



Universiteit  
Leiden  
The Netherlands

## **Incoherentie verenigd. Privaatrechtelijke concepten onder druk van Europees financieel recht**

Haentjens, M.

### **Citation**

Haentjens, M. (2017). Incoherentie verenigd. Privaatrechtelijke concepten onder druk van Europees financieel recht. *Tijdschrift Voor Privaatrecht*, 54(4), 1339-1393. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/67818>

Version: Publisher's Version

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

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/67818>

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

## INCOHERENTIE VERENIGD

### PRIVAATRECHTELIJKE CONCEPTEN ONDER DRUK VAN EUROPEES FINANCIËEL RECHT

Matthias HAENTJENS\*

*Hoogleraar Financieel Recht, Universiteit Leiden*

*De Europese post-crisis wetgeving werkt nog indringender in op de nationale rechtsordes dan eerder het geval was. Dit heeft ook consequenties voor het nationale privaatrecht. Sterker nog, het recente Europees financieel recht zet alle klassieke privaatrechtelijke deelterreinen kernconcepten onder druk. Te denken valt bijvoorbeeld aan de kernconcepten “overeenkomst” en “normschending”. De Europese regelgever noopt zelfs tot her-denking van de begrippen “eigendom” en “paritas creditorum”. Het valt bovendien te verwachten dat de gevolgen van Europees financieel recht voor het nationaal privaatrecht niet zullen eindigen op vandaag. Een minder coherent, maar meer geharmoniseerd, nationaal privaatrecht van Europese origine is en zal het gevolg zijn. “Incoherentie verenigd” dus.*

---

\* m.haentjens@law.leidenuniv.nl. Deze bijdrage is de uitgewerkte vorm van de oratie die ik op 3 mei 2016 in Gent uitsprak bij de aanvaarding van de TPR Wisselleerstoel. Voor de totstandkoming van dit stuk ben ik vele personen dank verschuldigd, maar in ieder geval (in willekeurige volgorde): Alex-Geert Castermans, Valentina Caria, Jouke Tegelaar, Dorine Verheij, Ruben de Graaff, Margreet Duynstee en Diana Dankers-Hagenaars. Daarnaast dank ik zeer het TPR en in het bijzonder zijn co-directeuren Vincent Sagaert en Matthias Storme, die mijn benoeming mogelijk maakten, alsook mijn Gentse collega's en studenten, decaan Michel Tison voorop, die mij naar Gent haalden, mij buitengewoon hartelijk hebben ontvangen en tot inspiratie zijn geweest. De finale versie van deze bijdrage werd ingeleverd op 29 november 2017.

# INHOUD

<i>I. PRIVAATRECHT IN CRISISTIJD (1-10)</i> .....	1341
<i>II. VERBINTENISSENRECHT: “OVEREENKOMST” (11-43)</i> .....	1344
A. Inleiding (11-12) .....	1344
B. Consument en overeenkomst? (13-23) .....	1345
C. Professionele partij en forumkeuze? (24-34) .....	1349
D. Nationaal verbintenissenrecht (35-43) .....	1353
<i>III. AANSPRAKELIJKHEIDSRECHT: “NORMSCHENDING EN SANCTIO- NERING” (44-76)</i> .....	1356
A. Inleiding (44-48) .....	1356
B. Privaatrechtelijk stilzwijgen (49-65) .....	1358
C. Tussenstand (66-69) .....	1364
D. Expliciete(r) privaatrechtelijke sanctionering (70-76) .....	1365
<i>IV. GOEDERENRECHT: “EIGENDOM” (77-92)</i> .....	1368
A. Inleiding (77-78) .....	1368
B. Financiële zekerheidsovereenkomsten (79-84) .....	1369
C. Consequenties voor Nederlands en Belgisch goederenrecht (85-92) .	1371
<i>V. VERHAALSRECHT: “(ON) DEELBAARHEID VERMOGEN” EN “PARITAS CREDITORUM” (93-117)</i> .....	1374
A. Inleiding (93) .....	1374
B. EMIR, MiFID en de (on) deelbaarheid van vermogen (94-104) . . . .	1375
C. BRRD, SRM Vo. en de paritas creditorum (105-117) .....	1379
<i>VI. AFSLUITENDE OBSERVATIES (118-122)</i> .....	1383
<i>VII. NAWOORD (123)</i> .....	1385

## I. PRIVAATRECHT IN CRISISTIJD

1. “In verscheidenheid verenigd” is het motto van de Europese Unie. De laatste tijd lijkt “in crisis verdeeld” echter een toepasselijker motto. Ik denk dan aan de manier waarop de Unie de afgelopen twee jaren heeft getracht het hoofd te bieden aan de vluchtelingencrisis, aan het Nederlandse referendum over het Associatieverdrag met Oekraïne en aan de naderende Brexit. Bovendien hebben partijen met een anti-Europese boodschap in verschillende lidstaten (waaronder Duitsland en Nederland) flinke winsten geboekt bij de laatste verkiezingen. Desalniettemin lijkt de harmonisering van het Europees recht steeds en onverminderd sterk voort te gaan, niet in de laatste plaats waar het financieel recht betreft. De gevolgen daarvan blijven zeker niet beperkt tot het Europees institutioneel niveau. Ook zijn zij sterk voelbaar in het nationale privaatrecht.

2. In de Europese wetgeving die wij als privaatrechtelijk kwalificeren, vervulde aanvankelijk, dat wil zeggen in de jaren ‘80 en ‘90 van de vorige eeuw, de bescherming van de consument een centrale rol. Daaraan is in de loop der tijd toegevoegd het stimuleren van de interne markt(1). Eén van de leidende gedachten daarbij was – en is – dat door een gelijke mate van bescherming in de gehele Europese Unie de consument vertrouwen zou hebben in grensoverschrijdende transacties. Zo werd het economisch streven naar een interne markt verbonden met het eerdere, normatieve streven naar bescherming van de zwakkere partij(2).

3. Het gevolg van deze Europese consumentenwetgeving is geweest dat in de stelsels van nationaal privaatrecht voor ‘consumenten’ (als gedefinieerd in de specifieke Europese wetgevingsinstrumenten) een bijzonder regime ontstond. In sommige jurisdicties is dat bijzondere regime in een aparte code opgenomen (Frankrijk), in andere goeddeels in een aparte wet (aanvankelijk België(3)), en in weer andere is het consumentenrecht geïmplementeerd in de reeds bestaande wetboeken (Nederland)(4). Naar aanleiding van al dit Europees consumentenprivaatrecht zijn pogingen ondernomen om te komen tot een Europees burgerlijk wetboek, vooralsnog evenwel zonder noemenswaardig resultaat.

4. Sinds de insolventie van *Lehman Brothers* en de daaropvolgende financiële crises zijn de bakens verzet. Sinds 15 september 2008, de dag waarop *Lehman Brothers Holdings Inc.* toepassing van *Chapter 11* aanvroeg, lijkt

---

(1) Zie bv. E. HONDIUS, *Consumentenrecht. MonBW nr. A8* (Deventer: Kluwer 2013), 7.

(2) Zie bv. Overweging 1 Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken en (thans) art. 114 (interne markt) en 169 (consumentenbescherming) VWEU.

(3) Inmiddels is deze consumentenwetgeving hoofdzakelijk opgenomen in Boek VI van het Wetboek Economisch Recht.

(4) E. HONDIUS, *Consumentenrecht*, 5.

niet meer consumentenbescherming en het stimuleren van de interne markt centraal te staan in de overwegingen van de Europese beleidsmakers, maar de stabiliteit van het financieel stelsel(5). Ook voor het nationale privaatrecht heeft deze beleidsverandering ingrijpende consequenties.

5. De post-crisis wetgeving is in zekere zin ingrijpender en werkt indringender in op de nationale rechtsordes, ook waar het het privaatrecht betreft. Ten eerste beperkt ze zich niet tot een specifieke categorie rechtssubjecten (te weten: consumenten), maar grijpt ze in op de meest uiteenlopende rechtsrelaties en rechtssubjecten. Ze richt zich immers tot maatschappelijke fenomenen zoals kredietbeoordeling, derivaten en bancaire insolventie, waarbij niet alleen consumenten en banken, maar ook kredietbeoordelaars, beleggingsfondsen, beleggingsondernemingen en gewone ondernemingen zijn betrokken.

6. Bovendien heeft deze wetgeving nieuwe stijl veelal een rechtstreeks werkend karakter omdat zij vaak in de vorm van verordeningen is gegoten. Waar prominente onderdelen van het consumentenrechtacquis worden gevormd door, bijvoorbeeld, de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken(6), de Richtlijn koop op afstand(7) en de Richtlijn consumentenkoop(8), vinden we post-crisis tal van regels die privaatrechtelijke consequenties hebben in de Verordening inzake ratingbureaus (beter bekend als CRA III)(9), de Verordening betreffende OTC(*over the counter*)-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (beter bekend als EMIR)(10) en de Verordening

---

(5) Luuk van Middelaar noemt de nieuwe wijze van beleidsvoering ‘gebeurtenissenpolitiek’. Zie L. VAN MIDDELAAR, *De Europese Unie en de gebeurtenissenpolitiek*, Intreerede Leiden (2016), [www.universiteitleiden.nl/binaries/content/assets/rechtsgeleerdheid/oratie-van-middelaar.pdf](http://www.universiteitleiden.nl/binaries/content/assets/rechtsgeleerdheid/oratie-van-middelaar.pdf).

(6) Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt en tot wijziging van Richtlijn 84/450/EEG van de Raad, Richtlijnen 97/7/EG, 98/27/EG en 2002/65/EG van het Europees Parlement en de Raad en van Verordening (EG) nr. 2006/2004 van het Europees Parlement en de Raad (“Richtlijn oneerlijke handelspraktijken”), data.europa.eu/eli/dir/2005/29/oj.

(7) Richtlijn 97/7/EG van het Europees Parlement en de Raad van 20 mei 1997 betreffende de bescherming van de consument bij op afstand gesloten overeenkomsten, data.europa.eu/eli/dir/1997/7/oj.

(8) Richtlijn 1999/44/EG van het Europees Parlement en de Raad van 25 mei 1999 betreffende bepaalde aspecten van de verkoop van en de garanties voor consumptiegoederen, data.europa.eu/eli/dir/1999/44/oj.

(9) Verordening (EG) nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 inzake ratingbureaus, data.europa.eu/eli/reg/2009/1060/oj.

(10) Verordening (EU) Nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, data.europa.eu/eli/reg/2012/648/oj.

inzake het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme (beter bekend als de SRM Verordening)(11).

7. Deze huidige, post-crisiswetgeving in de vorm van verordeningen volgt vaak voorgangers op die nog de vorm van richtlijnen hadden. Voorbeelden van deze ontwikkeling zijn de Marktmisbruikrichtlijn (MAD) die (deels) is opgevolgd door een Marktmisbruikverordening (MAR)(12), en de Richtlijn inzake Markten in financiële instrumenten (MiFID) die (deels) is opgevolgd door een Markten in financiële instrumenten Verordening (MiFIR)(13). Ook nieuwe wetgeving die niet werd voorafgegaan door een richtlijn heeft de vorm van een verordening: ik denk dan bijvoorbeeld aan de eerdergenoemde CRA III en EMIR.

8. De veranderde vorm van Europese financieelrechtelijke wetgeving maakt dat zij ingrijpender en indringender inwerkt op de nationale rechtsordes, dus ook op het nationale privaatrecht, dan de wetgeving van de voorgaande periode. Voorheen konden richtlijnen worden geïmplementeerd in de nationale rechtstelsels. Dat bracht mee dat voor zover de nationale wetgever de Europese wetgeving in kwestie als privaatrechtelijk kwalificeerde, deze als zodanig in het privaatrechtelijk systeem kon worden ingepast. Europees recht gemodelleerd naar nationale, privaatrechtelijke structuur dus. Dat is met de verordeningen anders. Deze werken immers rechtstreeks en het nationale privaatrechtelijke systeem moet daaraan worden aangepast.

9. Ten slotte is ook de institutionele en toezichtrechtelijke structuur waaraan de nieuwe privaatrechtelijke regels complementair zijn geheel nieuw of op ingrijpende wijze gewijzigd. Om enkele voorbeelden te geven: op kredietbeoordelaars houdt de Europese Autoriteit voor Effecten en Markten het toezicht (met uitsluiting van enige nationale toezichthouder), derivaten moeten op een volledig andere wijze worden afgewikkeld dan de markt voorheen was ingericht, terwijl de Brusselse *Single Resolution Board* en nationale zogeheten afwikkelingsautoriteiten de regie hebben gekregen over bancaire insolventie (waar dat eerst de nationale faillissementsrechter was).

---

(11) Verordening (EU) nr. 806/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 juli 2014 tot vaststelling van eenvormige regels en een eenvormige procedure voor de afwikkeling van kredietinstellingen en bepaalde beleggingsondernemingen in het kader van een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme en een gemeenschappelijk afwikkelingsfonds en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 1093/2010, data.europa.eu/eli/reg/2014/806/oj.

(12) Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie, data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj.

(13) Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, data.europa.eu/eli/reg/2014/600/oj.

10. In het hiernavolgende zal ik laten zien dat het recente Europees financieel recht op alle klassiek te onderscheiden privaatrechtelijke deelterreinen kernconcepten onder druk zet, dat wil zeggen: afbreuk doet aan, althans tot her-denking noopt van de eerder als vaststaand beschouwde betekenis ervan. Daarbij zal ik aanknopen bij de zojuist gegeven voorbeelden. Daarnaast zijn echter nog veel meer voorbeelden te verzinnen waar het financieel recht op het privaatrecht in brede zin inwerkt. Te denken valt bijvoorbeeld aan de consequenties van recente Europese jurisprudentie inzake kredietopzegging voor nationale regels met betrekking stel- en bewijsplicht (weliswaar in consumentenrechtelijke context)(14) en aan de doorwerking van Europees financieel recht in het nationale vennootschapsrecht(15). Deze laat ik hier echter buiten beschouwing.

## II. VERBINTENISSENRECHT: “OVEREENKOMST”

### A. INLEIDING

11. Het eerste voorbeeld van een klassiek deelterrein waarin het Europees financieel recht tot her-denking noopt van een privaatrechtelijk kernconcept, is het verbintenissenrecht. Bij een eerdere gelegenheid heb ik uitgebreid stilgestaan bij de centrale rol die het kernbegrip autonomie in het privaatrecht en het verbintenissenrecht speelt, en hoe partijautonomie en contractsvrijheid onder druk zijn komen te staan door financieelrechtelijke crisiswetgeving(16). Ik ga dat hier niet herhalen, maar wil daaraan nog een element toevoegen dat het begrip overeenkomst betreft.

12. Recentelijk heeft de Europese hoogste rechter zich namelijk uitgesproken over het wezen van een overeenkomst in financieelrechtelijk verband. Preciezer gezegd heeft het Hof van Justitie, in een zaak die een obligatieleening betrof, overwogen en beslist dat tussen uitgevende instelling en belegger geen sprake was een overeenkomst, noch van een vrijwillig aangegane verbintenis(17). In een nog recentere zaak is dat standpunt genuanceerd(18). Hoe dan ook kwam de Hoge Raad eerder voor het Nederlands privaatrecht

---

(14) HvJ 18 december 2014, C-449/13 *CA CF/Bonato-Bakkaus*, [curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-449/13](http://curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-449/13).

(15) Zie daarover bijvoorbeeld M. THATEN, *Die Ausstrahlung des Aufsichts- auf das Aktienrecht am Beispiel der Corporate Governance von Banken und Versicherungen. Zugleich ein Beitrag zur Koordination von Privat- und Öffentlichem Recht, Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, Band 92 (Berlin: Duncker & Humblot 2016).

(16) M. HAENTJENS, *De autonomie van de alchemist; een beginsel van burgerlijk recht in het bankwezen*, Intreerede Leiden (Den Haag: Boom 2014).

(17) HvJ 28 januari 2015, *Kolassa/Barclays Bank*, [curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-375/13](http://curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-375/13).

(18) HvJ 20 april 2016, C-366/13 *Profit Investment SIM SpA, in liquidation/Stefano Ossi, Andrea Mirone, Commerzbank ag et al.*, [curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-366/13](http://curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-366/13).



tot een tegengesteld oordeel(19) en afgevraagd kan worden of deze rechtspraak thans strijdig met Europees recht moet worden geacht.

## B. CONSUMENT EN OVEREENKOMST?

13. In de zaak *Kolassa/Barclays Bank*(20) waren de feiten als volgt. *Harald Kolassa* (woonachtig in Oostenrijk) had 68.180,63 euro geïnvesteerd in zogeheten X1 Global EUR Index-certificaten. Deze effecten, door het Hof ook aangeduid als obligaties, waren uitgegeven door *Barclays Bank plc*, ingeschreven in het handelsregister van het Verenigd Koninkrijk, met een vestiging in Frankfurt am Main, Duitsland. De obligaties konden enkel door institutionele beleggers worden gekocht. De institutionele beleggers verkochten vervolgens de certificaten wel aan particulieren door(21).

14. *Kolassa* investeerde in de zojuist genoemde obligaties via de (internet) bank *Direktanlage.at* (gevestigd in Oostenrijk). *Direktanlage.at* bestelde de obligaties bij haar moedervennootschap *DAB Bank AG* (gevestigd te Duitsland) die de certificaten bij *Barclays Bank* kocht. Dit resulteerde erin dat de door *Kolassa* gekochte obligaties werden gecrediteerd op een effectenrekening die *Direktanlage.at* bij *DAB Bank* aanhield. *Direktanlage.at* crediteerde op haar beurt de effectenrekening die *Kolassa* bij *Direktanlage.at* aanhield(22). Een werknemer van de door *Barclays* aangetrokken *fund manager* sluisde het met de obligaties opgehaalde bedrag door naar een ‘groots opgezette fraudesysteem van piramidebeleggingen’(23) waardoor de obligaties waardeloos zijn geworden.

15. *Kolassa* vorderde van *Barclays Bank* de aldus door hem geleden schade met als grondslagen contractuele en precontractuele aansprakelijkheid, alsmede aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad. *Kolassa* stelde zich op het standpunt dat hij zijn vermogen op andere wijze zou hebben belegd als *Barclays Bank* hem in het prospectus en de algemene voorwaarden de juiste informatie zou hebben verschaft(24). *Kolassa* maakte de procedure aanhangig bij het *Handelsgericht Wien*. *Barclays* heeft kennelijk de rechtsmacht van deze rechtbank betwist.

16. Een springend punt in deze zaak bleek te zijn de vraag of tussen de effectenuitgevende instelling en (uiteindelijke) belegger een overeenkomst, althans een ‘vrijwillig aangegane verbintenis’ bestaat. Ingeval namelijk

---

(19) HR 23 maart 2001, *Ofasec/NTM*, [deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:N-L:HR:2001:AG3894](http://deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:N-L:HR:2001:AG3894) = *NJ* 2003/715.

(20) HvJ 28 januari 2015, C-375/13 *Kolassa/Barclays Bank*.

(21) HvJ 28 januari 2015, C-375/13 *Kolassa/Barclays Bank*, r.o. 15.

(22) HvJ 28 januari 2015, C-375/13 *Kolassa/Barclays Bank*, r.o. 15.

(23) Conclusie van Advocaat-Generaal M. Szpunar van 3 september 2014, C-375/13, punt 19.

(24) HvJ 28 januari 2015, C-375/13 *Kolassa/Barclays Bank*, r.o. 16.



aangenomen wordt dat sprake is van een overeenkomst, gesloten tussen een belegger die ook als consument kwalificeert en de uitgevende instelling, zou die belegger zich kunnen beroepen op de specifieke bevoegdheidsregel van art. 15 lid 1 e.v. Brussel-I (oud)(25). Deze regel brengt, kort gezegd, mee dat een consument een rechtsvordering kan instellen tegen zijn wederpartij bij de overeenkomst voor het gerecht van de plaats waar de consument woonplaats heeft(26). Als in dit geval sprake zou zijn van een ‘vrijwillig aangegane verbintenis’, zou bovendien de algemene bevoegdheidsregel van art. 2 Brussel-I (oud)(27) van toepassing zijn, op grond waarvan, kort gezegd, het gerecht van de lidstaat waar de gedaagde woonplaats heeft, bevoegd is. Daarnaast zouden de bevoegdheidsregels gelden die betrekking hebben op overeenkomsten. Op grond van art. 5 lid 1 Brussel I (oud)(28) is in dat geval tevens het gerecht bevoegd van de plaats waar de verbintenis die aan de eis ten grondslag ligt, is uitgevoerd of moet worden uitgevoerd. Het HvJ bleek echter niet ervan overtuigd dat sprake was van een overeenkomst tussen *Kolassa* en *Barclays Bank*.

17. Het HvJ heeft geoordeeld dat geen overeenkomst (in de zin van art. 15 lid 1 Brussel I (oud)(29)) tussen *Kolassa* en *Barclays* bestond, hoewel het meent dat dit uiteindelijk ter verificatie moet worden gelaten aan de nationale rechter(30). Aan dit oordeel liggen twee overwegingen ten grondslag, die er beide lijken op neer te komen dat de belegger in kwestie, *Kolassa*, zijn effecten had gekocht op de secundaire markt, dat wil zeggen: niet direct van de uitgevende instelling. Meer precies overweegt het Hof in de eerste plaats dat *Kolassa* “niet de houder is van de [certificaten]” en “aanspraak [kon] maken op levering van de certificaten voor het aandeel in het dekkingsfonds, zonder dat de certificaten zelf aan hem konden worden overgedragen”(31). Deze overweging vind ik onbegrijpelijk(32). Ten eerste is de kwalificatie ‘houder’ onbegrijpelijk. Hierop kom ik nog terug. Ten tweede: hoe is het mogelijk dat een obligatie wel kan worden geleverd, maar niet overgedragen? Nog afgezien van de privaatrechtelijke kwalificatie daarvan lijkt het me een praktische onmogelijkheid.

---

(25) Verordening (EG) nr. 44/2001 van de Raad van 22 december 2000 betreffende de rechterlijke bevoegdheid, de erkenning en de tenuitvoerlegging van beslissingen in burgerlijke en handelszaken, Pb. L 12 (Brussel I (oud)). Thans art. 17 lid 1 van de Verordening (EU) nr. 1215/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2012 betreffende de rechterlijke bevoegdheid, de erkenning en de tenuitvoerlegging van beslissingen in burgerlijke en handelszaken, data.europa.eu/eli/reg/2001/44/oj (Brussel Ibis).

(26) Zie, meer specifiek, art. 18 lid 1 Brussel Ibis.

(27) Thans art. 4 Brussel Ibis.

(28) Thans art. 7 lid 1 Brussel Ibis.

(29) Thans: art. 17 lid 1 Brussel Ibis.

(30) HvJ 28 januari 2015, C-375/13 *Kolassa/Barclays Bank*, r.o. 26 en 35.

(31) HvJ 28 januari 2015, C-375/13 *Kolassa/Barclays Bank*, r.o. 26.

(32) Zie uitgebreider M. HAENTJENS & D.J. VERHEIJ, *AV&S* 2015, (5).

18. Voorts overweegt het Hof dat in het onderhavige geval de consument (Kolassa), anders dan in de hierna te bespreken zaak *Maletic*, niet “vanaf het begin onlosmakelijk contractueel verbonden was aan twee contractpartijen”(33). Ook deze overweging kan ik moeilijk onderschrijven. In de zaak *Maletic*(34) was door bemiddeling van een online reisbureau (niet alleen een overeenkomst tussen klant en reisbureau, maar ook) een overeenkomst tot stand gekomen tussen klant en een reisorganisator. Naar mijn idee zijn evenzo een uitgevende instelling en de intermediairs die effecten houden voor hun cliënten beide verbonden jegens die cliënten. Anders dan het in *Maletic* beoordeelde geval (waarin het reisbureau de reisorganisator vertegenwoordigde) treedt bij effectenbewaring een intermediair niet op namens de uitgevende instelling. Er ontstaan namelijk twee afzonderlijke overeenkomsten. Een overeenkomst tussen cliënt (in dit geval: *Kolassa*) en intermediair (in dit geval: *Direktanlage.at*), en een overeenkomst tussen cliënt (*Kolassa*) en uitgevende instelling (in dit geval: *Barclays*), maar niet noodzakelijkerwijs tussen intermediair en uitgevende instelling. Ik verklaar dit nader.

19. Beursgenoteerde effecten worden heden ten dage meestal niet direct door de belegger gehouden. De uitgevende instelling deponereert de uitgegeven effecten bij een zogeheten centrale bewaarinstelling. De belegger houdt zijn effecten aan middels een effectenrekening bij zijn bank. Deze bank administreert op haar beurt de effecten die zij voor haar cliënten beheert op een gezamenlijke effectenrekening – op eigen naam, maar voor rekening van haar gezamenlijke cliënten – bij een andere bank of bij de eerdergenoemde centrale bewaarinstelling. Een dergelijke rekening wordt *omnibus account* genoemd, nu deze rekening de gezamenlijke aanspraken van de cliënten van de bank uitdrukt(35).

20. Welk recht de aanspraak van de belegger jegens zijn bank beheerst, wordt uiteindelijk bepaald door het IPR van het aangezochte forum, maar de wereldwijd meest gangbare verwijzingsregel voor het goederenrechtelijke regime verwijst naar het recht van het land waar de effectenrekening wordt (aan)gehouden. Deze regel is in het Nederlandse recht in algemene zin in art. 10:141 BW gecodificeerd, maar kan ook – zij het met beperkter reikwijdte – worden gevonden in art. 9 lid 1 van de zogeheten Richtlijn

---

(33) HvJ 28 januari 2015, C-375/13 *Kolassa/Barclays Bank*, r.o. 35.

(34) HvJ 14 november 2013, C-478/12 *Maletic/Lastminute.com*, curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-478/12.

(35) Zie bv. M. HAENTJENS, *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* (Deventer: Kluwer 2014), Inl. aant. 2 op de Wet giraal effectenverkeer (Wge).

Financiële Zekerheden(36). In het Belgische recht vindt men de implementatie van deze laatste bepaling in art. 17 van de Wet Financiële Zekerheden (met een ruimer toepassingsgebied *ratione personae*)(37).

21. Ervan uitgaande dat de effectenrekening van *Kolassa* bij *Direktanlage.at* in Oostenrijk werd aangehouden, is op grond van de zojuist besproken verwijzingsregel niet onwaarschijnlijk dat de aanspraak van *Kolassa* jegens *Direktanlage.at* werd beheerst door Oostenrijks recht. Oostenrijks recht (evenals het Belgische en Nederlandse) geeft de effectenrekeninghouder, kort gezegd, een mede-eigendomsrecht(38). In de relatie tussen *Kolassa* en *Direktanlage.at* gold *Kolassa* derhalve als mede-eigenaar (en niet als 'houder', zoals het Hof meende), terwijl zonder twijfel ook een overeenkomst van effectenbewaring tussen beiden was gesloten. Deze relatie moet worden onderscheiden van de relatie tussen *Kolassa* en *Barclays*, in welke relatie ook een overeenkomst van kracht was nu het onderhavige effect een obligatie betrof.

22. De relatie tussen effectenrekeninghouder en zijn bank heeft betrekking op de (al dan niet: goederenrechtelijke) aanspraak van de effectenrekeninghouder tot overboeking op een andere rekening, etc. De relatie tussen effectenrekeninghouder/belegger en de uitgevende instelling daarentegen heeft betrekking op de aanspraak van de belegger tot uitbetaling van dividend/rente, deelname aan vergaderingen van aandeelhouders/obligatiehouders etc. Een uitgevende instelling geeft effecten uit en laat deze noteren op een beurs, juist met het doel om derden, die zij aanvankelijk niet zal kennen, aan zich te binden met het oog op de zojuist genoemde uitbetaling van dividend/rente, deelname aan vergaderingen van aandeelhouders/obligatiehouders etc. In geval van een obligatie heeft de belegger bovendien zonder twijfel een schuldvordering op de uitgevende instelling, te weten: tot terugbetaling van de hoofdsom (en rente). Onbegrijpelijk is dan ook hoe het Hof enerzijds heeft kunnen overwegen dat *Barclays Bank* weliswaar

---

(36) Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten, data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj. Vergelijk ook art. 9 lid 2 Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen, Pdata.europa.eu/eli/dir/1998/26/oj (Finaliteitsrichtlijn). Deze verwijzingsregel van art. 9 lid 2 Finaliteitsrichtlijn (die overigens ook kan worden teruggevonden in art. 12 lid 1 van de Verordening (EU) 2015/848 van het Europees Parlement en de Raad van 20 mei 2015 betreffende insolventieprocedures, data.europa.eu/eli/reg/2015/848/oj) is vergelijkbaar met, maar niet identiek aan de hierboven geparafraseerde verwijzingsregel van de Financiëlezekerhedenrichtlijn. Voor een bespreking van de precieze verschillen, zie M. HAENTJENS, *The Law Applicable to Indirectly Held Securities: The Plumbing of International Securities Transactions* (Den Haag: SDU Uitgevers 2006), 30-38.

(37) De algemene regel in het Belgische WIPR art. 96 bepaalt deze aanknopingsfactor meer algemeen voor de rechten op een effect waarvoor de wet de inschrijving in een register oplegt.

(38) Art. 5(1) *Bundesgesetz vom 22 Oktober 1969 über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren* (Depotgesetz).

‘bepaalde verplichtingen’ had tegenover *Kolassa*, maar dat geen sprake zou zijn van een ‘vrijwillig aangegane verplichting’ tussen *Kolassa* en *Barclays Bank* (maar dat het aan het verwijzende gerecht is om dit verifiëren)(39).

23. Het Hof overwoog korthedshalve dat:

“in de omstandigheden van het hoofdgeding geen sprake is van een door Barclays Bank jegens Kolassa vrijwillig aangegane verbintenis, ook al heeft Barclays Bank op grond van het toepasselijke nationale recht bepaalde verplichtingen jegens Kolassa”.

Advocaat-generaal Szpunar kwam in zijn conclusie langs andere weg tot dezelfde – onbevredigende – conclusie. Naar zijn overtuiging bracht een autonome uitleg van art. 15 lid 1 Brussel I (oud) mee dat niet kan worden gesproken van een overeenkomst tussen *Kolassa* en *Barclays Bank*, maar alleen van een overeenkomst tussen *Kolassa* en *Direktanlage.ag*(40).

### C. PROFESSIONELE PARTIJ EN FORUMKEUZE?

24. Het belang van het *Kolassa/Barclays* arrest wordt onderstreept doordat de Advocaat-Generaal ook in een nog recentere zaak daarbij aansluiting zocht. Het ging in de zaak *Profit/Ossi*(41) om de voor de praktijk belangrijke vraag of een forum- of rechtskeuze, gemaakt in een prospectus, aan de belegger kan worden tegengeworpen. Ook in deze zaak – waarvan ik de precieze feitelijke constellatie hier verder laat zitten – betrof het een belegger die de desbetreffende effecten op de secundaire markt, althans niet rechtstreeks van de uitgevende instelling had gekocht of overgedragen gekregen. De belegger was echter geen consument ditmaal, maar de rechtspersoon *Profit Investment SIM SpA*. Met verwijzing naar *Kolassa*, overwoog advocaat-generaal Bot dat ook in deze zaak geen ‘contractuele band’ of ‘wederzijdse contractuele verplichtingen’ zijn aangegaan door uitgevende instelling en (uiteindelijke) belegger. Toch kan, aldus de advocaat-generaal, een forumkeuze geldig zijn, op de grond dat het een ‘overeenkomst tot aanwijzing van een bevoegd gerecht’ is ‘in een vorm die overeenstemt met een gewoonte waarvan de partijen op de hoogte zijn of hadden behoren te zijn en die in de internationale handel algemeen bekend is en door partijen bij dergelijke overeenkomsten in de betrokken handelsbranche doorgaans in acht wordt genomen’(42). Het HvJ kwam tot een vergelijkbaar – zij het eveneens onbevredigend – resultaat.

---

(39) HvJ 28 januari 2015, C-375/13, *Kolassa/Barclays Bank*, r.o. 40-41.

(40) Conclusie advocaat-generaal, punt 38.

(41) HvJ 20 april 2016, C-366/13 *Profit Investment SIM SpA, in vereff./Stefano Ossi, Andrea Mirone, Commerzbank ag et al.*

(42) Conclusie advocaat-generaal, punt 62.

25. Art. 23 lid 1 Brussel I (oud)(43) bepaalt – onder andere – dat ‘bij een schriftelijke overeenkomst’ een geldige, exclusieve forumkeuze kan worden gemaakt. advocaat-generaal Bot legt die bepaling autonoom uit, waarbij hij onderzoekt of van wilsovereenstemming sprake is ten aanzien van het forumkeuzebeding. Die wilsovereenstemming moet dan ‘duidelijk en nauwkeurig tot uiting [...] komen’ en niet ‘louter stilzwijgend [...] zijn of uit de omstandigheden [...] worden afgeleid’(44). Daarvan is volgens advocaat-generaal Bot geen sprake geweest tussen *Profit* en *Ossi*, omdat volgens hem ‘het vereiste van een geschrift [...] niet vervuld [kan] worden geacht als het forumkeuzebeding slechts is opgenomen in een eenzijdig door de emittent [...] opgesteld memorandum’.

26. Vervolgens onderscheidt advocaat-generaal Bot de voorliggende zaak van de zaken die aandelen en een cognossement betroffen en waarin het HvJ wel degelijk had aanvaard dat derde-verkrijgers waren gebonden aan een forumkeuze. In het arrest *Powell Duffryn* had het Hof namelijk vastgesteld dat Europees recht meebrengt dat opvolgende verkrijgers gebonden zijn aan een in de statuten van een naamloze vennootschap opgenomen clause(45). Eenzelfde redenering heeft het Hof gevolgd waar het een cognossement betreft. Deze analogie volgt advocaat-generaal Bot – mijns inziens ten onrechte – niet, omdat hij onder verwijzing naar het arrest van het Hof in de zaak *Kolassa* meent dat, kort gezegd, geen contractuele band bestaat tussen belegger en uitgevende instelling.

27. Het HvJ volgt de advocaat-generaal niet in zijn motivering, maar komt wel tot een vergelijkbare uitkomst. Ook volgens het HvJ kan een forumkeuze in een prospectus geldig zijn. Het stelt daaraan echter de volgende vereisten: 1) vast moet staan – en het is aan de verwijzende rechter dit te verifiëren – dat het beding geldig is in de betrekkingen tussen uitgevende instelling en de eerste verkrijger van die effecten; 2) de uiteindelijke belegger moet krachtens het toepasselijke nationale recht de eerste verkrijger zijn ‘opgevolgd in de aan diezelfde effecten verbonden rechten en verplichtingen’; en 3) de uiteindelijke belegger moet de mogelijkheid hebben “*gehad kennis te nemen van het prospectus waarin dat beding is opgenomen, hetgeen impliceert dat dit laatste gemakkelijk toegankelijk is*”(46).

28. Naar mijn idee miskennen zowel advocaat-generaal als Hof hier de feitelijke en juridische werkelijkheid van overdracht van effecten. Ten eerste overwoog advocaat-generaal Bot dat een cognossement “*een instrument in de internationale handel is dat bedoeld is voor het regelen van een*

---

(43) Thans art. 25 lid 1 Brussel Ibis.

(44) Conclusie advocaat-generaal, punt 41 en 42.

(45) Conclusie advocaat-generaal, punt 48 en 54-55.

(46) HvJ 20 april 2016, C-366/13 *Profit Investment SIM SpA, in liquidation/Stefano Ossi, Andrea Mirone, Commerzbank ag et al.*, r.o. 51.



*betrekking tussen ten minste drie personen, alsook een verhandelbare titel waarmee de eigenaar de goederen tijdens het vervoer kan overdragen aan een koper, die in alle rechten en verplichtingen van de inlader ten opzichte van de vervoerder treedt*”(47). Volgens de advocaat-generaal is dit ingeval van een obligatie anders, maar ik heb zelden een betere omschrijving van een effect gevonden! In ieder geval lijkt mij aldus het wezenskenmerk te zijn beschreven van effecten, die – zeker waar zij worden uitgegeven met het oog op een handel ter beurze – immers ook worden uitgegeven om te worden overgedragen, zodanig dat de verkrijger “*in alle rechten en verplichtingen van [verkrijger/nieuwe effectenbezitter] ten opzichte van de [uitgevende instelling] treedt*”.

**29.** Ten tweede overtuigt het onderscheid dat de advocaat-generaal maakt in zijn vergelijking met aandelen mij niet. Hij plaatst tegenover elkaar de onderhavige obligaties en ‘een recht op het kapitaal van de vennootschap’, waardoor beleggers ‘partij worden bij de overeenkomst tot oprichting van die rechtspersoon’(48). Ik betwijfel sterk dat een belegger die, bijvoorbeeld aandelen Koninklijke Olie koopt dat doet met de bedoeling ‘partij te worden bij de overeenkomst tot oprichting’ van Koninklijke Olie. Advocaat-generaal Bot heeft met andere woorden het wezenskenmerk van aandelen in de context van internationale effectenhandel miskend, te weten (hemzelf parafraserend): “een verhandelbare titel waarmee de aandeelhouder het aandeel kan overdragen aan een koper, die in alle rechten en verplichtingen ten opzichte van de uitgevende instelling treedt”.

**30.** Het HvJ was evenmin overtuigd van het onderscheid tussen deze zaak en de situatie van cognossementen en aandelen(49). Maar zowel advocaat-generaal als Hof is van mening dat de geldigheid van een forumkeuzebeding in de relatie tussen uitgevende instelling en belegger afhangt van de geldigheid van, kort gezegd, eerdere overdrachten in de keten die uiteindelijk heeft geleid tot verkrijging door deze belegger. Dit geeft naar mijn idee blijk van een onjuiste opvatting over het (rechts)karakter van overboekingen van girale effecten.

**31.** Ten eerste kan worden betoogd dat met het aankopen van effecten, maar in ieder geval met het aanvaarden van de creditering van zijn effectenrekening met die effecten, een belegger instemt met de rechten en verplichtingen die die effecten meebrengen, welke rechten en verplichtingen zijn neergelegd in het prospectus. Sterker nog, met zijn aankooporder, maar in ieder geval met het doen krediteren van zijn effectenrekening, neemt de belegger het initiatief tot gebondenheid aan de uitgevende instelling en de

---

(47) Conclusie advocaat-generaal, punt 54.

(48) Conclusie advocaat-generaal, punt 55.

(49) Vergelijk HvJ 20 april 2016, C-366/13, *Profit Investment SIM SpA, in liquidation/Stefano Ossi, Andrea Mirone, Commerzbank ag et al*, r.o. 33.



door die uitgevende instelling in het prospectus vastgelegde condities van de door haar uitgegeven effecten. Aldus komt naar mijn idee ‘duidelijk en nauwkeurig’ de wilsovereenstemming tussen partijen tot uiting(50).

**32.** Ten tweede, en het voorgaande vloeit hieruit voort, verschilt de overboeking van girale effecten wezenlijk van de overdracht van zaken, zoals airconditioningelementen waaraan de advocaat-generaal refereert(51). In dit verband vertonen girale effecten (en hun overboeking) namelijk meer gelijkenis met schuldvorderingen (en hun cessie), dan met zaken (en hun overdracht). Net zoals opeenvolgende crediteuren een zelfstandige, vrijwillig aangegane relatie houden met de debiteur, houden beleggers een zelfstandige, vrijwillig aangegane relatie met de uitgevende instelling. Daaraan doet niet af het aantal vervreemders dat betrokken is (geweest) in de keten van overboekingen/cessies die tot de uiteindelijke verkrijging van de (laatste) belegger/crediteur heeft geleid. Ten aanzien van zaken zoals airconditioningelementen kan dat – in ieder geval op grond van het *Refcomp*-arrest – wezenlijk anders zijn; in dat arrest was immers aanvaard dat de derde-verkrijger geen overeenkomst heeft (gesloten) met de eerste vervreemder. Ingeval van effecten bestaat een dergelijke overeenkomst wel tussen uitgevende instelling en (uiteindelijke) belegger en moet deze relatie worden onderscheiden van de relatie(s) tussen de uiteindelijke belegger en zijn eerdere vervreemder(s). Dit punt maakte ik hierboven in verband met *Kolassa* ook reeds.

**33.** Ten derde verschilt de overboeking van effecten m.i. wezenlijk van de overdracht van zowel zaken als schuldvorderingen, omdat overboeking van effecten geschiedt door creditering van de effectenrekening van de verkrijger, en corresponderende debitering van de rekening van de vervreemder. Effecten zoals de obligaties die het onderwerp vormden van de zaken *Kolassa/Barclays Bank* en *Profit/Ossi*, worden niet geleverd in fysieke vorm. De debitering van de rekening van de vervreemder moet m.i. naar Nederlands recht worden gekwalificeerd als het tenietgaan van de aanspraak van deze rekeninghouder jegens degene die zijn rekening beheert. Evenzo kwalificeert de creditering van de rekening van de verkrijger als het ontstaan van een vergelijkbare aanspraak van deze rekeninghouder jegens degene die zijn rekening beheert.

**34.** De verkrijgende belegger verkrijgt m.i. dan ook niet hetzelfde goed als de vervreemder had, en een overboeking van effecten kan dan ook niet als

---

(50) Deze stellingen lijken in lijn met hetgeen de regering van het Verenigd Koninkrijk en Commerzbank in de procedure naar voren hebben gebracht. Zie Conclusie advocaat-generaal, nrs. 52 en 53.

(51) Conclusie advocaat-generaal, punt 47, verwijzend naar HvJ 7 februari 2013, C-543/10 *Refcomp SpA/Axa Corporate Solutions Assurance SA, Axa France IARD, Emerson Network, Climaveneta SpA*, curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-543/10.

overdracht in de zin van art. 3:84 BW worden gekwalificeerd<sup>(52)</sup>. Dit is met name duidelijk waar het beursttransacties betreft: daar zijn vervreemder en verkrijger zelfs onbekend met elkaars identiteit, zij kennen alleen hun eigen bank of beleggingsonderneming bij wie zij hun effectenrekeningen aanhouden en aan wie zij hun aan- en verkooporder hebben doorgegeven. (Ook) zo bezien is het onbegrijpelijk hoe advocaat-generaal en Hof tot de overweging hebben kunnen komen dat de geldigheid van een forumkeuzebeding in de relatie tussen uitgevende instelling en belegger afhangt van de geldigheid van, kort gezegd, eerdere overdrachten in de keten die uiteindelijk hebben geleid tot verkrijging door deze belegger.

#### D. NATIONAAL VERBINTENISSENRECHT

**35.** Uit het bovenstaande volgt dat naar mijn idee tussen uitgevende instelling en belegger een contractuele relatie bestaat, zeker waar het obligaties betreft. Voor die stelling zijn (ten minste) drie argumenten aan te voeren. Ten eerste heb ik reeds uiteengezet hoe aangesloten zou kunnen worden bij de rechtspraak van het Hof ten aanzien van aandelen en cognossement, waarin het Hof wel had aanvaard dat derde-verkrijgers waren gebonden aan een forumkeuze. Aldus is een contractuele relatie tussen uitgevende instelling en (opvolgende) beleggers aanvaard.

**36.** Ten tweede – en dit is ook niet door Hof en advocaat-generaal ontkend – brengen obligaties verplichtingen van de uitgevende instelling en rechten van de belegger tot stand. Een obligatie is immers een middel voor een onderneming of overheidsorgaan om zich te financieren. Het is een verhandelbaar instrument dat wordt uitgegeven door dezelfde onderneming of hetzelfde overheidsorgaan en een deel van het vreemd vermogen daarvan vertegenwoordigt. In privaatrechtelijke zin moet een obligatie worden gekwalificeerd als een schuldvordering van de obligatiehouder op de uitgevende instelling (en een daarmee corresponderende verplichting van de uitgevende instelling tot (terug)betaling van hoofdsom en rente aan de obligatiehouder). Die kwalificatie verandert naar mijn overtuiging niet als de obligatie wordt verkocht en overgedragen. Ook de manier waarop de obligatie wordt geadministreerd door één of meer banken, verandert daaraan niets.

---

(52) Toegegeven moet worden dat ik met deze analyse een minderheidsstandpunt in de Nederlandse literatuur inneem: zie bijvoorbeeld W. SNIJDERS, “Ongeregelde heden in het vermogensrecht (II, slot)”, 136 *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* 2005(6608), 94-102 en mijn publicaties “Between Property Law and Contract Law: the Case of Securities EU law and non-contractual liability”, in S. van Erp (ed.), *The Future of European Property Law* (München: Sellier 2012) en “Un modèle moderne dans un monde ancien: les titres dématérialisés en droit privé commun”, in *Le Droit comparé au XXIe siècle: enjeux et défis* (Société de la Législation Comparée 2015). Ook in België is de andere opvatting heersend.

**37.** Ten derde kan ook in het Nederlands privaatrecht steun worden gevonden voor de stelling dat sprake is van een overeenkomst tussen uitgevende instelling en belegger. Deze analyse naar nationaal, materieel recht is van des te groter belang, omdat zowel volgens Hof als de advocaat-generaal het aan het verwijzende gerecht zou zijn om te verifiëren of in het te beoordelen geval sprake is van, kort gezegd, een overeenkomst. Bij die verificatie zal het toepasselijke nationale recht een cruciale rol spelen.

**38.** Een obligatie moet naar Nederlands en Belgisch privaatrecht worden gekwalificeerd als een schuldvordering van de obligatiehouder op de uitgevende instelling. Bovendien zou ik willen betogen dat een overeenkomst tussen uitgevende instelling en belegger tot stand komt doordat een belegger een aanbod van de uitgevende instelling aanvaardt, welk aanbod permanent is en waarvan de voorwaarden minutieus zijn neergelegd in, en zijn geuit middels, het prospectus of in een ander document als geen prospectus hoeft te worden uitgegeven. Dat prospectus of die obligatievoorwaarden zouden dan kunnen worden gezien als een set algemene voorwaarden, waarvan de aanvaarding vormvrij is. Aanvaarding kan derhalve stilzwijgend (art. 3:33 BW), althans uit een stilzwijgende handeling kan door de wederpartij aanvaarding worden afgeleid (art. 3:35 BW). Zoals ik hierboven reeds uiteenzette, kan de stilzwijgende aanvaarding van obligatievoorwaarden in het geval van obligaties worden afgeleid uit de instemming van de belegger met het doen krediteren – of althans het laten voortbestaan – van de kreditering van zijn effectenrekening.

**39.** Eén en ander wordt bevestigd door het arrest van 23 maart 2001(53) waarin de Hoge Raad overweegt:

“Met de aard daarvan strookt dat de rechten van de latere verkrijgers van obligaties – wier positie, zoals het Hof met juistheid heeft overwogen, niet behoort te verschillen van die van de inschrijvers – geheel moeten kunnen blijken uit het papier waarin dat vorderingsrecht is belichaamd”.

De Hoge Raad betrok niet met zoveel woorden de wijze van bewaring van effecten in dit oordeel, maar gaat zonder meer uit van een overeenkomst tussen uitgevende instelling en opvolgende beleggers/obligatiehouders.

**40.** Naar Nederlands recht valt bovendien een parallel te trekken met het cognossement. Zo bepaalt art. 8:441 lid 2 BW:

---

(53) HR 23 maart 2001, *Ofasec/NTM*.

“Jegens de houder van het cognossement, die niet de afzender was, is de vervoerder onder cognossement gehouden aan en kan hij een beroep doen op de bedingen van dit cognossement”(54).

Ook in deze situatie wordt geabstraheerd van de overeenkomst tussen vervreemder en verkrijger van het instrument dat een goed vertegenwoordigt. Evenzo is de rechtsbetrekking tussen vervreemder en verkrijger van een financieel instrument van geen belang voor de relatie tussen verkrijger en uitgevende instelling (welke relatie het voorwerp is van het goed dat de verkrijger verkrijgt).

**41.** Tussen uitgevende instelling en belegger bestaat derhalve een contractuele relatie, zeker waar het obligaties betreft. Niet alleen omdat een autonome uitleg van Europees recht hiertoe leidt, maar ook omdat dit nu eenmaal het beste spoort met de praktijk van effectenbewaring. Bovendien denk ik dat deze analyse overeen zou komen met huidig Nederlands privaatrecht.

**42.** Het is de vraag of de zojuist besproken arresten *Kolassa/Barclays* en *Profit/Ossi* tot aanpassing van het Nederlands privaatrecht nopen. Enerzijds kan worden betoogd dat deze zaken een specifieke uitleg van Europees IPR betroffen (te weten: de Brussel I (oud) Verordening), zodat het Nederlands privaatrecht buiten schot blijft. Anderzijds heeft het Hof zowel in *Kolassa/Barclays* als in *Profit/Ossi* beslist dat het verwijzende gerecht de essentiële vraag moet beantwoorden of sprake is van een overeenkomst. Aldus kan het nationale (dus ook: het Nederlandse) privaatrecht niet onbewogen blijven. In *Kolassa/Barclays* overwoog en besliste het Hof eenvoudigweg dat het aan het verwijzende gerecht is te verifiëren of tussen consument en de emittent van die obligatie een overeenkomst wordt gesloten. In *Profit/Ossi* preciseerde het Hof in die zin dat de verwijzende rechter moet verifiëren of (1) “de door partijen bij de uitgifte van de effecten op de primaire markt gesloten overeenkomst vermeldt dat dat beding is aanvaard of uitdrukkelijk naar dat prospectus verwijst”(55) en (2) de uiteindelijke belegger krachtens het toepasselijke nationale recht de eerste verkrijger is “opgevolgd in de aan diezelfde effecten verbonden rechten en verplichtingen”(56).

**43.** Gesteld dat Nederlands privaatrecht van toepassing is, lijkt het huidige Nederlandse privaatrecht de verwijzende rechter geen ruimte te laten om de zojuist genoemde beoordelingen te maken. Naar Nederlands recht valt

---

(54) Evenzo T.M.C. ARONS, “On financial losses, prospectuses, liability, jurisdiction (clauses) and applicable law”, *NIPR* 2015, (3), 381-382, en P.H.L.M. KUYPERS, *Forumkeuze in het Nederlandse internationaal privaatrecht* (Leiden 2008), 215. Anders KRAMER & VERHAGEN, *Asser 10-III, Internationaal vermogensrecht* (2015) nr. 1039.

(55) HvJ 20 april 2016, C-366/13 *Profit Investment SIM SpA, in liquidation/Stefano Ossi, Andrea Mirone, Commerzbank ag et al.*, r.o. 29.

(56) HvJ 20 april 2016, C-366/13 *Profit Investment SIM SpA, in liquidation/Stefano Ossi, Andrea Mirone, Commerzbank ag et al.*, r.o. 36.

immers te betogen dat zonder meer sprake is van een overeenkomst tussen uitgevende instelling en belegger. Hoe dan ook zal de rechter bij toepassing van het Nederlands privaatrecht niet zonder meer voorbij kunnen aan het besproken – naar mijn idee: onjuiste – Europees financieel recht, dat wil zeggen: Europees financieelrechtelijk IPR.

### III. AANSPRAKELIJKHEIDSRECHT: 'NORMSCHENDING EN SANCTIONERING'

#### A. INLEIDING

44. Het tweede voorbeeld van een klassiek privaatrechtelijk deelterrein waarin het Europees financieel recht tot her-denking noopt van een kern-concept, betreft het aansprakelijkheidsrecht. De relatie tussen Europees recht en het nationale aansprakelijkheidsrecht is niet evident. Aanvankelijk bekommerde de Europese wetgever zich over het algemeen namelijk niet of nauwelijks om de manier waarop het nationale privaatrecht de in het Europees recht vervatte normen sanctioneert. Het Europees recht – en het Europees financieel recht vormt daarop geen uitzondering – is in de eerste plaats immers instrumenteel, gericht op het bereiken van een zeker (meestal: economisch) doel en niet op inpasbaarheid in het nationale privaatrecht(57).

45. Integendeel, vaak werd en wordt de coherentie van het nationale rechtssysteem genoemd als reden voor de Europese wetgever om niet te dwingen tot, bijvoorbeeld, privaatrechtelijke handhaving van de in zijn wetgeving voorgeschreven normen. De reden daarvoor kan (onder andere) worden gevonden in het subsidiariteitsbeginsel (als uitgedrukt in art. 5 lid 3 VEU), dat de Europese wetgever verhindert paden te betreden die niet noodzakelijkerwijs betreden hoeven te worden(58). In dit verband speelt ook een rol het uitgangspunt van de procedurele autonomie van de lidstaten. Dit uitgangspunt brengt onder meer mee dat de nationale bevoegdheidsverdeling tussen administratieve en civiele rechtsgang door het Europees recht in beginsel (dat wil zeggen: bij gebreke van een Europese regeling) ongemoeid blijft(59).

---

(57) Verg. E. VANDENDRIESSCHE, *Investor Losses, A comparative legal analysis of causation and assessment of damages in investor litigation* (Antwerpen: Intersentia 2015), 75.

(58) M. TISON, "The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective", in *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010* (Berlin: De Gruyter 2010), 2622, en E. VANDENDRIESSCHE, *Investor Losses*, 74 en 84 e.v.

(59) HvJ 16 december 1976, C-33/76, *Rewe*, als besproken in F.G. WILMAN, *The vigilance of individuals: how when and why the EU legislates to facilitate the private enforcement of EU law before national courts* (Leiden: 2014), [openaccess.leidenuniv.nl/handle/1887/30219](http://openaccess.leidenuniv.nl/handle/1887/30219), 30-31.



46. Anderzijds kunnen de Europeesrechtelijke beginselen van gelijkwaardigheid en doeltreffendheid wel degelijk dwingen tot aanpassing van het nationale regime van privaatrechtelijke sanctionering. Het gelijkwaardigheidsbeginsel brengt immers mee dat een nationale rechtsorde vorderingen gebaseerd op normen van Europese origine op gelijke voet moet behandelen als vorderingen gebaseerd op het nationaal (privaat)recht. Het beginsel van doeltreffendheid of effectiviteitsbeginsel, vereist dat vorderingen gebaseerd op Europees recht volledig effect sorteren en niet praktisch onmogelijk of uiterst moeilijk worden gemaakt door regels van nationaal recht(60). Dit brengt mee dat de Europese norm in het nationale recht moet kunnen worden gehandhaafd (langs welke weg dan ook).

47. Het Europeesrechtelijk spanningsveld tussen procedurele autonomie enerzijds en effectiviteit anderzijds kan de nationale civiele rechtspraktijk voor moeilijke vragen doen staan die in de kern hierop neerkomen: in hoeverre moet de nationale civiele rechter rekening houden met de in de Europese wetgeving vervatte normen? Bepalen die normen of de partij tot wie ze zijn gericht onrechtmatig handelt jegens een ander? Mag de rechter een schuldvordering tot schadevergoeding toekennen of anderszins privaatrechtelijk sanctioneren, ook als de *laedens* aan de Europese normen heeft voldaan? Of, spiegelbeeldig, mag hij een dergelijke schuldvordering afwijzen ook als aan de Europese normen niet is voldaan? Deze vragen doen zich steeds vaker en bij uitstek voor bij financieelrechtelijke wetgeving van Europese origine, nu deze steeds explicieter en indringender is gericht op de bescherming van bepaalde categorieën (private) partijen, waaronder beleggers(61).

48. De Europese wetgever blijkt zich steeds meer bewust van de nationale implicaties van zijn wetgeving, ook waar het gaat om de privaatrechtelijke sanctionering van de daarin opgelegde normen. In het hiernavolgende geef ik enkele voorbeelden van de verschillende wijzen waarop het Europees financieel recht aanleiding zou kunnen geven tot privaatrechtelijke sanctionering. Daarbij valt op dat de Europese wetgever steeds explicieter lijkt te worden, maar nog steeds ervoor waakt specifieke aansprakelijkheids-

---

(60) Zie hierover uitgebreid E. VANDENDRIESSCHE, *Investor Losses*, 84 e.v. en de aldaar genoemde jurisprudentie van het HvJ. Zie voorts, onder andere, K. LENAERTS, "Effective judicial protection in the EU", [ec.europa.eu/justice/events/assises-justice-2013/files/interventions/koenlenarts.pdf](http://ec.europa.eu/justice/events/assises-justice-2013/files/interventions/koenlenarts.pdf); T. TRIDIMAS, *The General Principles of EU Law* (New York: Oxford University Press 2006) 423 e.v.; T. TRIDIMAS, "Enforcing Community Rights in National Courts: Some Recent Developments", in C. Kilpatrick, T. Novitz & P. Skidmore (red.), *The Future of Remedies in Europe* (Portland (Oregon): Hart Publishing 2000) 35-50; en W. VAN GERVEN, "Of Rights, Remedies and Procedures", *CML Rev.* 2000, 501-536.

(61) Dat wil overigens niet zeggen dat de problematiek niet ook in andere rechtsgebieden bekend is. Gewezen kan bijvoorbeeld worden op het mededingingsrecht, het aanbestedingsrecht en het intellectueel eigendomsrecht. Zie hierover bv. F.G. WILMAN, *The vigilance of individuals*. Anders dan in deze rechtsgebieden hebben in het financieel recht civiele procedures op grond van (geïmplementeerd) Europees recht echter een hoge vlucht genomen.



gronden volledig te uniformeren of het algemeen aansprakelijkheidsrecht te harmoniseren.

## **B. PRIVAATRECHTELIJK STILZWIJGEN**

**49.** Een aantal financieelrechtelijke richtlijnen schrijft normen voor en gebiedt expliciet dat die normen doeltreffend worden gesanctioneerd. Vaak schrijven de richtlijnen in een dergelijk geval voor dat die doeltreffende sanctionering bestuursrechtelijk dient te geschieden, zonder afbreuk te doen aan de bevoegdheid van lidstaten strafrechtelijk te sanctioneren. Over privaatrechtelijke sanctionering zeggen ze niets. Voorbeelden hiervan zijn de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten van 2004 (MiFID)(62) en de Richtlijn Marktmisbruik(63). Dit stilzwijgen roept in alle hevigheid de hierboven genoemde vragen op.

**50.** Financieelrechtelijke richtlijnen zoals de zojuist genoemde MiFID en de Richtlijn Marktmisbruik schrijven op gedetailleerde wijze voor hoe financiële of andere ondernemingen zich dienen te gedragen, onder andere jegens hun cliënten. Zo zijn in MiFID bepalingen te vinden die, bijvoorbeeld, voorschrijven dat de desbetreffende financiële onderneming haar cliënt bepaalde inlichtingen moet verschaffen bij het verstrekken van beleggingsadvies(64). Dit doet vermoeden dat deze cliënt de financiële onderneming langs privaatrechtelijke weg aansprakelijk kan stellen als zij schade heeft geleden ten gevolge van een overtreding van deze gedragsnorm, dat wil zeggen: als de financiële onderneming de vereiste inlichtingen niet heeft verschaft.

**51.** Meer in het algemeen bevatten financieelrechtelijke richtlijnen zoals MiFID steeds explicieter normen. Dit recente Europees financieel recht preciseert aldus (ook) de rechtsverhoudingen tussen private partijen. Het gevolg ervan is dat schending van dergelijke normen privaatrechtelijk kan worden gesanctioneerd, ook als dat niet met zoveel woorden in de richtlijn zelf is voorgeschreven(65). Te denken valt daarbij aan civielrechtelijke aansprakelijkheid of vernietiging van de desbetreffende rechtshandeling. Naar Nederlands recht is de mogelijkheid van een dergelijke civielrechtelijke

---

(62) 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, [data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj](http://data.europa.eu/eli/dir/2004/39/oj).

(63) Art. 51 MiFID I en art. 14 lid 1 Richtlijn Marktmisbruik. Andere voorbeelden zijn art. 25 lid 1 Prospectusrichtlijn en art. 28 lid 1 Transparantierichtlijn.

(64) Zie art. 19 MiFID I en HvJ 30 mei 2013, ECLI:EU:C:2013:344 *Genil/Bankinter*, [curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-604/11](http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-604/11).

(65) Zie ook M. TISON, in *Festschrift für Klaus J. Hopt*, 2631 en vergelijk HvJ 29 april 2015, ECLI:EU:C:2015:286 *Nationale Nederlanden/Van Leeuwen*, [curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-51/13](http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-51/13).

doorwerking van geïmplementeerde Europees financieelrechtelijke normen, die over het algemeen langs bestuursrechtelijke weg worden gesanc-tioneerd, algemeen aanvaard, maar dat is niet in alle lidstaten evident. In Duitsland, bijvoorbeeld, is een dergelijke ‘doorwerking’ in beginsel juist niet mogelijk geacht(66).

**52.** Anders dan ingeval van direct werkende, Europese normstellingen zoals bijvoorbeeld de hierna te bespreken kredietbeoordelaarsverordening ofwel CRA III(67), waar de basis voor aansprakelijkheid van een private partij in het Europese recht zelf kan worden gevonden, moet de aansprake-lijkheid op grond van financieelrechtelijke richtlijnen worden gebaseerd op de implementatie daarvan in het nationale recht. De Europese normen van financieel recht zijn in het Nederlandse recht hoofdzakelijk in de Wet op het financieel toezicht (Wft) geïmplementeerd.

**53.** Naar Nederlands en Belgisch recht kan de privaatrechtelijke sanctio-nering van overtreding van financieelrechtelijke normen van Europese origine worden geconstrueerd langs de band van de onrechtmatige daad. Overtreding van dergelijke geïmplementeerde normen is namelijk op zich-zelf reeds onrechtmatig in de zin van het Nederlandse art. 6:162 lid 2 BW, dat een ‘strijd met een wettelijke plicht’ met een schadevergoedingsplicht bedreigt(68) (vergelijk art. 1382 BW voor het Belgische recht). Een derge-lijke directe privaatrechtelijke sanctionering laat de Europese norm zelf (in haar geïmplementeerde vorm) intact.

**54.** Naar Nederlands recht kan aansprakelijkheid ook – en meer indirect – worden gegrond in art. 6:2 lid 1 en 6:248 lid 1, art. 7:401, of art. 6:162 BW, waarbij de Europese norm wordt geacht te zijn begrepen in de open normen van redelijkheid en billijkheid, goed opdrachtnemerschap, respectievelijk maatschappelijke betamelijkheid. Veel rechtsverhoudingen tussen finan-ciële ondernemingen en hun cliënten kunnen immers worden gekwalifi-ceerd als overeenkomsten van opdracht, zeker waar die rechtsverhouding effectendienstverlening betreft. Aldus hebben de Europese normen een (nog) dikkere nationale jas aangekregen, dat wil zeggen: worden zij geacht deel uit te maken van een algemene, verbintenisrechtelijke norm. Zowel bij schadevergoeding op grond van art. 6:162 BW, als in de zojuist besproken

---

(66) Zie BGH, 3 juni 2014 – XI ZR 147/12, BGHZ 201, 310-323, r.o. 35-37, juris.bundesge-richtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&nr=68268.

(67) Voor andere voorbeelden van civielrechtelijke aansprakelijkheid op grond van Euro-pese normstellingen waarop direct een beroep wordt gedaan, zoals mededingingsrechte-lijke normen gebaseerd op het Verdrag, zie, bijvoorbeeld, C.H. SIEBURGH, “EU law and non-contractual liability”, in A.S. Hartkamp e.a. (eds.), *The influence of EU law on national private law* (Deventer: Kluwer 2014), 527-528, verwijzend naar de zaken *Courage/Crehan* en *Manfredi*.

(68) Kamerstukken II 2005-2006, 29 708, 393 nr. 19.

gevallen wordt de privaatrechtelijke sanctie echter uiteindelijk bepaald door (schending van) de financieelrechtelijke norm van Europese origine.

**55.** In de (Nederlandse) Wet op het financieel toezicht zelf wordt het financieel recht van Europese origine hoofdzakelijk publiekrechtelijk gesanctioneerd, maar volgens de hierna te bespreken jurisprudentie van het Hof hoeft sanctionering niet noodzakelijkerwijs publiekrechtelijk te zijn. De ruimte voor privaatrechtelijke en strafrechtelijke sanctionering van de Europese norm wordt bepaald door het eerder genoemde effectiviteits- of doeltreffendheidsbeginsel (*effet utile*)(69). Ook het privaatrecht en het strafrecht zouden in aanmerking kunnen komen en zelfs moeten worden betrokken als de effectiviteit van de sanctionering wordt beoordeeld(70).

**56.** Uit de recente arresten *Nationale Nederlanden/Van Leeuwen*(71), *Genil/Bankinter* en *Hirrmann/Immofinanz*(72) volgt dat het aan het toepasselijke nationale privaatrecht is om te bepalen wat de privaatrechtelijke rechtsgevolgen zijn van het niet-naleven van de in het Europees recht gestelde normen (nietigheid? aansprakelijkheid?)(73), maar ook om privaatrechtelijk te sanctioneren zelfs indien diezelfde normen wel degelijk zijn nageleefd. Voorwaarde in beide gevallen is (slechts) dat aan het doeltreffendheidsbeginsel wordt beantwoord (74). Naar mijn idee brengt dat in beginsel een ruime marge voor het nationale privaatrecht mee(75). In *Hirrmann/Immofinanz* overwoog het Hof bijvoorbeeld:

“de lidstaten [beschikken] bij de keuze van de sancties die worden toegepast bij schending [...] van de uit die richtlijnen voortvloeiende verplichtingen [...] over een ruime beoordelingsmarge, mits het Unierecht in acht wordt genomen.’ En: ‘het [staat] aan de lidstaten [...] om

---

(69) Zie art. 288 VWEU en HvJ 30 mei 2013, C-604/11, ECLI:EU:C:2013:344 *Genil 48 and Comercial Hostalera de Grandes Vinos/Bankinter*.

(70) E. VANDENDRIESSCHE, *Investor Losses, A comparative legal analysis of causation and assessment of damages in investor litigation*, 105.

(71) HvJ 29 april 2015, C -51/13, ECLI:EU:C:2015:286 *Nationale-Nederlanden Levensverzekering Mij NV/Hubertus Wilhelmus van Leeuwen*.

(72) HvJ 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856 *Hirrmann/Immofinanz*, curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-174/12.

(73) HvJ 29 april 2015, C-51/13 *Nationale Nederlanden/Van Leeuwen*, r.o. 57-58.

(74) Het gelijkwaardigheidsbeginsel, dat in deze context vaak in één adem met het doeltreffendheidsbeginsel wordt genoemd, is hier minder van belang. Het gelijkwaardigheidsbeginsel betreft immers een vergelijking tussen (de sanctionering van) een Europese norm en een nationale norm, terwijl het hier om één (Europese) norm gaat die langs nationale weg wordt gesanctioneerd.

(75) Zo ook M.W. WALLINGA, “Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa”, *NTBR* 2014, (35), para 4. Anders D. BUSCH, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten* (Deventer: Kluwer 2015), 211.

de civielrechtelijke maatregel te kiezen waarmee de schade wordt vergoed”(76).

**57.** Hoe ruim de marge voor het nationale privaatrecht is om in een concreet geval invulling te geven aan door het Europees financieel recht gestelde normen - dat wil zeggen: hoe moet worden beoordeeld of aan het doeltreffendheidsbeginsel is voldaan - zal afhangen van de aard van de Europese wetgeving waarin de norm is vervat en van eventuele beperkingen die voortvloeien uit de desbetreffende bepaling zelf.

**58.** Betreft de Europese wetgeving waarin de norm is vervat minimum-harmonisatie, dan is het nationale privaatrecht relatief vrij af te wijken van de norm van Europese origine. Betreft de Europese wetgeving maximumharmonisatie, dan is het nationale privaatrecht minder vrij (maar niet onvrij) af te wijken(77). Zolang het nationaal privaatrecht geen categorale beperking aanbrengt ten aanzien van een Europese, maximaal geharmoniseerde normstelling lijkt mij ook daar nog enige ruimte te bestaan om in individuele gevallen strenger of juist minder streng te sanctioneren. Dat doet immers geen afbreuk aan de norm zelf, noch aan de mogelijkheid van sanctionering. Aldus kan de vrijheid die bij privaatrechtelijke sanctionering aan de lidstaten wordt gelaten leiden tot toelaatbare discrepanties tussen de rechtsstelsels van de EU(78). Dit is slechts anders als een algemene regel van nationaal privaatrecht het categoriaal (dat wil zeggen: in alle gevallen) onmogelijk of uiterst moeilijk zou maken een Europese norm te sanctioneren.

**59.** Een voorbeeld van een dergelijk geval kan worden gevonden in het arrest *VEB/Worldonline*, waarin de Hoge Raad overwoog dat het nationale bewijsrecht, indien onverkort toegepast, zou meebrengen dat beleggers slechts in uitzonderingsgevallen een succesvolle (schadevergoedings) vordering zouden kunnen baseren op (schending van de verplichtingen als gecodificeerd in) de prospectusrichtlijn. Aldus zou, volgens de Hoge Raad, de door de prospectusrichtlijn beoogde bescherming van beleggers “in de praktijk illusoir [...] worden”(79). “Met het oog op d[i]e effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus”(80) zag de Hoge Raad hierin aanleiding voor deze gevallen een bewijsvermoeden te formuleren.

---

(76) HvJ 19 december 2013, *Hirman/Immofinanz*, curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-174/12, r.o. 41 en 42.

(77) M. TISON, in *Festschrift fur Klaus J. Hopt*, 2631.

(78) Verg. M. TISON, in *Festschrift fur Klaus J. Hopt*, 2639.

(79) HR 27 november 2009, *VEB/Worldonline*, deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:HR:2009:BH2162 = *NJ* 2014/201, r.o. 4.11.1.

(80) HR 27 november 2009, *VEB/Worldonline*, r.o. 4.11.2.

**60.** Steun voor de zojuist weergegeven gedachte dat zolang het nationaal privaatrecht geen categorale beperking aanbrengt ten aanzien van een Europese, maximaal geharmoniseerde normstelling ook daar nog enige ruimte bestaat om in individuele gevallen strenger of juist minder streng te sanctioneren, vind ik in de Conclusie van advocaat-generaal Timmerman in een zaak die een gemeenschappelijk Belgisch-Nederlands trauma betreft: de teloorgang van Fortis(81). Het ging in de zaak *Stichting FortisEffect e.a./ Staat der Nederlanden* om de informatie die de Staat (bij monde van de toenmalig Minister van Financiën) had verstrekt over Fortis in de periode na de zogenoemde eerste reddingsoperatie (28 september 2008 t/m 3 oktober 2008). Volgens Stichting *FortisEffect* e.a. was die informatie onjuist of misleidend in de zin van art. 5:58 Wft. Deze bepaling is een implementatie van de Richtlijn Marktmisbruik, die maximumharmonisatie nastreeft. Dergelijke misleiding zou volgens *FortisEffect* e.a. onder andere tot vergoeding van de door haar (ten gevolge van die misleiding) geleden schade moeten leiden.

**61.** In zijn Conclusie betoogt advocaat-generaal Timmerman dat de crisissituaties van de periode waarin de Minister zijn uitlatingen deed, een rechtvaardigingsgrond vormen die aan aansprakelijkheid in de weg staat, ook al zouden die uitlatingen op zichzelf als misleidend in de zin van art. 5:58 Wft (en dus als onrechtmatig) kunnen worden gekwalificeerd(82). Aldus zou de nationale civielrechtelijke sanctionering in dit concrete geval geen categorale beperking opleveren van een Europese, maximaal geharmoniseerde normstelling. Het effectiviteitsbeginsel zou zich dan ook niet ertegen verzetten dat het nationale privaatrecht in dit concrete geval minder streng uitpakt dan de Europese, financieelrechtelijke norm.

**62.** Ook in gevallen van maximumharmonisatie is het nationaal privaatrecht slechts in strijd met het effectiviteitsbeginsel als het materieel nationaal privaatrecht, maar bijvoorbeeld ook een regel van nationaal bewijsrecht (materieel of formeel) sanctionering van een normovertreding *de facto* en categoriaal onmogelijk maken. Uit de jurisprudentie van het Hof kan immers worden afgeleid dat die grens niet wordt bereikt zolang sancties effectief, evenredig en afschrikkend zijn, alsmede niet praktisch onmogelijk of uiterst moeilijk(83). Het Hof heeft voor, zover ik kan overzien, dan ook nog geen enkele keer privaatrechtelijke sanctionering in strijd met EU

---

(81) Conclusie advocaat-generaal Timmerman, 14/05660, Zitting 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163. Nadat deze oratie was uitgesproken, is in de zaak *Stichting FortisEffect e.a./Staat der Nederlanden* een arrest gewezen op 30 september 2016, [deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:HR:2016:2213](http://deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:HR:2016:2213). De Hoge Raad gaat in zijn arrest echter niet inhoudelijk in op het hierna besproken betoog van advocaat-generaal Timmerman.

(82) Conclusie advocaat-generaal Timmerman, 14/05660, para. 3.30.

(83) M.W. WALLINGA, *NTBR* 2014, (35), para. 5.2. Zie ook E. VANDENDRIESSCHE, *Investor Losses*, 94-95.



recht geacht, ongeacht of dit nu leidde tot strengere, dan wel minder strenge sanctiëring van de norm.

**63.** Als gezegd kunnen behalve door de aard van de Europese wetgeving ook door de concrete bepalingen van Europees financieel recht zelf eisen worden gesteld aan de ruimte voor sanctiëring in het nationale (privaat)recht. In de bepaling die het voorwerp van geschil vormde in de zaak *Nationale Nederlanden/Van Leeuwen* was die ruimte bijvoorbeeld met zoveel woorden beperkt tot aanvullende eisen die ‘duidelijk en nauwkeurig’ zijn en ‘een voldoende niveau van rechtszekerheid’, dat wil zeggen: ‘voorspelbaarheid’ bieden<sup>(84)</sup>. Dat dergelijke aanvullende eisen worden gevonden in een open norm van het nationale privaatrecht (in casu: art. 6:2 BW) is volgens het Hof ‘irrelevant’, zolang maar aan de eisen wordt voldaan als gesteld in de desbetreffende bepaling<sup>(85)</sup>. Die laatste beoordeling laat het Hof aan de nationale rechter.

**64.** Het in de zaak *Nationale Nederlanden/Van Leeuwen* besliste geval betrof een situatie die het spiegelbeeld vormt van de zaak *Stichting FortisEffect e.a./Staat der Nederlanden*; in *Nationale Nederlanden/Van Leeuwen* stond namelijk vast dat Nationale Nederlanden wel degelijk had voldaan aan in het Nederlands recht geïmplementeerde Europese regels van financieel-rechtelijke aard. De vraag was of Van Leeuwen desalniettemin Nationale Nederlanden kon houden aan een hogere standaard op grond van ‘open en/of ongeschreven regels’ als gecodificeerd in art. 6:2 BW. Het Hof heeft deze vraag in beginsel bevestigend beantwoord, onder de voorwaarde dat de zojuist beschreven beperkingen in acht worden genomen.

**65.** Hoe dan ook lijken mij de in *Nationale Nederlanden/Van Leeuwen* gestelde beperkingen niet te kunnen worden veralgemeend, dat wil zeggen: deze aanvullende eisen van duidelijkheid, nauwkeurigheid en rechtszekerheid zeggen niets over de ruimte die het nationale privaatrecht in het algemeen heeft voor sanctiëring, omdat zij opgenomen waren in de specifieke bepaling waarover het in deze zaak ging<sup>(86)</sup>. Steun hiervoor vind ik bijvoorbeeld in het arrest HvJ 10 januari 2006, *Skov/Bilka*<sup>(87)</sup>, dat de Richtlijn Productaansprakelijkheid<sup>(88)</sup> betrof. In dit arrest oordeelde het Hof ten eerste dat de genoemde richtlijn zich verzet tegen een nationale regeling

---

(84) HvJ 29 april 2015, [curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-51/13](http://curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-51/13), *Nationale Nederlanden/Van Leeuwen*, r.o. 20-27 en 29-31.

(85) HvJ 29 april 2015, C-51/13 *Nationale Nederlanden/Van Leeuwen*, r.o. 28.

(86) Anders: D. BUSCH, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten*, 212-218.

(87) HvJ 10 januari 2006, *Skov/Bilka*, ECLI:EU:C:2006:6, [curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-402/03](http://curia.europa.eu/juris/documents.jsf?num=C-402/03).

(88) Richtlijn 85/374/ EEG van de Raad van 25 juli 1985 betreffende de onderlinge aanpassing van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der lidstaten inzake de aansprakelijkheid voor producten met gebreken, [data.europa.eu/eli/dir/1985/374/oj](http://data.europa.eu/eli/dir/1985/374/oj).



volgens welke de bij de richtlijn ingevoerde risicoaansprakelijkheid wordt uitgebreid buiten de in de richtlijn limitatief opgesomde gevallen. De richtlijn zelf had aan een dergelijke uitbreiding namelijk met zoveel woorden bepaalde voorwaarden opgelegd, waaraan *in casu* niet was voldaan. Ten tweede oordeelde het Hof dat de richtlijn zich niet verzet tegen een nationale regeling volgens welke de aansprakelijkheid wordt uitgebreid wegens (een algemeen civielrechtelijke regeling van) onrechtmatige daad.

### C. TUSSENSTAND

**66.** Uit het bovenstaande volgt dat privaatrechtelijke handhaving zowel strenger als minder streng mag zijn dan de publiekrechtelijke normering, zolang van een afstand bezien de Europese norm in het nationale recht wordt gehandhaafd (langs welke weg dan ook). Met Timmerman zou ik menen dat dit begrip van effectiviteit er in geen geval aan in de weg staat dat de civiele rechter in individuele gevallen een beroep op een rechtvaardigingsgrond honoreert.

**67.** Ook is vastgesteld dat de implicaties van de in het Europees financieel recht geformuleerde normen voor het nationale privaatrecht voor een belangrijk deel afhangen van de reikwijdte die de desbetreffende Europese wetgeving zelf aan de desbetreffende norm en de sanctionering daarvan geeft. Een ontwikkeling lijkt zich voor te doen waarbij die reikwijdte verder wordt uitgebreid, om aldus de eerdergenoemde discrepanties tussen de lidstaten verder te beperken(89).

**68.** Enerzijds volgt de uitbreidende reikwijdte van het Europees financieel recht uit de steeds gedetailleerder regels die niet alleen door de formele Europese wetgever zelf worden gesteld, maar inmiddels ook door de Europese financiële toezichthouders. Deze regels leiden tot steeds verder gaande harmonisatie, zodat feitelijk van maximumharmonisatie en daarmee van verdere beperking van de ruimte voor de burgerlijke rechter sprake is(90).

**69.** Anderzijds is ook in de opvolger van MiFID, MiFID II(91) afgezien van een expliciete privaatrechtelijke sanctionering (of uitsluiting daarvan). Sterker nog, MiFID II bepaalt thans in art. 70 lid 1:

“De lidstaten zien erop toe dat er mechanismen zijn ingesteld waarmee er krachtens de nationale wetgeving voor wordt gezorgd dat compensatie wordt betaald of andere herstelmaatregel wordt ondernomen voor

---

(89) Verg. E. VANDENDRIESSCHE, *Investor Losses*, 68-69.

(90) M.W. WALLINGA, *NTBR* 2014, (40).

(91) Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (herschikking), [data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj](http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj).

financieel verlies of andere geleden schade als gevolg van een inbreuk op deze richtlijn of Verordening”.

Deze bepaling brengt geen inhoudelijke wijziging ten opzichte van hetgeen zojuist is besproken, nu welhaast nadrukkelijk van enige privaatrechtelijke sanctionering is afgezien<sup>(92)</sup>. Ook MiFID II laat de civiele rechter derhalve in beginsel een vrij ruime mate van discretie.

#### **D. EXPLICIETE(R) PRIVAATRECHTELIJKE SANCTIONERING**

**70.** Anders dan, bijvoorbeeld, MiFID en de Richtlijn Marktmissbruik, noemen art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn<sup>(93)</sup> en art. 7 Transparantierichtlijn<sup>(94)</sup> wel degelijk met zoveel woorden de mogelijkheid van privaatrechtelijke sanctionering. Beide richtlijnen hebben betrekking op de informatievoorziening van beleggers door beursgenoteerde ondernemingen. Art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn bepaalt:

“De lidstaten dragen er zorg voor dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie”.

Een wezenlijk onderscheid met het hiervoor besproken regime brengt deze bepaling echter naar mijn idee niet mee<sup>(95)</sup>. Met deze bepaling wordt het immers nog steeds aan de lidstaten gelaten, hoe de privaatrechtelijke sanctionering vorm te geven. Het impliceert dat de privaatrechtelijke weg moet openstaan, maar niet dat een normoverschrijding noodzakelijkerwijs tot aansprakelijkheid leidt.

---

(92) Zo ook E. VANDENDRIESSCHE, *Investor Losses*, 71 en 106.

(93) Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, data.europa.eu/eli/dir/2003/71/oj.

(94) Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, data.europa.eu/eli/dir/2004/109/oj.

(95) Verg. E. VANDENDRIESSCHE, *Investor Losses*, 96 en 101.

71. Dat is anders in de recente richtlijnen UCITS(96) en AIFMD(97), die een wezenlijk andere categorie vormen. In deze richtlijnen, die beide collectieve belegging in een beleggingsinstelling betreffen, is niet alleen de norm, maar ook de privaatrechtelijke sanctionering ervan door het Europees recht dwingend voorgeschreven. Op grond van beide richtlijnen wordt namelijk een risicoaansprakelijkheid in het leven geroepen voor de bewaarder van de door de beleggingsinstelling voor cliënten verkregen financiële instrumenten:

“De bewaarder is jegens de [beleggingsinstelling] of de beleggers in de [beleggingsinstelling] aansprakelijk voor het verlies door de bewaarder [...] van in bewaarneming genomen financiële instrumenten [...]”. En: “De bewaarder is jegens de [beleggingsinstelling] of de beleggers in de [beleggingsinstelling] eveneens aansprakelijk voor alle andere verliezen die zij ondervinden doordat de bewaarder zijn verplichtingen uit hoofde van deze richtlijn met opzet of door nalatigheid niet naar behoren nakomt”(98).

72. De hier bedoelde aansprakelijkheid van de bewaarder jegens de cliënten van een beleggingsinstelling zal naar Nederlands recht op onrechtmatige daad (art. 6:162 BW) moeten worden gebaseerd, nu er geen contractuele relatie tussen bewaarder en deze cliënten bestaat(99). Naar Belgisch recht rijst de vraag of het om een beding ten gunste van derden zou kunnen gaan, in welk geval de aansprakelijkheid contractueel zou zijn. Wonderlijk genoeg heeft de Nederlandse wetgever geen implementatie (en dus nadere codificatie) van deze buiten-contractuele aansprakelijkheid nodig geacht, maar wel de contractuele aansprakelijkheid van de bewaarder jegens de beleggingsinstelling uitgewerkt in de Wft, als gezegd een wet van (hoofdzakelijk) publiekrechtelijke aard(100). Naar mijn idee illustreert deze invoering van een privaatrechtelijke regel in een publiekrechtelijke wet treffend

---

(96) Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (herschikking), data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj.

(97) Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010, data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj.

(98) Art. 21 lid 12 AIFMD. Met de tweede zin is vergelijkbaar art. 24 UCITS.

(99) Zie Tweede Kamer, *Kamerstukken* 2015-2016, 34 322, nr. 3 (MvT), 19, onder verwijzing naar HR 2 december 1994, *Poot/ABP*, uitspraken.rechtspraak.nl/inziendocument?id=ECLI:NL:HR:1994:ZC1564 = *NJ* 1995, 288; HR 16 februari 2007, *Gebroeders Tuin Beheer/Houthoff Buruma*, deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:HR:2007:AZ0419= *NJ* 2007, 256 (); en HR 20 juni 2008, *Willemsen/NOM*, deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:HR:2008:BC4959 = *NJ* 2009, 21.

(100) Zie art. 4:62p(1) en (4) Wft.

hoe Europees financieel recht het nationale, privaatrechtelijk bouwwerk onder druk kan zetten(101).

**73.** Het voorlopige sluitstuk in de ontwikkeling naar steeds explicieter en indringender privaatrechtelijke normstelling en sanctionering op Europees niveau zijn de CRA III en PRIIPs verordeningen(102). CRA III is de eerste verordening waarin zowel normen, als de privaatrechtelijke sanctionering daarvan wordt voorgeschreven. Aldus kan de aansprakelijkheid van kredietbeoordelaars worden gegrond op direct werkend, Europees financieel recht. Sinds 21 mei 2013 bepaalt art. 35 bis CRA III immers(103):

“Wanneer een ratingbureau opzettelijk of met grove nalatigheid een in de lijst van bijlage III opgenomen inbreuk heeft begaan die een impact heeft op een rating mag een belegger of uitgevende instelling een vordering wegens alle aan hem *c.q.* haar ten gevolg van die inbreuk toegebrachte schade tegen dat ratingbureau instellen”.

**74.** Het is nog niet uitgemaakt of een belegger of uitgevende instelling in een voorkomend geval zijn/haar schuldvordering tegen het ratingbureau rechtstreeks mag of moet instellen op grond van dit art. 35 bis CRA III, dan wel de belegger of uitgevende instelling dat moet doen op grond van de nationale privaatrechtelijke onrechtmatige daad (naar Nederlands recht: art. 6:162 BW). In dat tweede geval zou de onrechtmatigheid (niet rechtstreeks uit het Europees recht, maar) volgen uit art. 6:162 BW, op grond waarvan ‘strijd met een wettelijke plicht’ onrechtmatig is en dat bedreigt met een schadevergoedingsplicht(104). De bedoelde ‘wettelijke plicht’ zou dan zijn te vinden in CRA III.

**75.** Ook anderszins is de rol van het nationaal aansprakelijkheidsrecht met deze bepaling niet uitgespeeld. Kernbegrippen van art. 35 bis CRA III als “opzet”, “grove nalatigheid”, “redelijk vertrouwen”, “nodige zorgvuldigheid”, “gevolgen”, “redelijkheid” en “evenredigheid” worden namelijk expliciet aan het toepasselijk nationaal (privaat)recht overgelaten(105). Nog afgezien van de vraag hoe dat toepasselijke privaatrecht moet wor-

---

(101) Zie ook D.J. VERHEIJ, “Madoff’s domino effect on European depositary liability”, Leiden Law Blog: [leidenlawblog.nl/articles/madoffs-domino-effect-on-european-depositary-liability](http://leidenlawblog.nl/articles/madoffs-domino-effect-on-european-depositary-liability).

(102) Verordening (EG) Nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 inzake ratingbureaus, [data.europa.eu/eli/reg/2009/1060/oj](http://data.europa.eu/eli/reg/2009/1060/oj), en Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP’s), [data.europa.eu/eli/reg/2014/1286/oj](http://data.europa.eu/eli/reg/2014/1286/oj).

(103) Ingevoerd bij Verordening (EU) Nr. 462/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 21 mei 2013 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1060/2009 inzake ratingbureaus, [data.europa.eu/eli/reg/2013/462/oj](http://data.europa.eu/eli/reg/2013/462/oj).

(104) Zie ook hierboven, randnr. 53.

(105) Art. 35bis lid 4 CRA III.

den bepaald, zal dit leiden tot diversiteit binnen de EU. Het HvJ zal die diversiteit niet verder kunnen wegnemen, omdat autonome interpretatie is uitgesloten door de expliciete verwijzing naar nationaal recht(106). PRIIPs kent een vergelijkbaar regime (zij het aanzienlijk minder expliciet(107)).

76. In het voorafgaande is een heel scala aan Europese wetgeving de revue gepasseerd, dat allemaal meer of minder expliciet het terrein van het nationale aansprakelijkheidsrecht betreedt. In het geval van CRA III en PRIIPs is de grondslag van de aansprakelijkheid zelfs op Europees niveau geregeld (maar de invulling voor een belangrijk deel aan het nationaal privaatrecht overgelaten). Dat betekent dat vooral daar effect van het Europees financieel recht op het nationaal privaatrecht voelbaar is. Ook op terrein van de besproken richtlijnen zal dat effect zich – langs de band van het effectiviteitsbeginsel – doen gevoelen; zo mogen niet alleen de privaatrechtelijke sanctionering van de normstelling zelf, maar ook nationale regels van stelplicht en bewijslast, van schadebegroting, causaal verband en het (niet) ambtshalve toepassen van Europees recht door de privaatrechter mogen de toepassing van het Europees financieel recht niet onmogelijk of uiterst moeilijk maken(108). Voor het overige lijkt het nationale aansprakelijkheidsrecht nog autonoom te kunnen functioneren. De materiële normen die het nationale aansprakelijkheidsrecht sanctioneert, zijn echter hoe langer hoe meer van Europese signatuur.

## IV. GOEDERENRECHT: “EIGENDOM”

### A. INLEIDING

77. Ook het nationaal privaatrechtelijke kernbegrip “eigendom” is onder druk komen te staan van Europees financieel recht. Op het eerste gezicht lijkt de Unie geen bevoegdheid te hebben ten aanzien van het begrip “eigendom”, of zelfs ten aanzien van het goederenrecht in het algemeen. Art. 345 VWEU bepaalt immers:

“De Verdragen laten de regeling van het eigendomsrecht in de lidstaten onverlet”.

---

(106) M. LEHMANN, “Civil liability of rating agencies – an insipid sprout from Brussels”, 50. *Capital Markets Law Journal* 2016, (1) 18.

(107) Zie art. 11 lid 4 PRIIPs.

(108) Zie uitvoerig E. VANDENDRIESSCHE, *Investor Losses*, 106-107 (verwijzend naar, bijvoorbeeld, de zaak *VEB/Worldonline*); D. BUSCH, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten*, 222-228, en, met betrekking tot prospectusaansprakelijkheid T.M.C. ARONS, “De implementatie van de Prospectusrichtlijn in Nederland”, in A.S. Hartkamp e.a. (eds.), *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht* (Deventer: Kluwer 2014), 548.

Waar de vier vrijheden en de daarop gebaseerde interne markt in het geding zijn, acht de Europese wetgever – daarin gesterkt door het HvJ – zich echter toch bevoegd om het goederenrecht te betreden(109).

**78.** Hoewel het Europees recht ook op andere terreinen zoals in het mededingingsrecht en het recht ten aanzien van de bescherming van cultuurgoederen(110) het goederenrecht reeds is binnengedrongen, lijkt die ontwikkeling des te sterker te kunnen worden geconstateerd waar het het financieel recht betreft. Wellicht is de verklaring hiervoor te vinden in het enorme aantal en volume grensoverschrijdende financiële transacties. Harmonisatiemaatregelen te dien aanzien, ook als zij het goederenrecht betreffen, kunnen immers gemakkelijk worden betoogd “de interne markt tot stand te brengen en de werking ervan te verzekeren” (art. 26 VWEU), hetgeen een grondslag voor Europese regelgeving biedt (art. 114 VWEU)(111).

## **B. FINANCIËLEZEKERHEIDSOVEREENKOMSTEN**

**79.** Een al wat ouder voorbeeld van Europese financieelrechtelijke regelgeving die het nationale goederenrecht betreft, kan worden gevonden in de zogeheten Financiëlezekerhedenrichtlijn (in België Richtlijn Financiële Zekerheden of RFZ genoemd, in Nederland bekend onder de veel minder welklinkende naam *Collateral Richtlijn*)(112). Deze richtlijn, aangenomen op 6 juni 2002, betreft een specifiek soort financiële transacties.

**80.** Een typisch voorbeeld van de transacties waarop de RFZ ziet, wordt in het internationaal financieel verkeer *repurchase agreement* of *repo* genoemd, en wordt over het algemeen beheerst door een standaardovereenkomst als opgesteld door de Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) en International Capital Market Association. Deze standaardovereenkomst bevat een rechtskeuzemogelijkheid voor Engels recht of het recht van de Staat New York.

**81.** Een *repo* kan als volgt worden beschreven. Een debiteur leent een bepaald bedrag. Tot zekerheid van terugbetaling van deze lening draagt hij aan zijn crediteur voor minstens datzelfde bedrag aan effecten over.

---

(109) Zie bv. V. SAGAERT, A. APERS en S. BOULY, “De invloed van het Europese recht op het Belgische zekerheden- en goederenrecht”, in I. Samoy, V. Sagaert & E. Terryn (ed.), *Invloed van het Europese recht op het Belgische privaatrecht* (Antwerpen: Intersentia 2012), 636-637.

(110) Zie V. SAGAERT, A. APERS en S. BOULY, “De invloed van het Europese recht op het Belgische zekerheden- en goederenrecht”, 640, alwaar ook een interessante bespreking kan worden gevonden van art. 5 Insolventieverordening, waarin het primaat juist aan de nationale wetgever wordt gelaten.

(111) Vergelijk J. DIAMANT, *De Collateral Richtlijn* (Deventer: Kluwer 2015), 50-51.

(112) Richtlijn nr. 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten, [data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj](http://data.europa.eu/eli/dir/2002/47/oj).



Bij terugbetaling van de lening moet de crediteur effecten van dezelfde soort en hoeveelheid aan de debiteur terugleveren. De debiteur draagt zijn effecten derhalve tot zekerheid over aan de crediteur, maar tussen overdracht aan de crediteur en retrocessie aan de debiteur is de crediteur (volledig) beschikkingsbevoegd ten aanzien van deze effecten. Sterker nog, deze beschikkingsbevoegdheid is voor de crediteur één van de belangrijkste redenen een *repo* aan te gaan<sup>(113)</sup>. Hij kan de aan hem tot zekerheid overgedragen effecten gedurende de looptijd van de transactie immers voor eigen rekening en risico vervreemden of verpanden, omdat hij bij het einde van de looptijd van de overeenkomst slechts gelijksoortige effecten aan de debiteur hoeft terug te leveren.

**82.** Een vergelijkbare transactie waarop de RFZ van toepassing kan zijn is de zogeheten *securities lending agreement*. Deze transactie vormt in zekere zin het spiegelbeeld van de *repo*: in de *securities lending agreement* leent een uitlener effecten uit aan een lener, die tot zekerheid van teruglevering van die effecten andere effecten of geld aan de uitlener overboekt. *Securities lending agreements* worden over het algemeen beheerst door een standaardovereenkomst als opgesteld door de International Securities Lending Association (ISLA).

**83.** Als derde voorbeeld van een typische financiëlezekerheidsovereenkomst wordt in het kader van derivatenovereenkomsten standaard bedongen dat geld of effecten worden overgedragen tot zekerheid van de terugbetaling van ten gevolge van het desbetreffende derivaat ontstane schulden. Dergelijke zekerheid wordt dan beheerst door een standaardovereenkomst die deel uitmaakt van de standaard derivatenovereenkomst en is opgesteld door de *International Securities Dealers Association* (ISDA)<sup>(114)</sup>.

**84.** Art. 6 lid 1 RFZ bepaalt dat:

“De lidstaten bewerkstelligen dat een financiëlezekerheidsovereenkomst die leidt tot overdracht van eigendom/gerechtigdheid overeenkomstig de daarin vervatte bepalingen rechtsgevolg kan hebben”.

De Europese wetgever beoogt met deze bepaling te voorkomen dat nationaal privaatrecht een rechter ertoe zou nopen een overdracht tot zekerheid te herkwalificeren als een beperkt zekerheidsrecht, of anderszins rechtsgevolg te ontzeggen. Naar Engels recht en naar het recht van de Staat New York bestaat namelijk het risico dat een rechter de zojuist beschreven transacties als vestiging van een zekerheidsrecht kwalificeert, hoewel partijen beoogd hebben een overdracht tot zekerheid tot stand te brengen. Naar Engels recht

---

<sup>(113)</sup> T.R.M.P. KEIJSER, *Financial Collateral Arrangements* (Deventer: Kluwer 2006), 131 en 133.

<sup>(114)</sup> J. DIAMANT, *De Collateral Richtlijn*, 21-25.

en naar het recht van de Staat New York kan een rechter constateren dat deze transactie feitelijk een zekerheidsrecht beoogt te creëren, maar dat dat zekerheidsrecht niet geldig tot stand is gekomen omdat niet aan de vestigingsvereisten daarvoor is voldaan(115). De uiterste consequentie is dat de eigendom van de tot zekerheid overgeboekte vermogensbestanddelen niet naar de crediteur is overgegaan, zodat de debiteur revindicatie kan instellen en de crediteur in plaats van een eigendomsrecht, een terugleveringsplicht heeft. Bovendien heeft hij ingeval van een *repo* of *securities lending* transactie niet meer dan een concurrente schuldvordering op de debiteur ten belope van het door hem aan de debiteur uitgeleende geld of de door hem uitgeleende effecten(116). Het is met name dit risico van herkwalificatie en de rechtsgevolgen daarvan die art. 6 lid 1 RFZ beoogt te ecarteren, althans te minimaliseren.

### C. CONSEQUENTIES VOOR NEDERLANDS EN BELGISCH GOEDERENRECHT

**85.** De gevolgen van art. 6 RFZ voor het Nederlands goederenrecht zijn niet evident. Art. 6 RFZ schrijft immers voor dat een financiëlezekerheidsovereenkomst “die leidt tot overdracht van eigendom/gerechtigdheid” rechtsgevolg moet kunnen hebben. Art. 3:84 lid 3 BW onthoudt een levering tot zekerheid - dat wil zeggen: een fiduciaire overdracht - echter rechtsgevolg, terwijl een levering tot zekerheid juist een essentieel onderdeel is van de zojuist beschreven transacties. In zijn Bierbrouwerijarrest van 1929 gaf de Hoge Raad nog zijn zegen aan de figuur van fiduciaire eigendoms-overdracht(117). Sindsdien was (eigendoms)overdracht tot zekerheid naar Nederlands recht dus mogelijk. Revolutionair aan de invoering van het Nieuw Burgerlijk Wetboek in 1992 was daarentegen het fiduciaverbod, neergelegd in (thans) art. 3:84 lid 3 BW. Met deze bepaling werd aan een overdracht tot zekerheid het rechtsgevolg onthouden. Een beperking van het meest volledige recht van eigendom door, bijvoorbeeld, een terugleveringsplicht, was onwenselijk, zo meende Meijers, de geestelijk vader van het nieuw BW. Voor zekerheid diende daarom niet eigendom, maar alleen het pandrecht beschikbaar te zijn(118).

**86.** Met zijn *Sogelease*-arrest(119) gaf de Hoge Raad enige duiding over de reikwijdte van het destijds nieuwe art. 3:84 lid 3 BW. Deze bepaling moest,

---

(115) Zie, bijv. PH. WOOD, *The Law and Practice of International Finance (University Edition)* (Sweet & Maxwell 2007), 131 en M. HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law* (Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2007), 53.

(116) Verg., bijvoorbeeld, J. DIAMANT, *De Collateral Richtlijn*, 223.

(117) HR 25 januari 1929, *Bierbrouwerij*, NJ 1929/616.

(118) *Parlementaire geschiedenis van het nieuwe Burgerlijk Wetboek, Toelichting Meijers* (1954), art. 3.4.2.2, 212-213.

(119) HR 19 mei 1995, *Sogelease*, NJ 1996/119.

kort gezegd, niet te ruim worden begrepen. Preciezer gezegd overwoog de Hoge Raad:

“Strekt daarentegen de rechtshandeling van partijen tot ‘werkelijke overdracht’ (in geval van een zaak: tot eigendomsoverdracht) en heeft zij derhalve de strekking het goed zonder beperking op de verkrijger te doen overgaan – en deze aldus meer te verschaffen dan enkel een recht op het goed, dat hem in zijn belang als schuldeiser beschermt – dan staat art. 3:84 lid 3 daaraan niet in de weg”(120).

**87.** In de literatuur is hevig getwist of dit arrest ook betekende dat *repos* niet door art. 3:84 lid 3 BW zouden worden getroffen(121). Betoogd kan namelijk worden dat een *repo* geen fiduciaire overdracht (in de zin van art. 3:84 lid 3 BW) beoogt tot stand te brengen. In een *repo* is de verkrijger/crediteur immers niet verplicht precies dezelfde effecten aan de debiteur terug te leveren, terwijl hij bovendien tijdens de looptijd van de overeenkomst de tot zekerheid geleverde effecten kan verkopen of verpanden aan een derde(122). Hij is dan ook volledig beschikkingsbevoegd geworden en zijn bevoegdheden lijken daarmee niet op die van een pand- of hypotheekhouder (die een dergelijke beschikkingsbevoegdheid ontbeert). Aldus kwalificeert de overdracht van de in een *repo* tot zekerheid overgedragen effecten als ‘werkelijke overdracht’ in de zin van het *Sogelease* arrest. Aan dit betoog, waarin ik mij goed kan vinden, doet wat mij betreft niet af dat in een *repo* de crediteur na uitwinning van de tot zekerheid overgedragen effecten (dat wil zeggen: na verrekening van de waarde daarvan met zijn schuldvordering op de debiteur) een restitutieplicht van de overwaarde zou hebben(123). Veel meer dan deze restitutie beschouw ik namelijk de verkrijging van volledige beschikkingsbevoegdheid door de verkrijger als kernelement van een ‘werkelijke overdracht’, en dit element is juist wel aanwezig in een *repo*.

**88.** Ondanks deze argumentatie bestond onzekerheid onder marktpartijen over de toepassing van het fiduciaverbod op de *repo*. Na de Nijmeegse oratie van Rank werd in 1998 dan ook aan de Wet toezicht effectenverkeer 1995 een bepaling toegevoegd waarin de wetgever met zoveel woorden *repos* van

---

(120) HR 19 mei 1995, *Sogelease*, NJ 1996/119, r.o. 3.4.3.

(121) Zie W.A.K. RANK, *De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financiële praktijk* (Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998), 20 en aldaar aangehaalde literatuur.

(122) J. DIAMANT, *De Collateral Richtlijn*, 217.

(123) Voor Nederland, zie, bijv. C.J.H. JANSEN en B.A. SCHUIJLING, “De financiële zekerheidsovereenkomst”, in A.S. Hartkamp e.a., *The Influence of EU Law on National Private Law*, 481 en 496-497; voor België, zie V. SAGAERT, “The Acquis Communautaire in the field of European Property Law”, in A.S. Hartkamp e.a., *The Influence of EU Law on National Private Law*, 357 en 386.

het fiduciaverbod uitsloot(124). Deze bepaling werd met de implementatie van de Europese FZR in 2006 tot bepaling in het Burgerlijk Wetboek gepromoveerd(125). Sinds 2006 bevat art. 7:55 BW derhalve een uitzondering op art. 3:84 lid 3 BW en grijpt het in die zin terug op het Bierbrouwerij-arrest: in het kader van financiële zekerheidsovereenkomsten mogen girale effecten en giraal geld(126) tot zekerheid worden overgedragen.

**89.** Als men echter het hierboven weergegeven betoog volgt dat bij een *repo* geen sprake is van een fiduciaire overdracht in de zin van art. 3:84 lid 3 BW (en als uitgelegd door de Hoge Raad in *Sogelease*), is art. 7:55 eerder een interpretatiebepaling dan een echte uitzondering. In die gedachtegang bevestigt art. 7:55 BW immers slechts met zoveel woorden dat financiële-zekerheidsovereenkomsten zoals *repos* niet worden getroffen door art. 3:84 lid 3 BW.

**90.** Naar huidig Belgisch recht wordt de zakelijke werking – dat wil zeggen: de tegenwerpelijkheid – van de fiduciaire overdracht erkend, zij het dat deze wordt geconverteerd naar een beperkt zekerheidsrecht(127). Aanvankelijk ontbrak het de fiduciaire eigendomsoverdracht echter ook in het Belgische recht aan rechtsgevolg en ook in België heeft de RFZ hierin verandering gebracht. Sterker nog, naar Belgisch recht is de RFZ zodanig geïmplementeerd dat niet alleen de overdracht tot zekerheid als in een *repo* wordt gesanctioneerd (zoals dat in Nederland is gebeurd), maar ook de ‘echte’ fiduciaire overdracht, dat wil zeggen de overdracht waarbij de verkrijger niet volledig beschikkingsbevoegd wordt gemaakt en hij de tot zekerheid overgedragen goederen slechts mag vervreemden bij verzuim van zijn debiteur(128). Dientengevolge is betoogd dat de RFZ ‘een hefboom [is] geweest

---

(124) Wet van 17 december 1998, houdende regels met betrekking tot de vervanging van verwijzingen in overeenkomsten, statuten en testamenten naar de Amsterdam Interbank Offered Rate en andere referentierentes, alsmede tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995, in verband met de deelname van Nederland aan de Economische en Monetaire Unie (Wet vervanging referentierentes). Zie W.A.K. RANK, *De (on)hanteerbaarheid van het Nederlandse recht voor de moderne financiële praktijk*, 47.

(125) Wet van 22 december 2005 tot uitvoering van Richtlijn nr. 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 juni 2002 betreffende financiële-zekerheidsovereenkomsten, in werking getreden met ingang van 20 januari 2006, *Stb.* 16, 2006. Zie, ook over deze wetsgeschiedenis, bv. T.R.M.P. KEIJSER, *Financial Collateral Arrangements*, 115 e.v.

(126) Art. 7:55 jo 7:51 sub (b), (d) en (e) BW. Met de implementatie van Richtlijn 2009/44/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 mei 2009 tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen en Richtlijn 2002/47/EG betreffende financiële-zekerheidsovereenkomsten wat gekoppelde systemen en kredietvorderingen betreft, data.europa.eu/eli/dir/2009/44/oj, zijn daaraan kredietvorderingen toegevoegd; art. 7:51 sub (f) BW.

(127) Verg. ook art. 62 Pandwet, werking vanaf 1 januari 2018: “Een overdracht van een schuldvordering tot zekerheid verleent aan de overnemer enkel een pandrecht op de overgedragen schuldvordering”.

(128) J. DIAMANT, *De Collateral Richtlijn*, 227-229.

[...] in de schijnbare ommekeer in de [Belgische] rechtspraak [ten aanzien van de fiduciaire eigendomsoverdracht]’(129).

**91.** Enerzijds zou kunnen worden betoogd dat implementatie van de RFZ in het Nederlands recht geen consequenties heeft gehad voor het goederenrecht. Zoals wij zagen, heeft de RFZ het goederenrecht immers niet aangetaast, omdat de transacties waarop deze richtlijn ziet naar mijn overtuiging reeds naar Nederlands recht het beoogde rechtsgevolg hadden. Anderzijds toont de invoering van art. 7:55 BW aan dat de consequenties van (implementatie van) de RFZ voor de fiduciaire eigendomsoverdracht en (daarmee) het goederenrecht niet evident waren. De Nederlandse wetgever zag in art. 6 lid 1 RFZ in ieder geval aanleiding te besluiten tot invoering van art. 7:55 BW, zodat boven alle twijfel verheven zou zijn transacties zoals *repos* en *securities lending* niet zouden worden getroffen door art. 3:84 lid 3 BW.

**92.** In het Belgische recht heeft de RFZ het begrip ‘eigendom’ onder druk gezet, nu de implementatie van de RFZ heeft geleid tot sanctionering van een fiduciaire eigendomsoverdracht die de rechten van de verkrijger in goederenrechtelijke zin beperkt. Zo ver heeft de Nederlandse wetgever niet willen gaan, maar hoe dan ook heeft Europees financieel recht ertoe geleid dat het nationaal privaatrechtelijke kernconcept ‘eigendom’ niet meer vanzelfsprekend ‘het meest volledige’ of ondeelbare recht is.

## **V. VERHAALSRECHT: “(ON)DEELBAARHEID VERMOGEN EN “*PARITAS CREDITORUM*”**

### **A. INLEIDING**

**93.** Asser/Van Mierlo geeft de kern van het Nederlandse verhaalsrecht als volgt weer:

“Een schuldenaar is gehouden de door hem verschuldigde prestatie te verrichten. Voor de nakoming van deze gehoudenheid staat hij met zijn gehele vermogen in, waarbij als hoofdregels gelden dat alle goederen van de schuldenaar tot verhaal strekken en de schuldeisers bij de verhaalsuitoefening gelijkgerechtigd zijn”(130).

---

(129) V. SAGAERT, A. APERS en S. BOULY, “De invloed van het Europese recht op het Belgische zekerheden- en goederenrecht”, in I. SAMOY, V. SAGAERT & E. TERRY, *Invloed van het Europese Recht op het Belgische privaatrecht*, 650.

(130) A.I.M. VAN MIERLO & A.A. VAN VELTEN, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. III. Vermogensrecht algemeen. Deel VI. Zekerheidsrechten* (Deventer: Kluwer 2010).



Deze bondige paradigmata komen overeen met de wettelijke uitgangspunten van de Belgische artt. 7-8 Hypotheekwet en refereren aan de twee centrale beginselen van het verhaalsrecht: de ondeelbaarheid van het vermogen van de schuldenaar en de gelijkheid of *paritas* van de schuldeisers. Beide beginselen zijn door recent Europees financieel recht onder druk komen te staan(131).

## **B. EMIR, MiFID, EN DE (ON)DEELBAARHEID VAN VERMOGEN**

**94.** Door de financiële crisis zijn beleidsmakers ervan overtuigd geraakt dat de risico's die derivaten meebrengen te weinig in kaart waren te brengen en te slecht te beheersen waren(132). Om daarin verandering te brengen is op 16 augustus 2012 de Verordening betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (beter bekend als *European Market Infrastructure Regulation* of EMIR) aangenomen. Art. 48 van deze verordening bepaalt dat, kort gezegd en voor zover hier van belang, transacties in derivaten centraal moeten worden afgewikkeld en dat bij insolventie van een financiële onderneming/tussenpersoon de derivatenportefeuille die deze tussenpersoon voor haar cliënten houdt, moet kunnen worden overgeboekt naar een niet-insolvente tussenpersoon. In zekere zin sluit art. 16 lid 8 MiFID II hierop aan, waar dit artikel bepaalt dat een beleggingsonderneming die (als tussenpersoon) financiële instrumenten aanhoudt die aan een cliënt toebehoren, 'adequate regelingen' moet treffen ter vrijwaring van de eigendomsrechten van de cliënt, met name in het geval van insolventie van die beleggingsonderneming.

**95.** Anders dan ingeval van bewaring en administratie van effecten betreft de administratie van derivaten geen goederen in vermogensrechtelijke zin. Een derivaat is namelijk niet een enkele zaak of vermogensrecht, maar een samenstel van schuldvorderingen en schulden die over en weer ontstaan tussen de twee partijen die het derivaat afsluiten. Derivaten kennen ook geen uitgevende instelling zoals effecten. De verhouding tussen "derivatenbezitters" en de beleggingsonderneming die de derivaten voor haar cliënten administreert, is dan ook een andere dan de (hierboven beschreven(133)) verhouding tussen effectenrekeninghouders en hun beleggingsondernemingen/ tussenpersonen.

---

(131) Zie ook V.P.G. de SÉRIÈRE, "Nieuwe regeling voor de bescherming van beleggers in derivaten tegen het insolventierisico van tussenpersonen", *Ondernemingsrecht* 2016/43, (5) en V. TWEEHUYSEN, "Bescherming van derivatenbeleggers via een afgescheiden vermogen in de Wet giraal effectenverkeer", *NTBR* 2016/17, (4) en M. HAENTJENS, "Geen grap", *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016/5, 165.

(132) Zie, bijv., W.A.K. RANK, "Segregatie en portabiliteit: de Wge als panacee voor MiFID en EMIR", *12. Maandblad voor Vermogensrecht* 2014, (8), 215.

(133) Randnr. 19.

**96.** De verhouding tussen derivatenbezitters en beleggingsondernemingen kan op verschillende wijzen vorm krijgen. Gebruikelijk is dat cliënt en beleggingsonderneming een lastgevingsovereenkomst sluiten, op grond waarvan de beleggingsonderneming voor rekening en risico van de cliënt derivatenovereenkomsten aangaat met derden. Dat betekent dat per transactie geen separate overeenkomsten tot stand komen tussen cliënt en beleggingsonderneming, maar uit de lastgevingsovereenkomst een geaggregeerde schuldvordering of schuld voortvloeit die het totaal vormt van de verschillende, voor de cliënt door de beleggingsonderneming afgesloten derivatenovereenkomsten. Daarnaast kunnen cliënt en beleggingsonderneming een derivatenovereenkomst sluiten, waarbij (geen sprake is van lastgeving en de beleggingsonderneming niet als tussenpersoon optreedt, maar) de beleggingsonderneming als wederpartij van de cliënt optreedt. Dat neemt niet weg dat de beleggingsonderneming op haar beurt een vergelijkbare transactie met een derde kan sluiten (*back-to-back*) om haar risico te minimaliseren (*riskless principal model*). Ten derde kan de cliënt zelf een transactie zijn aangegaan met een wederpartij, waarbij een beleggingsonderneming vervolgens de positie van deze wederpartij overneemt (novatie) om dezelfde positie als tussenpersoon met een centrale tegenpartij aan te gaan. De centrale tegenpartij sluit diezelfde positie weer met een andere bank/beleggingsonderneming die weer als tussenpartij optreedt voor de aanvankelijke (en uiteindelijke) wederpartij. Aldus hebben twee beleggingsondernemingen en de centrale tegenpartij zich ‘tussen’ de twee oorspronkelijke wederpartijen geplaatst.

**97.** De beleggingsonderneming fungeert slechts als ‘echte’ tussenpersoon in het eerste en derde hierboven besproken model. In het tweede model treedt de beleggingsonderneming immers (niet als tussenpersoon, maar) op als wederpartij van de cliënt(134).

**98.** Naar Nederlands faillissementsrecht is het niet zonder meer, dat wil zeggen: niet zonder toestemming van de curator, mogelijk een derivatenportefeuille (dat wil zeggen: een verzameling schulden en schuldvorderingen) in het faillissement van de beleggingsonderneming die als tussenpersoon fungeert over te dragen aan een andere beleggingsonderneming zoals art. 48 EMIR eist. Deze onmogelijkheid vloeit voort uit het zogeheten fixatiebeginsel, dat in art. 23 en 35 Fw zijn uitdrukking vindt. Naar Belgisch recht rijst dit probleem minder scherp. Het Belgische faillissementsrecht beschermt de cliënt van een tussenpersoon namelijk middels art. 103 lid 2 Faill. W. (vanaf 1 mei 2018 art. XX.196 lid 2 WER), op grond waarvan de cliënt de schuldvorderingen die de tussenpersoon voor rekening van de

---

(134) Verg. Kamerstukken II 2014-2015, 34198, nr. 3 (MvT), 5 en zie M. HAENTJENS, *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* (Deventer: Kluwer 2014), aant. 2 bij Hoofdstuk 3B Wge, 2325.

cliënt heeft verkregen op een derde ondanks het faillissement van de tussenpersoon kan ‘revindiceren’.

**99.** Om te kunnen voldoen aan MiFID en EMIR en tezelfdertijd geen afbreuk te doen aan het fixatiebeginsel heeft de Nederlandse wetgever zich genoodzaakt gevoeld een ‘afgescheiden vermogen’ te creëren voor derivaten. Sinds 1 april 2016 bepaalt art. 49f onder ‘f’ van de Wet giraal effectenverkeer (Wge) dan ook dat een ‘derivatenvermogen’ een ‘afgescheiden deel van het vermogen van een tussenpersoon’ is. Tot dat ‘afgescheiden deel’ van het vermogen van de tussenpersoon behoren, kort gezegd, de rechten en verplichtingen die samenhangen met het aanhouden, door dezelfde tussenpersoon, van derivatenposities voor cliënten van die tussenpersoon. Aldus dienen de rechten die deel uitmaken van het derivatenvermogen uitsluitend ter voldoening van de schuldvorderingen van de cliënten op hun tussenpersoon<sup>(135)</sup> en zou dit vermogen zonder tussenkomst van de curator in het faillissement van de tussenpersoon moeten kunnen worden overgebracht naar een niet-failliete tussenpersoon.

**100.** Met de invoering van een afgescheiden vermogen derogeeert art. 49f onder ‘f’ Wge aan art. 3:276 BW, dat bepaalt:

“Tenzij de wet of een overeenkomst anders bepaalt, kan een schuldeiser zijn vordering op alle goederen van zijn schuldenaar verhalen”.

Voor het faillissementsrecht wordt hetzelfde beginsel uitgedrukt door art. 20 Fw:

“Het faillissement omvat het gehele vermogen van de schuldenaar ten tijde van de faillietverklaring, alsmede hetgeen hij gedurende het faillissement verwerft.”

Art. 49g lid 1 Wge bepaalt daarom thans dat het afgescheiden derivatenvermogen in afwijking van art. 3:276 BW dient om de cliënten van de tussenpersoon een exclusief verhaal te bieden. Dat wil zeggen dat deze cliënten verhaal hebben op ‘hun’ derivatenposities als aangehouden door de tussenpersoon, met uitsluiting van (verhaal door) crediteuren van de tussenpersoon zelf. Met zijn arrest inzake *Coöperatie Beatrixziekenhuis/ProCall Fractureerdiensten*<sup>(136)</sup> had de Hoge Raad echter nog benadrukt dat ‘blijkens de bewoordingen en strekking’ van art. 3:276 BW daarop slechts uitzonderingen kunnen worden aanvaard als de wet anders bepaalt en dat met uitzonderingen ook overigens terughoudend moet worden omgesprongen.

---

(135) Kamerstukken II 2014-2015, 34198, nr. 3 (MvT), 4.

(136) HR 13 juni 2003, [deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:HR:2003:AF3413](http://deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:HR:2003:AF3413) = *NJ* 2004/196.

**101.** Reeds bestaande uitzonderingen op art. 3:276 BW kunnen worden gevonden in het Nederlandse art. 25 Wet notarisambt en art. 19 Gerechtsdeurwaarderswet(137), alsmede in het Belgische art. 8/1 Hypotheekwet. Op grond van deze bepalingen wordt een zogeheten kwaliteitsrekening afgescheiden van het vermogen van de notaris en gerechtsdeurwaarder. De door hem – in kwaliteit – op een dergelijke rekening ontvangen gelden zijn afgescheiden van het eigen vermogen van de notaris en gerechtsdeurwaarder en zijn derhalve niet beschikbaar voor verhaal door diens (eigen) schuldeisers.

**102.** Een kwaliteitsrekening van een notaris of deurwaarder wordt gekwalificeerd als een gemeenschap die toebehoort aan de deelgerechtigden tezamen(138). Ook de financiële instrumenten die een intermediair (als gedefinieerd in de Wge) voor haar cliënten houdt, vormen in beginsel een gemeenschap, waarin de cliënten als mede-eigenaren deelgerechtigd zijn. Deze gemeenschap wordt in de Wge aangeduid als ‘verzameldepot’ en ‘girodepot’ en is vergelijkbaar met de gemeenschappen die het Belgische KB nr. 62 van 10 november 1967 in het leven roept voor de bewaring van effecten(139).

**103.** De zojuist besproken gemeenschapsfiguur is reeds tientallen jaren gehanteerd ten behoeve van de kwaliteitsrekening van notaris en deurwaarder, alsmede voor de verzamel- en girodepots van intermediairs. Anders dan het onlangs onder invloed van Europees recht geïntroduceerde afgescheiden (derivaten)vermogen, maken deze gemeenschappen geen deel uit van het vermogen van de notaris, deurwaarder en intermediair. Het afgescheiden vermogen in de zin van art. 49f onder ‘f’ Wge is volgens de wetgever evenwel geen deelgenootschap, maar biedt ‘slechts’ een selecte groep schuldeisers (te weten: houders van een derivatenportefeuille) een exclusieve verhaalspositie (in insolventie van de tussenpersoon)(140). Een vergelijkbaar afgescheiden vermogen is – ook naar aanleiding van Europees financieel recht – tot stand gebracht om beleggers/cliënten van een beleggingsinstelling te beschermen. Preciezer gezegd, bepalen art. 4:37j lid 5 en 4:45 Wft voor een beleggingsinstelling en een maatschappij voor collectieve belegging in effecten of fonds voor collectieve belegging in effecten (icbe), respectievelijk, dat het vermogen van een beleggingsinstelling en icbe een afgescheiden vermogen is

“dat uitsluitend dient tot voldoening van vorderingen die voortvloeien uit: (1) schulden die verband houden met het beheer, het bewaren en het

---

(137) Voor een overzicht van enkele andere, reeds bestaande uitzonderingen, zie V. TWEEHUYSEN, *NTBR* 2016/17, (4) en voetnoten 50 en 51.

(138) Zie ook V. TWEEHUYSEN, *NTBR* 2016/17, (4), para. 4.

(139) Zie art. 12 KB nr. 62 van 10 november 1967 en bijv. M. HAENTJENS, *Harmonisation of Securities Law* (Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2007), 73 e.v.

(140) Kamerstukken II 2014-2015, 34198, nr. 3 (MvT), 4.

houden van de juridische eigendom van de activa van de [beleggingsinstelling en icbe]; en (...) (2) rechten van deelneming”(141).

Aldus hebben derden, noch crediteuren van een ander beleggingsfonds of fondsen voor collectieve belegging in effecten verhaal op het fonds, dan wel op de beheerder van het fonds(142). De art. 4:37j lid 5 en 4:45 Wft zijn tot stand gekomen naar aanleiding van implementatie van de hierboven eerder genoemde(143), Europese UCITS (voor icbe's) en AIFMD (voor beleggingsinstellingen).

**104.** Met de introductie van deze nieuwe afgescheiden vermogens in de Wge en Wft heeft Europees financieel recht derhalve ook ertoe geleid dat een kernbeginsel van het Nederlandse en Belgische verhaalsrecht, te weten: de ondeelbaarheid van het vermogen niet meer onverkort geldt.

### **C. BRRD, SRM Vo. EN DE PARITAS CREDITORUM**

**105.** Zoals ik hierboven reeds schreef, heeft recente Europees financieel-rechtelijke wetgeving niet alleen de ondeelbaarheid van vermogen onder druk gezet, maar ook de *paritas creditorum*, het tweede kernbeginsel van het Nederlandse verhaalsrecht. De onmiddellijke reden voor terzijdestelling van het *paritas*-beginsel is gelegen in de introductie van het zogeheten *bail-in*-instrument. De achtergrond hiervan is de volgende(144).

**106.** Sinds het faillissement van *Lehman Brothers Inc.*, dat wil zeggen, sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2008, zagen Amerikaanse en Europese overheden zich genoodzaakt vele miljarden dollars en euro's aan noodlijdende financiële ondernemingen ter beschikking te stellen. Zo gaf de Europese Commissie alleen al tussen oktober 2008 en oktober 2010 goedkeuring aan 3,6 biljoen euro in staatssteun aan financiële ondernemingen(145). Sommige banken waren immers *too big to fail*. Kapitaalinjecties met publiek geld werden met andere woorden noodzakelijk geacht

---

(141) Ook bepaalde pensioenvermogens vormen op vergelijkbare wijze op grond van art. 4:71a Wft een afgescheiden vermogen. Zie art. 123 Pensioenwet en uitgebreid W.A.K. RANK, “Positie crediteuren van een (algemeen) pensioenfonds: de paritas doorbroken?”, in D. Lunsingh Scheurleer e.a. (eds.), *Daar word ik blij van (Blom bundel)* (Den Haag: Boom 2016), 183 e.v.

(142) Memorie van Toelichting, *Kamerstukken II 2012–2013*, 35.

(143) Randnr. 71.

(144) Komende alinea's zijn ontleend aan M. HAENTJENS, *De autonomie van de alchemist*, 27 e.v.

(145) Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010, COM(2012) 280 final, 6 juni 2012, SWD(2012) 166 final, eur-lex.europa.eu/legal-content/ALL/?uri=CELEX%3A52012SC0167, 10.



omdat het faillissement van (een van de) grote banken de stabiliteit van het financiële stelsel in gevaar zou brengen. In de woorden van onze Minister van Financiën: “(...) het faillissement [zou] onaanvaardbaar grote en onwenselijke gevolgen (...) hebben voor de financiële stabiliteit, de Nederlandse economie en de Nederlandse belastingbetaler”(146). Hij doelde op SNS Reaal, maar voor alle andere grote banken zou hetzelfde gelden.

**107.** Het gevolg van deze kapitaalinjecties door overheden is geweest dat banken en overheden in een duivelse wurggreep zijn komen te verkeren. Enerzijds is de financiële positie van (met name: Europese) overheden ernstig verzwakt en afhankelijk geworden van de positie van de bancaire sector. Ierland en IJsland zijn voorbeelden hiervan. Anderzijds is de positie van de bancaire sector ernstig verzwakt geraakt door afwaardering van de soms grote hoeveelheden staatsobligaties waarin zij hebben geïnvesteerd. Een voorbeeld daarvan is de Griekse bancaire sector(147).

**108.** Om de band tussen banken en overheden te kunnen doorsnijden zouden de kosten van een bancaire insolventie zo min mogelijk voor rekening van de overheid, en zo veel mogelijk voor rekening van de private financiers van de insolvente bank moeten komen. Bij private financiers moet in de eerste plaats worden gedacht aan aandeelhouders, obligatiehouders en depositohouders. Depositohouders zijn echter altijd ontzien; sinds 1994 garandeert de Staat (en sinds kort: het depositogarantiefonds) op grond van Europees recht dat zij hun schuldvordering (thans: tot 100.000 euro) betaald krijgen(148). Naar Nederlands recht kent het depositogarantiefonds de vordering van de depositohouders op hun bank (tot 100.000 euro) toe en compenseert het de depositohouders(149).

**109.** Ook aandeelhouders en obligatiehouders konden tot voor kort op een vorm van staatsgarantie rekenen. Zolang een bank *too big to fail* is, zou de Staat immers moeten bijspringen ingeval van insolventie. Dientengevolge was de kans dat de bank zou failleren en aandeelhouders en obligatiehouders het door hun verstrekte kapitaal niet zouden krijgen terugbetaald klein.

**110.** Tegen deze achtergrond onderschreef de G20 in november 2011 het advies van de *Financial Stability Board* (een mondiaal adviesorgaan), dat overheden aandelen en schuldvorderingen van crediteuren deels of volledig zouden moeten kunnen afschrijven, en schuldvorderingen zouden moeten

---

(146) Brief van de Minister van Financiën aan de Voorzitter van de Tweede Kamer, *Kamerstukken 2012-2013*, 6.

(147) Voor een boeiend reisverslag langs deze landen, zie M. LEWIS, *Boomerang: The Biggest Bust* (Penguin 2011).

(148) Richtlijn 2014/49/EU van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 inzake de depositogarantiestelsels, <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/49/oj>.

(149) Art. 29.05 Besluit bijzondere prudentiële maatregelen, beleggerscompensatie en depositogarantie Wft (Bbpm) 26 november 2015.

kunnen omzetten in aandelen(150). Aldus wordt het passief van de bank verminderd en de solvabiliteit versterkt. In navolging van het advies van de *Financial Stability Board* bereidden landen over de hele wereld, waaronder ook Brazilië, Australië, Indonesië, Singapore en Zuid-Afrika, wetswijzigingen voor die de wettelijke basis hiervoor moeten bieden(151).

**111.** Ter onderscheiding van *bail-out*, waarbij de overheid de noodzakelijke kapitaalinjectie verricht, wordt het zojuist beschreven overheidsingrijpen *bail-in* genoemd. *Bail-in* is op Europees niveau geïmplementeerd in de zogeheten Herstel- en afwikkelrichtlijn (beter bekend onder haar Engeltaalig acroniem BRRD) en de *Single Resolution Mechanism* Verordening (SRM Vo.)(152).

**112.** Crediteuren zullen in een *bail-in* scenario niet allen gelijkelijk pro rata in de tekorten delen. Ten eerste is een aantal categorieën schuldvorderingen uitgesloten van *bail-in*. Het betreft onder andere deposito's voor zover deze zijn gedekt door het depositogarantiestelsel, maar ook schuldvorderingen tot zekerheid waarvan een zekerheidsrecht is verstrekt, schuldvorderingen met een looptijd korter dan zeven dagen, schuldvorderingen van werknemers, schuldvorderingen van handelscrediteuren en fiscale schuldvorderingen worden uitgesloten van *bail-in*(153).

**113.** Voorts krijgen nationale afwikkelautoriteiten binnen zekere grenzen de bevoegdheid van geval tot geval te beslissen welke (categorieën) schuldvorderingen gedwongen zullen worden afgeschreven en welke niet. Het moet dan gaan om een bijzondere situatie waarin het bijvoorbeeld (praktisch) niet mogelijk is *bail-in* toe te passen op een bepaalde categorie schuldvorderingen binnen een bepaalde tijd, waarin de continuïteit van essentiële onderdelen van de probleeminstelling in gevaar zou komen als *bail-in* zou worden toegepast op een bepaalde categorie schuldvorderingen, of waarin *bail-in* zou leiden tot een groter verlies voor de overige credi-

---

(150) Zie Key Attribute 3.5 van de FSB Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, [www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_111104cc.pdf](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104cc.pdf). Zie ook Basel Committee on Banking Supervision, Report and recommendations for the resolution of cross-border financial institutions, [www.bis.org/publ/bcbs169.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf), 23.

(151) Zie FSB Progress Report (2013), [www.fsb.org/2013/08/r\\_130821a/](http://www.fsb.org/2013/08/r_130821a/), 5.

(152) Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 82/891/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU en 2013/36/EU en de Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 648/2012, van het Europees Parlement en de Raad, <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/59/oj>, en Verordening (EU) Nr. 806/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 juli 2014 tot vaststelling van eenvormige regels en een eenvormige procedure voor de afwikkeling van kredietinstellingen en bepaalde beleggingsondernemingen in het kader van een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme en een gemeenschappelijk afwikkelingsfonds en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 1093/2010, <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/806/oj>.

(153) Art. 44 lid 2 BRRD en art. 27 lid 3 SRM Vo.

teuren dan als *bail-in* niet zou worden toegepast op een bepaalde categorie schuldvorderingen(154).

**114.** Dit alles brengt mee dat op grond van de BRRD en SRM-Verordening en als gevolg van beslissingen van afwikkelautoriteiten bij *bail-in* onderscheid wordt gemaakt tussen categorieën concurrent crediteuren. Dit onderscheid wordt ook bevestigd en nader uitgewerkt in art. 108 BRRD. Deze bepaling draagt de lidstaten met zoveel woorden op hun faillissementsrecht zodanig aan te passen dat, kort gezegd, deposito's van natuurlijke personen en van kleine, middelgrote en micro-ondernemingen voor zover deze de gegarandeerde dekking van 100.000 euro overschrijden, voorrang hebben boven schuldvorderingen van gewone concurrente, niet-preferente schuldeisers; en dat de gegarandeerde deposito's weer daarboven voorrang hebben.

**115.** De achtergrond van art. 108 BRRD is het zogeheten *no creditor worse-off* beginsel (NCWO). Op grond van dit beginsel zou een afwikkeling van een bank naar de regels van de BRRD nooit ertoe mogen leiden dat crediteuren van de bank in een slechtere positie komen te verkeren als zij zouden zijn geweest, ware de bank gefailleerd en afgewikkeld volgens de regels van het nationaal faillissementsrecht. Als het *paritas*-beginsel overkort zou gelden, dan zouden crediteuren op wie *bail-in* is toegepast, zich op het standpunt kunnen stellen dat zij zouden moeten worden vergoed in gelijke mate als gegarandeerde depositohouders. Naar nationaal verhaalsrecht geldt immers de *paritas creditorum*. Aldus zou echter afbreuk worden gedaan aan de effectiviteit van de *bail-in* als middel om aanspraak op de overheidsfinanciën te voorkomen en daarom schrijft art. 108 BRRD thans ook een aanpassing van het nationale verhaalsrecht voor(155).

**116.** Art. 108 BRRD is in het Nederlands recht in art. 212ra Fw geïmplementeerd en daarmee is een wettelijke uitzondering op het *paritas*-beginsel gecreëerd. Betoogd kan worden dat alle zekerheidsrechten, zowel zakelijk (pand, hypotheek, voorrechten), persoonlijk (borgtocht), als feitelijk (verrekening, eigendomsvoorbehoud) sinds jaar en dag afbreuk doen aan, en uitzonderingen vormen op het *paritas*-beginsel, zodat van een echte *paritas* in de meeste faillissementen allang geen sprake meer is. Zo verzuchtte de Hoge Raad in 2012:

---

(154) Art. 44 lid 3 BRRD en art. 37 lid 5 SRM Vo.

(155) Zie bijv., M. SCHILLIG, "The EU Resolution Toolbox", in M. Haentjens en B. Wessels, *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector* (Cheltenham: Edward Elgar 2015), 81 e.v.

“(...) deze verpandingsconstructie [brengt] dus in feite mee dat de uitgangspunten waarop de art. 3:276 en 3:277 lid 1 BW zijn gebaseerd, wat betreft concurrente schuldeisers verregaand zijn uitgehold”(156).

In dezelfde zin heeft Matthias Storme betoogd dat:

“de *paritas creditorum* in het Belgische recht géén positiefrechtelijk rechtsbeginsel is, maar een rechtstechnisch concept dat volgt uit de toepassing van de rechtstechnische regels inzake het verhaalsrecht van schuldeisers – al zijn die rechtstechnische regels op hun beurt wel geïnspireerd door een rechtspolitieke opvatting over een bepaalde vorm van “gelijkheid” onder de schuldeisers”(157).

117. Met de implementatie van art. 108 BRRD is echter nog verder afstand genomen van die “rechtspolitieke opvatting” en is van “rechtstechnische regels” die zouden resulteren in gelijkheid onder schuldeisers – in ieder geval waar het banken betreft – ook formeel geen sprake meer. In art. 212ra Fw introduceerde de Nederlandse wetgever met zoveel woorden immers een categorie schuldeisers die wordt voldaan ná de crediteuren met een wettelijk voorrecht (als bedoeld in art. 3:288 BW), maar vóór de (overige) concurrente crediteuren. Waar het crediteuren van een bank betreft, heeft recent Europees financieel recht het lot van de *paritas creditorum* als kernbeginsel van het Nederlandse verhaalsrecht bezegeld en is dat beginsel ook in formele zin betekenisloos geworden(158).

## VI. AFSLUITENDE OBSERVATIES

118. In het voorafgaande heb ik een vijftal kernbegrippen van Nederlands privaatrecht behandeld die onder druk zijn komen te staan door recente, financieelrechtelijke Europese wetgeving. Naar aanleiding daarvan kan een tweetal afsluitende observaties worden gemaakt.

Ten eerste valt op dat drie van de vijf kernbegrippen nader worden ingekleurd, ingevuld en ingeperkt door wat vanuit nationaal perspectief als publiekrecht wordt gekwalificeerd(159). We hebben gezien dat het nationale

---

(156) HR 3 februari 2012, [deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:HR:2012:BT6947](http://deeplink.rechtspraak.nl/uitspraak?id=ECLI:NL:HR:2012:BT6947) = *NJ* 2012/261, r.o. 4.8.3.

(157) M.E. STORME, “Paritas creditorum, voorrang en roerende zekerheden”, *TPR* 2006, (939) nr. 3.

(158) Overigens gold ook reeds voor verzekeraars een afwijkende volgorde van uitkering: zie art. 213m Fw en J. ISRAËL, “Insolvency Law”, in A.S. Hartkamp e.a., *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht*, 817.

(159) Vergelijk A.S. HARTKAMP, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht III. Vermogensrecht algemeen Deel. Europees recht en Nederlands vermogensrecht* (Deventer: Kluwer 2015).

aansprakelijkheidsrecht in toenemende mate wordt ingekleurd door normen die in de publiekrechtelijke Wft zijn geïmplementeerd. Spiegelbeeldig is de privaatrechtelijke aansprakelijkheidsregeling voor beleggingsinstellingen gedeeltelijk in de Wft zelf terecht gekomen. Voorts hebben EMIR, UCITS en AIFMD, die vanuit Nederlands perspectief ook hoofdzakelijk publiekrechtelijk van aard zijn, tot een uitzondering op de ondeelbaarheid van vermogen geleid. Ten slotte heeft de Herstel- en afwikkelrichtlijn, die eveneens in de Wft, maar ook in de Fw is geïmplementeerd, een rangorde onder concurrent crediteuren gecreëerd en daarmee de *paritas creditorum* bij het vuilnis gezet. De kernbegrippen ‘overeenkomst’ en ‘eigendom’ worden daarentegen ook door Europees financieel recht nader vormgegeven, maar in deze gevallen is minder evident dat dit in een publiekrechtelijke context plaatsvindt.

**119.** Ten tweede hebben de vijf besproken voorbeelden alle laten zien dat de coherentie van het nationaal privaatrecht niet vanzelfsprekend is. Enerzijds zou kunnen worden betoogd dat de op Europese leest geschoeide aanpassingen van het nationale privaatrecht een beperkt gebied, te weten: de financiële markten, betreffen<sup>(160)</sup>. Anderzijds zijn uitzonderingen op fundamentele bepalingen als art. 3:276 BW niet alleen op zichzelf reeds indringend, maar, daarmee wordt het ook “voorzienbaar dat de beginselen zelf in vraag zullen worden gesteld”, zoals Vincent Sagaert e.a. schreven<sup>(161)</sup>. Dat is in België ook inderdaad gebeurd. Daar heeft implementatie van de RFZ immers geleid tot sanctionering van de fiduciaire eigendoms-overdracht, ook buiten de financiële context. Zover heeft de Nederlandse wetgever niet willen gaan, maar in Nederland is gesuggereerd een algemeen afgescheiden te vermogen te introduceren naar aanleiding van de implementatie van EMIR en MiFID<sup>(162)</sup>.

**120.** Het is mijn verwachting dat de gevolgen van Europees financieel recht voor het nationaal privaatrecht niet zullen eindigen op vandaag. Zo heeft de Europese Commissie reeds een scala aan nieuwe wetgevingsinitiatieven aangekondigd onder de noemer ‘Kapitaalmarktunie’, die ongetwijfeld ook voor het privaatrecht consequenties zullen hebben. Zelfs op terreinen waar de Europese wetgever zich vooralsnog terughoudend heeft betoond, moet worden nagedacht over de uitwerking in het nationale recht van Europese financieelrechtelijke regelgeving. Zo zijn de consequenties van de recente

---

(160) Verg. J. ISRAËL, “Insolvency Law”, in A.S. Hartkamp e.a. (eds.), *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse privaatrecht*, 813.

(161) V. SAGAERT, A. APERS en S. BOULY, “De invloed van het Europese recht op het Belgische zekerheden- en goederenrecht”, in I. SAMOY, V. SAGAERT en E. TERRY, *Invloed van het Europese recht op het Belgische privaatrecht*, 691.

(162) V.P.G. de SERIÈRE, *Ondernemingsrecht* 2016/43, (5), para. 9 en V. TWEEHUYSEN, *NTBR* 2016/17, (4), para. 4.



Europese marktmisbruikregelgeving voor het nationaal strafrechtelijk kernbegrip ‘opzet’ verre van evident(163).

**121.** Hoe dan ook moet worden geconcludeerd dat minder coherent, maar meer geharmoniseerd, nationaal privaatrecht van Europese origine het gevolg is en zal zijn van ontwikkelingen in het financieel recht. “Incoherentie verenigd” dus. Saillant is het daarom dat het Verenigd Koninkrijk, de lidstaat met de grootste financiële sector van de EU en een sturende factor bij de totstandkoming van veel Europese financieelrechtelijke regelgeving, onlangs heeft uitonderhandeld dat het zich niet meer gebonden hoeft te weten aan verdere Europese integratie(164).

**122.** Het is onzeker of dit onderhandelingsresultaat kan voorkomen dat het VK op 23 juni besluit de EU helemaal te verlaten. Daaraan zal de negatieve uitslag van het recente, Nederlandse Oekraïnerferendum niet hebben bijgedragen. Dat “nee” was in naam gericht tegen het Associatieverdrag met Oekraïne, maar in werkelijkheid en naar de expliciete bedoeling van de initiatiefnemers tot het referendum, tegen de EU. Zeker in het licht van de gebeurtenissen van 22 maart 2016, toen bomaanslagen de levens eisten van 35 mensen op Zaventem en de Brusselse metro, krijgt een dergelijke staking van wederzijdse samenwerking een heel wrange smaak. De besproken kernbegrippen overeenkomst, normschending, eigendom, ondeelbaarheid van vermogen en *paritas* vereisen voortdurende verdieping en bespreking in wederzijdse dialoog, zeker in tijden waarin deze begrippen niet meer vanzelfsprekend zijn geworden, zij het door een crises van financiële, humanitaire danwel militaire aard. Ik hoop dat het voorafgaande daaraan in enige mate heeft bijgedragen.

## VII. NAWOORD

**123.** Nadat ik de hierboven uitgewerkt weergegeven oratie had uitgesproken, is de wereld veranderd. Europa en Turkije zijn geteisterd door nog meer bloedige aanslagen, Donald Trump is verkozen tot president van de Verenigde Staten van Amerika en een meerderheid van de kiezers heeft uitgesproken dat het VK de EU zal moeten verlaten. In welke vorm dat zal gebeuren, is nog steeds niet geheel duidelijk, maar waarschijnlijk is wel dat Brexit een verregaande invloed zal hebben op het Europees financieel recht en daarmee ook op het nationale privaatrecht.

---

(163) Zie R.C.P. HAENTJENS, *Wederrechtelijkheid in het financiële strafrecht*, Intreerede Amsterdam (2016).

(164) Besluit van de Europese Raad, Annex 1, 18-19 februari 2016. Zie [www.consilium.europa.eu/en/meetings/european-council/2016/02/18-19/](http://www.consilium.europa.eu/en/meetings/european-council/2016/02/18-19/).

## SOMMAIRE

INCOHÉRENCE UNIE - CONCEPTS DE DROIT PRIVÉ  
SOUS LA PRESSION DU DROIT FINANCIER EUROPÉEN

La législation européenne issue de la crise financière mondiale exerce un impact, encore plus invasif que par le passé, sur les ordres juridiques nationaux. Cette évolution n'est pas sans conséquences, en ce compris pour le droit privé national. Plus nettement encore, le récent droit financier européen met, dans tous les domaines classiques du droit privé, la pression sur des concepts essentiels.

Ainsi, il appert de la jurisprudence récente de la Cour de justice que la Cour adopte, pour le concept de "convention", une conception différente de celle du droit privé néerlandais actuel. La Cour a récemment décidé que, à la différence de ce que l'on peut affirmer selon le droit néerlandais, il n'est pas question sans plus d'une convention entre l'institution émettrice et l'obligataire.

Concernant le concept "de la responsabilité", il existe entretemps une scala de législation européenne intervenant toujours plus ou moins explicitement sur le domaine du droit national de la responsabilité. Dans le cas du Règlement en matière d'agences de notation (CRA III) et du Règlement sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement de détail et fondés sur l'assurance (PRIIPS), le fondement de la responsabilité (de droit privé) lui-même est réglé au niveau européen. Pour d'autres instruments européens, cet effet se fera sentir par le biais du principe de l'effectivité, même si le droit national de la responsabilité semble encore pouvoir fonctionner pour une large part de façon autonome. Les normes matérielles sanctionnant le droit national de la responsabilité portent cependant de plus en plus une signature européenne.

De même, le concept clé de "propriété" se trouve mis sous pression par le droit financier européen. L'introduction de l'art. 7:55 C.c. néerlandais montre que les conséquences de (l'implémentation de) la Directive Sûretés financières pour le transfert de propriété fiduciaire et (par là même) le droit des biens n'étaient pas évidentes. En droit belge, l'implémentation de cette directive a conduit à la reconnaissance d'un transfert de propriété fiduciaire limitant les droits de l'acquéreur au sens du droit des biens. Ce faisant, le droit financier européen a fait en sorte que, de toute évidence, le concept clé de "propriété" du droit privé national n'est plus "le droit le plus complet" ou indivisible.

De même, le droit financier européen a fait en sorte que deux principes clés du droit néerlandais du recouvrement, à savoir l'indivisibilité du patrimoine et la *paritas creditorum* ne s'imposent plus de façon intégrale. Le Règlement concernant les produits dérivés-otc, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR), la Directive concernant certains fonds d'investissements collectifs (UCITS) et la Directive concernant les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs (AIFMD) ont, en effet, conduit à l'introduction de nouveaux patrimoines distincts dans la loi *Giraal Effectenverkeer* (sur les titres dématérialisés) et la loi *Financieel toezicht* (surveillance des marchés financiers).

Par ailleurs, l'implémentation de la BRRD dans la loi lois sur les faillites (Fw.) a fait perdre tout intérêt, au plan formel, à la *paritas creditorum*.

Il est à prévoir que les effets du droit financier européen sur le droit privé national ne cesseront pas dès à présent. Il en résulte et résultera un droit privé national d'origine européenne moins cohérent mais plus harmonisé. "L'incohérence unie" dès lors.

## ZUSAMMENFASSUNG

INKOHÄRENZ VEREINT - PRIVATRECHTLICHE KONZEPTE  
UNTER DRUCK DES EUROPÄISCHEN FINANZIELLEN RECHTS

Die europäische Gesetzgebung nach überwundener Finanzkrise wirkt sich noch mehr aus auf die nationalen Rechtssysteme als es früher der Fall war. Das hat auch Folgen für das nationale Privatrecht. Das rezente europäische finanzielle Recht setzt sogar die Kernkonzepte in allen privatrechtlichen Teilgebieten unter Druck.

So folgt aus der rezenten Rechtsprechung des EuGH, dass der Gerichtshof den Begriff ‘Vertrag‘ anders versteht als das niederländische Privatrecht. Anders als nach niederländischem Recht behauptet wird, hat das EuGH nämlich rezent geurteilt, dass nicht unbedingt die Rede ist von einer Vertrag zwischen Emittent und Anleihegläubiger.

In Bezug auf das Konzept, Haftung gibt es in der Zwischenzeit eine Reihe von Europäischen Gesetzgebungen, die alle mehr oder weniger explizit das Gebiet des nationalen Haftungsrechts betreten. Was die Verordnung in Bezug auf die Rating-Agenturen (CRA III) betrifft und die Verordnung bezüglich Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIPs), ist der Grundsatz der (privatrechtlichen) Haftung sogar auf europäischer Ebene geregelt. Bei anderen europäischen Instrumenten wird sich der Effekt durch das Effektivitätsprinzip fühlen lassen, auch wenn das nationale Haftungsrecht noch größtenteils autonom zu funktionieren scheint. Die materiellen Normen, die das nationale Haftungsrecht sanktioniert, sind aber mehr und mehr von europäischer Signatur.

Auch das Kernkonzept, ‘Eigentum’ ist durch das europäische finanzielle Recht unter Druck gekommen. Die Einführung von Artikel 7:55 im niederländischen Bürgerliches Gesetzbuch zeigt, dass die Folgen (der Implementation) der Richtlinie über Finanzsicherheiten (RFZ) für die treuhänderische Übertragung des Eigentums und (damit) das Güterrecht (Sachenrecht) nicht selbstverständlich gewesen sind. Im belgischen Recht hat die Implementation der RFZ zur Anerkennung der treuhänderischen Übertragung des Eigentums geführt, die die Rechte des Erwerbers im güterrechtlichen Sinn beschränkt. So hat das europäische finanzielle Recht bewirkt, dass das privatrechtliche Kernkonzept, ‘Eigentum’ nicht mehr selbstverständlich ‘das vollständigste’ oder unteilbare Recht ist.

Das europäische finanzielle Recht hat auch dazu geführt, dass die zwei Grundsätze des niederländischen Schuldbtreibungsrechts, und zwar: die Unteilbarkeit des Eigentums und die *paritas creditorum*, nicht mehr unverkürzt gelten. Die Verordnung über die OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR), die Richtlinie für bestimmte Organisationen von gemeinsamen Anlagen in Wertpapieren (UCITS), und die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) haben nämlich zu der Introdution geführt einer neuen Vermögenstrennung im Gesetz über den Effektengiroverkehr und das Gesetz der Finanzaufsicht. Außerdem hat die Implementation der BRRD im Konkursgesetz (Fw.) die *paritas creditorum* im formellen Sinn bedeutungslos gemacht.

Man kann erwarten, dass die Folgen des europäischen finanziellen Rechts für das nationale Privatrecht mit dem heutigen Tag nicht enden werden. Ein weniger kohärentes, aber mehr harmonisiertes, nationales Privatrecht von europäischem Ursprung ist und wird die Folge sein. Also "Inkohärenz vereint".



## SUMMARY

### THE INCOHERENT UNITED - PRIVATE LAW CONCEPTS UNDER PRESSURE FROM EUROPEAN FINANCIAL LAW

Post-crisis European legislation has penetrated the member states' legal orders even more deeply than was the case previously. This also has implications for private law at the national level. One could go even further and state that recently-enacted European financial law has impacted all the traditional areas and key concepts of private law.

Thus it emerges from recent CJEU decisions that the Court's interpretation of the notion of "agreement" is different from that which is currently applied in the private law of the Netherlands. Contrary to the approach adopted under Dutch law, the CJEU has recently ruled that the relationship between the issuing institution and the bond holder is no longer that of an agreement.

As regards the concept of "tort", there has in the meantime arisen a whole range of European laws, all of which more or less explicitly encroach on the field of the national law of torts. In the case of the Regulation on Rating Agencies (CRA III) and the Regulation on Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPS), even the basis for a tort claim is regulated at the European level. With other European instruments that effect will make itself felt through the effectiveness principle, even though it would appear that, to a large extent, the domestic law of torts remains capable of operating independently. Nevertheless, the substantive rules governing the domestic law of torts increasingly bear the stamp of European legislation.

The key concept of "ownership" has also felt the impact of European financial law. The introduction of Article 7:55 in the Civil Code of the Netherlands shows that the implications of the Financial Collateral Directive (FCD) for fiduciary transfers of ownership and therefore also the law of property had not been fully understood. Under Belgian law, the implementation of FCD led to the recognition of fiduciary transfers of ownership, which has restricted the rights of the acquirer in property law terms. Thus European financial law has caused a situation whereby the key concept of "ownership" under private law is no longer automatically "the most absolute" or indivisible right.

European financial law has also resulted in two key concepts of the Dutch law of debt recovery, to wit the indivisible nature of assets and the *paritas creditorum* principle, no longer applying in their absolute form. The Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR), the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive (UCITS), and the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) have led to the introduction of new separations of assets in the Act on Book-Entry Securities and the Act on Financial Supervision. In addition, the implementation of the Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) in the Law on Bankruptcies has rendered the *paritas creditorum* rule, in a formal sense, redundant.

It can be expected that the effects of European financial law on the domestic private law will not end as of today. A less coherent, but more harmonised, domestic

private law of European origin is, and will be, its outcome. Thus we will see the “incoherent united”.

## RESUMEN

LA INCOHERENCIA UNIFICADA - LOS CONCEPTOS DE DERECHO PRIVADO  
SOMETIDOS A LA INFLUENCIA DEL DERECHO FINANCIERO EUROPEO

La legislación europea poscrisis influye más aún en los órdenes jurídicos nacionales de lo que era el caso antes. Esto también tiene consecuencias para el derecho privado nacional. Más aún: el derecho financiero europeo reciente ejerce presión sobre los conceptos básicos en todos los ámbitos del derecho privado clásico.

Así, por ejemplo, resulta de la jurisprudencia reciente del Tribunal de Justicia que éste interpreta el concepto de “acuerdo” de otra manera que el derecho privado holandés actual. Efectivamente, contrariamente al derecho holandés, el Tribunal de Justicia ha decidido recientemente que no se puede hablar sin más de un acuerdo entre una institución emisora y el obligacionista.

En lo relativo al concepto de “responsabilidad”, existe ya toda una serie de normas europeas, que se solapan de una manera más o menos explícita sobre el terreno del derecho de responsabilidad nacional. En el caso del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia (CRA III) y del Reglamento sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros (PRIIPs), la base de la responsabilidad (de derecho privado) incluso está organizada a nivel europeo. Para otros instrumentos europeos, ese efecto se hará sentir a través del vínculo del principio de la efectividad, aunque el derecho de responsabilidad nacional parezca todavía poder funcionar en buena parte de manera autónoma. Sin embargo, las normas materiales que sanciona el derecho de responsabilidad nacional están sujetas cada vez más a una tendencia europea.

También el concepto básico de “propiedad” está sometido a tensiones por parte del derecho financiero europeo. La introducción del art. 7:55 en el Código Civil holandés demuestra que no eran evidentes las consecuencias (de la implementación) de la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera para la transferencia de propiedad fiduciaria y (por ende) el derecho de bienes. En el derecho belga, la implementación de la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera ha llevado al reconocimiento de una transferencia de propiedad fiduciaria que limita los derechos del adquirente en el sentido del derecho de bienes. O sea que de esta manera el derecho financiero europeo ha hecho que el concepto básico de “propiedad” de derecho privado nacional ya no sea de manera natural el derecho ‘más completo’ o indivisible que se puede concebir.

El derecho financiero europeo también ha provocado que los dos conceptos básicos del derecho de recurso holandés, a saber, la indivisibilidad del patrimonio y la *paritas creditorum*, ya no se apliquen íntegramente. Y es que el Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR), la Directiva sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OIVCM) y la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) han conducido a la introducción de nuevos tipos separados de patrimonios en la Ley sobre la circulación de valores mobiliarios desmaterializados y la Ley sobre la supervisión financiera. Además de eso, la implementación de la Directiva BRRD (*Bank Recovery and Resolution*

*Directive*) en la Ley de quiebras ha hecho que sea irrelevante la *paritas creditorum* en el sentido formal.

Se puede esperar que no terminarán aquí los efectos del derecho financiero europeo sobre el derecho privado nacional. La consecuencia es y será un derecho privado nacional de origen europeo menos coherente, pero más armonizado. O sea, la “incoherencia unificada”.