men denke in dit verband behalve aan de Wge bijvoorbeeld aan de Depotgesetz in Duitsland en het Koninklijk Besluit no. 62 in België. Daarbij geldt dan ook nog dat de Wge en de Depotgesetz uitgaan van een mede-eigendomsrecht van de belegger, terwijl het Koninklijk Besluit no. 62 is gebaseerd op een revindicatierecht.¹⁸

Uit de invoering van art. 4:37j lid 1 Wft op 1 januari 2014 kan mijns inziens worden afgeleid dat bewaring door een aparte bewaarentiteit niet tot het verleden behoort, maar nog steeds springlevend is. Volgens deze bepaling dient de juridische eigendom van de activa van een beleggingsfonds gehouden te worden door een entiteit met als enig statutair doel het houden van de juridische eigendom van de activa van een of meer beleggingsfondsen, al dan niet tezamen met het administreren en bewaren van de activa.¹⁹

5. Overgang door uitlevering overeenkomstig art. 50b Wge

Als gezegd is uitlevering op de voet van art. 50b Wge, anders dan de Minister kennelijk meent, niet voldoende om de voor cliënten door het effectenbewaarbedrijf gehouden effecten te doen overgaan van het effectenbewaarbedrijf naar de bank. Art.

17. Toelichting consultatieversie Wijzigingsbesluit Nrgfo Wft, p. 2-3. De AFM gebruikt dit argument om te onderbouwen dat het houden van financiële instrumenten via een beleggersgiro niet langer zou moeten worden toegestaan. In het consultatiedocument, p. 3, geeft de AFM aan dat dit argument ook van toepassing zou kunnen zijn op bewaring via een effectenbewaarbedrijf.

18. Zie voor een algemene beschrijving van het KB no. 62 recent: A. Fontaine and M.C.E.M. van der Haegen, ‘Holding Securities in the Euroclear System’, in: P. Zijp e.a. (red.), *Koersen rondom Christel*, Deventer 2011, p. 73-90 en de aldaar vermelde literatuur.

19. Voor ICBE's geldt eenzelfde regel. Zie art. 4:44 lid 1 Wft. Zie over de bewaarentiteit bij beleggingsfondsen uitvoerig: W.A.K. Rank, ‘Een beleggingsfonds in de vorm van een FGR: een meerpartijenovereenkomst *sui generis*’, in: C.G. Breedveld-de Voogd (red.), ‘De Meerpartijenovereenkomst’, *BWKJ* 29, Deventer 2015, p. 139-159.

50b Wge heeft immers alleen betrekking op de relatie van het effectenbewaarbedrijf en de bank met de bewaargever, de relatie 'downstream'. Het artikel heeft geen betrekking op de relatie van het effectenbewaarbedrijf met (buitenlandse) *subcustodians*, *settlement agents*, CSDs of uitgevende instellingen, de relatie 'upstream'. Waar de verplichtingen van het effectenbewaarbedrijf jegens de cliënten moeten overgaan op de bank, zullen de met deze verplichtingen corresponderende verplichtingen van *subcustodians* jegens het effectenbewaarbedrijf verplichtingen jegens de bank in haar hoedanigheid van beheerder van het verzameldepot moeten worden. Daarvoor zal op *subcustodian*-niveau een overdracht of een novatie moeten plaatsvinden. Toestemming of medewerking van de *subcustodian* is daarvoor noodzakelijkerwijs vereist. Compliceerende factor daarbij is dat de rechtsverhouding met de *subcustodian* meestal zal worden beheerst door buitenlands recht.

Om dit probleem te ondervangen heeft de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) in december 2010 een model transfer/novatie-overeenkomst aan haar leden ter beschikking gesteld.²⁰ De bedoeling van dit model is dat banken die gebruik wensen te maken van de door art. 50b Wge geboden mogelijkheid van uitlevering van de effecten door het effectenbewaarbedrijf gecombineerd met een transfer/novatie op *subcustodian*-niveau, dit model tot uitgangspunt nemen bij de onderhandelingen met hun *subcustodians*. Op basis van dit model kunnen zij vervolgens met de *subcustodians* komen tot een overeenkomst die rekening houdt met de specifieke bewaarrelatie met de desbetreffende *subcustodian* en het recht dat deze relatie beheerst. Wordt de custody-overeenkomst met de desbetreffende *subcustodian* beheerst door Anglo-Amerikaans recht, dan zal de overgang als door het NVB-model beoogd waarschijnlijk in de vorm van een novatie worden gegoten. Als de custody-overeenkomst wordt beheerst door continentaal recht, ligt vormgeving van de overgang als een overdracht waarschijnlijk meer in de rede.²¹

De modelovereenkomst wordt gesloten tussen het effectenbewaarbedrijf (*the Transferor*), de bank (*the Transferee*) en de *subcustodian*, waaronder ook moet worden begrepen een settlement agent of een CSD (*the Custodian*). Zij bestaat uit een uitvoerige considerans en een achttal artikelen. De considerans geeft de nodige uitleg over de directe aanleiding voor de overeenkomst, te weten de wijziging van de Wge per 1 januari 2011, dit in de hoop dat dit het begrip bij de buitenlandse *subcustodians* vergroot en daarmee de bereidheid tot acceptatie.

Art. 1 van de modelovereenkomst bepaalt dat partijen instemmen met een overgang van het effectenbewaarbedrijf naar de bank van de door de *subcustodian* voor het effectenbewaarbedrijf aangehouden rekeningen en van alle effecten die in deze rekeningen worden geadministreerd en dat de bank in de plaats treedt van het effectenbewaarbedrijf onder de bewaarovereenkomst, 'as a result of which the Transferee will forthwith have all rights and obligations under the Agreement which were previously vested in the Transferor.'

Verder bepaalt het model in art. 1 dat:

'All Securities that on the date hereof are held by or on behalf of the Custodian for the Transferor shall from the date hereof be held for the Transferee. All Securities that will after the date hereof be held by or on behalf of the Custodian and that would, but for this Transfer Agreement, be held for the Transferor, shall be held for the Transferee.'

Art. 3 voegt daaraan toe:

'As per the Transfer Date, the Transferee assumes all rights and title to and in the Transferred Accounts and the Transferred Securities held by or through the Custodian under the Agreement as if the Transferee were the original party that was entitled to, and was to obtain any rights and title to and in, the Transferred Accounts and Transferred Securities so held under the Agreement. As per the transfer date, the Custodian will hold and administer the Transferred Accounts and the Transferred Securities therein for the Transferee. To the extent necessary, the Transferor hereby transfers all its rights (including, where applicable, legal title) with respect to the securities held by the Custodian for the Transferor to the Transferee, notification of which transfer is hereby given to the Custodian. The Custodian shall ensure that, where necessary, notice of this transfer is given to third parties.'

Tenslotte bevat de overeenkomst ook een volmacht die de bank de mogelijkheid geeft om namens het bewaarbedrijf op te treden.

Verschillende banken hebben inmiddels gebruik gemaakt van de route van art. 50b Wge gecombineerd met een transfer/novatie op *subcustodian*-niveau om door hun effectenbewaarbedrijven gehouden effecten voortaan zelf te bewaren overeenkomstig de Wge. Sommige van deze banken hebben hun effectenbewaarbedrijven vervolgens geliquideerd. Andere van deze banken hebben hun effectenbewaarbedrijven niet geliquideerd maar gebruiken ze voor de bewaring van financiële instrumenten die niet onder de Wge vallen of die wél onder de Wge vallen, maar ter zake waarvan de bank of een cliënt er de voorkeur aan geeft deze via een effectenbewaarbedrijf te bewaren.

20. Schrijver dezes is als juridisch adviseur van de NVB bij het opstellen van dit model betrokken geweest. De inhoud van deze bijdrage betreft alleen de eigen visie van de auteur.

21. Het recht dat de overeenkomst van effectenbewaring met de *subcustodian* beheerst, is niet noodzakelijkerwijs hetzelfde recht als het recht dat de overgang beheerst.

6. Overgang door juridische fusie

Er zijn ook banken die van hun effectenbewaarbedrijf afscheid hebben genomen (of voornemens zijn te nemen) door middel van een juridische fusie tussen het effectenbewaarbedrijf en de bank. Bij het besluit om de weg van de juridische fusie te kiezen speelt onder meer een rol dat gebruikmaking van de uitleveringsbevoegdheid van art. 50b Wge op zichzelf niet voldoende is om de effecten op de bank te doen overgaan, maar dat de uitlevering gecombineerd zal moeten worden met een transfer/novatie op het niveau van de *subcustodian*, op grond waarvan de *subcustodian* de desbetreffende financiële instrumenten gaat houden voor de bank in plaats van voor het effectenbewaarbedrijf. Daarnaast is een factor dat de bank er bij de uitleveringsvariant toch niet aan ontkomt om haar cliënten te informeren. Weliswaar geeft art. 50b Wge de bank de mogelijkheid om de door het effectenbewaarbedrijf voor cliënten gehouden effecten naar de bank over te boeken zonder dat daarvoor toestemming van de cliënten nodig is, maar dat neemt niet weg dat de zorgplicht meebrengt dat de bank hier haar cliënten dient te informeren. Zij zal haar cliënten erop moeten wijzen dat zij een andere debiteur hebben, namelijk de bank in plaats van het effectenbewaarbedrijf. Ook wijzigt het (rechts)karakter van de aanspraak van de cliënt: van een obligatoir recht (op uitlevering) naar een goederenrechtelijke aanspraak (op een aandeel in een gemeenschap). Ook dit zou aan cliënten kunnen worden gecommuniceerd. Cliënten kunnen daaraan de consequenties verbinden die zij geraden achten.²²

7. Voor- en nadelen van beide methoden

In het licht van het bovenstaande lijkt het mij dienstig om de voor- en nadelen van de beide methoden - uitlevering gecombineerd met transfer/novatie op *subcustodian* niveau versus juridische fusie - eens op een rijtje te zetten.

Uitlevering door het effectenbewaarbedrijf aan de bank gecombineerd met transfer/novatie op subcustodian niveau

Voordelen:

Een eerste voordeel van deze methode is dat de bank geen andere verplichtingen overneemt dan die met betrekking tot de financiële instrumenten van de cliënten. Verder zullen de aan deze methode verbonden juridische kosten al snel lager zijn dan in het geval van een juridische fusie. De effectenbewaarbedrijven blijven bestaan en kunnen worden gebruikt voor het bewaren van financiële instrumenten die niet onder de Wge vallen of die wel onder de Wge vallen maar ter zake waarvan de bank

of een cliënt er de voorkeur aan geeft deze via een effectenbewaarbedrijf te bewaren.

Nadelen:

De effectenbewaarbedrijven houden niet van rechtswege op te bestaan en moeten afzonderlijk worden geliquideerd. Op het niveau van de *subcustodians* zal een transfer/novatie moeten plaatsvinden op grond waarvan de *subcustodian* de desbetreffende financiële instrumenten die de *subcustodian* thans voor het effectenbewaarbedrijf houdt in de toekomst voor de bank gaat houden.

Fusie

Voordelen:

Een voordeel van de juridische fusie is dat de overgang van de rechten en verplichtingen van de (verdwijnde) effectenbewaarbedrijven van rechtswege plaatsvindt. Dit betekent dat voor de overgang van de verplichtingen van de effectenbewaarbedrijven in de regel geen medewerking of toestemming van de cliënten is vereist.²³ In beginsel zijn ook geen nadere (rechts)handelingen vereist. Dit betekent ook dat de overgang van de financiële instrumenten van het effectenbewaarbedrijf naar de bank eveneens van rechtswege plaatsvindt en dat in dat verband in beginsel ook geen nadere (rechts)handelingen vereist zijn. De (verdwijnde) effectenbewaarbedrijven houden van rechtswege op te bestaan en hoeven niet afzonderlijk te worden geliquideerd.

Nadelen:

Nadeel van het volgen van het fusietraject is dat een juridische fusie zwaardere wettelijke vereisten kent dan uitlevering door het effectenbewaarbedrijf aan de bank gecombineerd met transfer/novatie op *subcustodian*-niveau. Zo vereist een fusie besluitvorming van de besturen, raden van commissarissen (als die er zijn) en aandeelhoudersvergaderingen van de betrokken vennootschappen en moet een verzettermijn van een maand in acht worden genomen ten behoeve van crediteuren. De kosten van een juridische fusie kunnen afhankelijk van de werkzaamheden (bijvoorbeeld omdat er een due diligence moet plaatsvinden) relatief hoog zijn, al is dit niet per se het geval. Een belangrijk nadeel is dat de bank ook andere rechten en verplichtingen van de (verdwijnde) effectenbewaarbedrijven verkrijgt dan die met betrekking tot de financiële instrumenten van de cliënten (in de praktijk worden verplichtingen van de effectenbewaarbedrijven echter gegarandeerd door de bank waardoor dit niet bezwaarlijk zal zijn). Verder is van belang dat een overgang onder algemene titel niet in alle gevallen wordt erkend. Met name kunnen er problemen zijn bij activa die zich in het buitenland

22. Deze informatieplicht zal er op grond van de zorgplicht overigens ook zijn in het geval van een juridische fusie.

23. Overigens geldt dit evenmin voor uitlevering door het effectenbewaarbedrijf aan de bank o.g.v. art. 50b Wge.

bevinden of door buitenlands recht worden beheerst.²⁴ Liquidatie van het effectenbewaarbedrijf betekent dat het effectenbewaarbedrijf niet meer beschikbaar is voor het houden van financiële instrumenten die niet onder de Wge vallen en dat het bewaarbedrijf evenmin kan worden gebruikt voor het bewaren van financiële instrumenten die wel onder de Wge vallen maar ter zake waarvan de bank er de voorkeur aan geeft deze niet via de bank te bewaren. Denkbaar is ook dat een grote cliënt verzoekt om bewaring via een aparte SPV.

In beide benaderingen - uitlevering op grond van art. 50b Wge gecombineerd met transfer/novatie op *subcustodian*-niveau versus juridische fusie - zal er de nodige communicatie moeten plaatsvinden met *subcustodians* en cliënten. Weliswaar is noch in het geval dat gebruik wordt gemaakt van de uitleveringsbevoegdheid van art. 50b Wge noch in het geval van een fusie de toestemming of medewerking van de cliënt nodig, maar onvermijdelijk zal de cliënt ervan op hoogte moeten worden gesteld dat financiële instrumenten die eerst voor hem door het bewaarbedrijf werden gehouden voortaan door de bank worden gehouden. Evenzo, zal in beide gevallen de (buitenlandse) *subcustodian* op de hoogte moeten worden gebracht. Zal de *subcustodian* in het geval van transfer/novatie een overeenkomst moeten tekenen, en om die reden moeten worden geïnformeerd, in het geval van een fusie zal hij moeten worden geïnformeerd over de fusie. Als deze (mogelijk) niet werkt ten aanzien van de financiële instrumenten die in de desbetreffende jurisdictie voor het effectenbewaarbedrijf worden bewaard zal er ook daarover met de *subcustodian* moeten worden afgestemd.

In beide scenario's zal moeten worden beoordeeld of een verklaring van geen bezwaar nodig is. Hiervoor is bepalend of de over te nemen activa of passiva (bij uitlevering) respectievelijk het balans-totaal van de effectenbewaarbedrijven (bij een fusie) meer bedragen dan 1% van het geconsolideerde balans-totaal van de bank (art. 3:96 lid 1 sub c en d Wft). Op basis van het bovenstaande kan naar mijn mening niet worden geconcludeerd op welke wijze discontinuering van de bewaring van effecten door middel van een effectenbewaarbedrijf het beste kan geschieden, door uitlevering op basis van art. 50b Wge gecombineerd met een overdracht/novatie op *subcustodian*-niveau of door middel van een juridische fusie. Als een bank dan ook de bewaring via haar effectenbewaarbedrijf wil beëindigen, lijkt het vooral een commerciële keuze of zij dat wil realiseren door middel van de ene of de andere methode. Daarbij kan nog worden opgemerkt dat een bank ook zou kunnen opteren voor een schuldoverneming of een contractsoverneming als bedoeld in art. 6:155 respectievelijk art. 6:159 BW, welke con-

structie echter eveneens slechts de (downstream) relatie met de cliënt bestrijkt en dus zou moeten worden gecombineerd met een (upstream) overgang van rechten op *subcustodian*-niveau.

8. Is er leven na de dood?

Naar mijn mening is de verruiming van de reikwijdte van de Wge geen reden om het concept van de effectenbewaarbedrijven vaarwel te zeggen. Integendeel, door creatief gebruik te maken van deze figuur kunnen banken een competitief voordeel behalen. Ik denk in dit verband bijvoorbeeld aan het oprichten van aparte effectenbewaarbedrijven voor de effecten van specifieke cliënten. Met name voor grote institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, kan dit een aantrekkelijke optie zijn. Er is dan sprake van cliëntsegregatie in plaats van omnibussegregatie, waardoor de cliënt niet meer geconfronteerd hoeft te worden met een '*fellow customer risk*' en ook niet meer met een omslagregeling bij tekorten, waarin zowel de Wge als de huidige regeling van de effectenbewaarbedrijven nog voorziet. Deze constructie zou ook kunnen worden gebruikt voor het bewaren van effecten voor de gezamenlijke cliënten van een en dezelfde vermogensbeheerder. In die variant zou sprake zijn van een beperkte omnibussegregatie. Mij is uit de praktijk in ieder geval één casus bekend waarin de figuur van het effectenbewaarbedrijf op deze manier een nieuwe invulling heeft gekregen. Het ware te wensen dat meer marktpartijen op deze manier zouden nadenken over de mogelijkheden van de effectenbewaarbedrijven in plaats van simpelweg de Minister te volgen in zijn stellingname dat de effectenbewaarbedrijven overbodig zijn en kunnen worden opgeheven.

Wat in ieder geval onwenselijk is, is dat banken de mogelijkheid wordt ontnomen om zelf te kiezen of zij de bescherming van de rechten van cliënten ten aanzien van financiële instrumenten willen realiseren langs de weg van de Wge of door middel van een of meer bewaarbedrijven. In de toelichting bij de consultatieversie van het Wijzigingsbesluit Nrgfo Wft van 3 februari 2016 draagt de AFM drie argumenten aan om aan die keuzevrijheid een eind te maken en bewaring van financiële instrumenten in de toekomst alleen nog op Wge-conforme wijze te doen plaatsvinden.²⁵ Het belangrijkste argument is dat bescherming op basis van de Wge een betere bescherming zou zijn omdat sprake is van een goederenrechtelijke aanspraak in plaats van een verbintenisrechtelijke aanspraak. Het tweede ar-

24. Meer in het algemeen is het een lastig IPR-vraagstuk in hoeverre een juridische fusie die naar Nederlands recht is voltrokken, moet worden erkend door buitenlandse wederpartijen in rechtsverhoudingen die door buitenlands recht worden beheerst.

25. Toelichting consultatieversie Wijzigingsbesluit Nrgfo Wft, p. 2-3. De AFM gebruikt deze argumenten om te onderbouwen dat het houden van financiële instrumenten via een beleggersgiro niet langer zou moeten worden toegestaan. In het consultatiedocument, p.3, geeft de AFM aan dat deze argumenten ook van toepassing zouden kunnen zijn op bewaring via een effectenbewaarbedrijf.

gument is dat Wge-conforme bewaring beter zou aansluiten bij het Europese normenkader waarbinnen beleggingsondernemingen opereren. Het derde en laatste argument betreft de gelijke functionaliteit van beide regelingen, waardoor beide regelingen niet naast elkaar nodig zouden zijn. Ik hoop in par. 4 voldoende te hebben duidelijk gemaakt dat de goederenrechtelijke bescherming die de Wge biedt niet per definitie meer waard is dan de door een effectenbewaarbedrijf geboden bescherming, zeker niet als het gaat om effecten die via de custodyketen worden gehouden bij een buitenlandse *subcustodian*. In diezelfde paragraaf is uiteengezet dat een beroep van de AFM op het Europese normenkader miskent dat de positie van een partij die optreedt als bewaarder van financiële instrumenten voor derden binnen Europa van land tot land kan verschillen. Tenslotte het argument van de gelijke functionaliteit: die is er wellicht wel als het gaat om het bundelen van orders of het beleggen in fracties van effecten, maar niet als het gaat om het creëren van specifieke pools voor specifieke cliënten. De constructie van de bewaarbedrijven biedt voor dergelijke innovatieve toepassingen duidelijk meer mogelijkheden dan het keurslijf van de Wge.

9. Conclusie

Uit het bovenstaande moge blijken dat het allerm minst zeker is dat de effectenbewaarbedrijven met de verruiming van de beschermingsomvang van de Wge overbodig zijn geworden. De in art. 50b Wge voorziene wijze van overgang van de effecten van een effectenbewaarbedrijf naar de bank is niet voldoende om een succesvolle overgang te bewerkstelligen. De betrokken bepaling ziet alleen op de 'downstream' relatie met de bewaargever en negeert het 'upstream' traject. Een oplossing is de constructie gebaseerd op art. 50b Wge te combineren met een overdracht/novatie op *subcustodian*-niveau. Een andere methode om bewaring van effecten van de bewaarbedrijven op de bank te doen overgaan zou kunnen zijn gelegen in een juridische fusie tussen het effectenbewaarbedrijf en de bank. Bij een vergelijking van deze methode met de constructie gebaseerd op art. 50b Wge gecombineerd met een overdracht/novatie op *subcustodian*-niveau blijken beide benaderingen voor- en nadelen te hebben. Los daarvan is er mijns inziens onvoldoende reden om het effectenbewaarbedrijf bij het oud vuil te zetten. Zeker als het gaat om effecten die via de custodyketen worden gehouden bij een buitenlandse *subcustodian*, is de goederenrechtelijke bescherming die de Wge biedt niet per definitie meer waard dan de door een effectenbewaarbedrijf geboden bescherming. Door creatief gebruik van de figuur van het effectenbewaarbedrijf, bijvoorbeeld door oprichting van separate effectenbewaarbedrijven voor (de bewaring van effecten van) specifieke cliënten, biedt het effectenbewaarbedrijf enorme kansen en toont het zich een instrument dat meer functionaliteiten biedt dan de Wge.