

HOOFDSTUK 12

VERMOGENSSCHEIDING

W.A.K. Rank¹

12.1 Inleiding

De Nederlandse financiële toezichtwetgeving bevat gedetailleerde regels inzake de door beleggingsondernemingen – bankbeleggingsondernemingen daaronder begrepen – toe te passen vermogensscheiding bij de bewaring van financiële instrumenten en gelden van cliënten. Het gaat hier om regels van toezichtrecht die strekken tot het bereiken van een bepaald civielrechtelijk gevolg, namelijk dat activa van cliënten zodanig zijn afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming dat (andere) crediteuren van de beleggingsonderneming dan de rechthebbenden zich daarop niet kunnen verhalen in het geval van insolventie van de beleggingsonderneming.² Hoofddoel is bescherming tegen het tussenpersoonrisico, het zogenaamde *intermediary risk*.³ Ofschoon deze regels voor een deel van nationale origine zijn, vormen zij ook de uitwerking van Europese regelgeving, eerst van art. 10 ISD, daarna van art. 13 lid 7 en 8 MiFID en thans van art. 16 lid 8-10 MiFID II. Soms ook betreft het bepalingen van Europees recht met rechtstreekse werking in Nederland, zoals art. 39 en 48 EMIR en art. 38 CSD-Verordening.

In essentie wijkt de regeling van de vermogensscheiding in MiFID II niet materieel af van die in MiFID. Wel behelzen MiFID II en de (Level 2) MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn nieuwe bepalingen met betrekking tot het aangaan door beleggingsondernemingen van effectenfinancieringstransacties en financiële zekerheidsovereenkomsten (FZO's) met cliënten. Deze nieuwe bepalingen houden verband met de regeling van de vermogensscheiding omdat bij dergelijke overeenkomsten de eigendom van het onderpand overgaat van de cliënt op de beleggingsonderneming. Daarnaast zijn onder MiFID II de bepalingen inzake de bij de bewaring van

1 Prof. mr. W.A.K. (Pim) Rank is hoogleraar Financieel recht aan de Universiteit Leiden en Of Counsel bij NautaDutilh te Amsterdam.

2 Zie voor diverse bijdragen van diverse auteurs over vermogensscheiding: Rank 2008 en Rank 2018c.

3 Zie over *intermediary risk* in breed verband: Schwarcz, *Duke Law Journal* 2001.

financiële instrumenten en gelden in acht te nemen informatieverplichtingen niet langer opgenomen in de Uitvoeringsrichtlijn maar in de (Level 2) MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565. Voor zover het gaat om het afscheiden van derivatenposities vormen de nationale regels niet alleen de implementatie van de in MIFID II vervatte regels inzake vermogensscheiding maar strekken zij er eveneens toe om de Nederlandse wetgeving in de pas te laten lopen met de in EMIR neergelegde regels inzake (administratieve) segregatie en portabiliteit.

Waar het gaat om financiële instrumenten zijn de toezichtrechtelijke regels inzake vermogensscheiding niet beperkt tot effecten in de klassieke zin des woords. Zij hebben betrekking op *alle* financiële instrumenten. Zij verplichten derhalve ook tot een afscheiding van voor cliënten gehouden derivatenposities. Het gaat daarbij uitsluitend om derivaten waarbij de beleggingsonderneming handelt als tussenpersoon. Alleen als de beleggingsonderneming handelt als tussenpersoon is sprake van het houden van financiële instrumenten voor een cliënt en van *intermediary risk*. Als de beleggingsonderneming niet handelt als tussenpersoon maar als wederpartij, is geen sprake van het houden van posities voor een cliënt en zijn de vermogensscheidingsregels niet van toepassing.⁴ Van een handelen als tussenpersoon is altijd sprake bij beursverhandelde derivaten.⁵ Bij OTC-derivaten handelt de beleggingsonderneming meestal niet als intermediair maar als wederpartij. Dat neemt niet weg dat ook bij OTC-derivaten een handelen als tussenpersoon tot de mogelijkheden behoort.

Vermogensscheiding speelt niet alleen bij beleggingsondernemingen, maar ook bij andere financiële ondernemingen en instellingen. Men denke bijvoorbeeld aan betaalinstellingen, elektronischgeldinstellingen (egi's), beleggingsinstellingen, premiepensioeninstellingen (PPI's) en algemeen pensioenfondsen (APF's). De voorschriften die in dit verband gelden verschillen al naargelang het type instelling en de aard van de activa.⁶ Overigens

4 Zie: Peeters & Rank 2011, p. 137-176, in het bijzonder p. 139-141. Zie voorts over mogelijke wijzen van bescherming van derivatenbeleggers: Kuijper 2010, m.n. p. 83 e.v., en Van Angeren & Bonhof 2012, p. 231-246.

5 Schrijver dezes wees al in 1997 op het feit dat de vermogensscheidingsregels ook voor beursverhandelde derivaten gelden, maar was toen nog een roepende in de woestijn: Rank 1997, p. 65; zie ook Rank 1999, p. 267-305.

6 Zie over vermogensscheiding bij betaalinstellingen: Van Zaal, *FR* 2010, p. 226-237; Reijmer, *FRP* 2016, p. 22-29; Rank, *FR* 2016, p. 396-404; bij beleggingsinstellingen: Rank 2015, p. 139-159, en bij PPI's en APF's: Maatman & Steneker 2015; Boumans & De Greef, *TPV* 2015, p.13-22; Koster, *WPNR* 2015, p. 175-176; Rank 2016, p. 179-190; Rank, *FR* 2017, p. 240-252.

bestaat er wel een streven bij de toezichthouders om de voorschriften voor de verschillende typen financiële onderneming zo veel mogelijk gelijk te trekken. Zo hebben AFM en DNB op 8 juli 2016 elk een consultatiedocument gepubliceerd over vermogensscheiding. Het consultatiedocument van de AFM heeft betrekking op de voorwaarden voor vermogensscheiding door beleggingsondernemingen ten aanzien van financiële instrumenten en gelden van cliënten. Het consultatiedocument van DNB ziet op de voorwaarden voor vermogensscheiding door betaalinstellingen en elektronischgeldinstellingen. Uit de documenten blijkt dat de beide toezichthouders onderling hebben afgestemd en hebben geprobeerd de desbetreffende voorwaarden zo veel mogelijk te uniformeren.⁷ Buiten de financiële sector valt te denken aan de verplichting tot afscheiding van derdengelden zoals die bestaat voor notarissen, advocaten en gerechtsdeurwaarders.

Bij vermogensscheiding gaat het steeds om juridische segregatie. Deze vorm van segregatie moet worden onderscheiden van administratieve segregatie. In het geval van juridische segregatie zijn de voor een cliënt gehouden waarden afgescheiden van de waarden van de intermediair zelf en van die van andere cliënten. De waarden behoren dan in juridische zin toe aan de cliënt of zijn uitsluitend vatbaar voor verhaal door de cliënt en zijn niet vatbaar voor verhaal door (andere) crediteuren van de intermediair. In het geval van administratieve segregatie zijn de voor een cliënt gehouden activa alleen operationeel afgescheiden van de posities van de financiële onderneming zelf en mogelijk van die van andere cliënten van de financiële onderneming. Deze vorm van segregatie vinden we onder meer in EMIR en de CSD-Verordening. EMIR legt administratieve segregatieverplichtingen op aan CCP's en CM's (en zelfs aan cliënten van CM's), terwijl de CSD-Verordening administratieve segregatieverplichtingen oplegt aan CSD's en aangesloten instellingen. Overigens is administratieve segregatie niet zelden een voorwaarde voor juridische segregatie. Om juridische afscheiding mogelijk te maken zal de financiële onderneming haar administratie immers op een zodanige wijze moeten voeren dat daaruit blijkt welke financiële instrumenten en gelden voor welke cliënten worden gehouden.⁸

Omdat wij in Nederland niet beschikken over de figuur van de trust, waarbij de activa niet in het vermogen van de juridische eigenaar vallen

7 Zie voor een bespreking en vergelijking van de voorgestelde voorwaarden: Rank, *FR* 2016b, p. 396-404. De door de AFM voorgestelde voorwaarden zijn, met de nodige aanpassingen, op 1 februari 2017 in werking getreden; de door DNB voorgestelde voorwaarden zijn *on hold* gezet.

8 Zie: Rank, *MvV* 2014, p. 214-223; Rank/Uiterwijk, *FR* 2017, p. 374-380.

maar in dat van de begunstigde, zijn naar Nederlands recht bepaalde constructies nodig om vermogensscheiding van niet geïndividualiseerde activa te realiseren.⁹ De meest gebruikelijke – en door de wetgever als geldig erkende – constructies die in dit verband worden gehanteerd zijn: a) het onderbrengen van de activa in een aparte (bewaar)instelling; en b) het creëren van een afgescheiden vermogen bij de financiële onderneming zelf.¹⁰ Voor dit laatste is sinds het ProCall-arrest van de Hoge Raad in beginsel een wettelijke regeling nodig.¹¹ De keerzijde van vermogensscheiding – het apart zetten van bepaalde vermogensbestanddelen ten behoeve van bepaalde crediteuren – is immers dat inbreuk wordt gemaakt op twee belangrijke vermogensrechtelijke principes, te weten (i) het principe dat een schuldeiser zijn vordering op alle goederen van zijn schuldenaar kan verhalen (art. 3:276 BW); en (ii) de *paritas creditorum*, het beginsel dat schuldeisers onderling een gelijk recht hebben om zich naar evenredigheid van hun vordering op de goederen van hun schuldenaar te verhalen (art. 3:277 BW). Deze beginselen zijn zo wezenlijk dat partijen daaraan niet voorbij moeten kunnen gaan door middel van een simpele contractuele regeling.

Betaalinstellingen en egi's zijn verplicht van betaaldienstgebruikers en andere betaaldienstverleners ontvangen gelden zeker te stellen. Voor egi's geldt eenzelfde verplichting met betrekking tot gelden die worden of zijn ontvangen in ruil voor elektronisch geld.¹² De toepasselijke financiële

9 Vgl. Schmieman 2014, p. 609-628.

10 Zie over het wezen van een afgescheiden vermogen: Faber 1996, p. 197-199. Andere mogelijke constructies zijn de vestiging van een pandrecht op de activa ten behoeve van de cliënten tot zekerheid van de rechten van deze cliënten met betrekking tot deze activa of een regeling die de cliënt bij faillissement van de financiële onderneming de mogelijkheid geeft de rechten die de financiële onderneming ter zake van de activa jegens een derde heeft op de cliënt te doen overgaan. Vgl. art. 7:420 BW.

11 HR 13 juni 2003, NJ 2004/196 (*Beatrix Ziekenhuis/ProCall*). Zo ook Snijders 1997, p. 94-96. Zie echter HR 23 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1139 (*St. Beheer Derdengelden Advocatuur NautaDutilh/Ontvanger*), waarin de Hoge Raad, zonder dat daarvoor enige wettelijke basis bestaat, aanneemt dat een banksaldo ten name van een stichting derdengelden advocatuur toebehoort aan de gezamenlijke cliënten van het advocatenkantoor, naar evenredigheid van de ten behoeve van deze cliënten gestorte bedragen, en niet aan de stichting, waarover (terecht) kritisch: Wibier, AA 2017, p. 707-709.

12 Art. 9 PSD, vervangen door art. 10 PSD2, welke laatste richtlijn eerst op 5 december 2018 in de Nederlandse wetgeving is geïmplementeerd (*Stb.* 2018, 503), respectievelijk art. 7 Richtlijn 2009/110/EG van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 betreffende de toegang tot de uitoefening van en het prudentieel toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld, tot wijziging van de Richtlijnen 2005/60/EG en 2006/48/EG en tot intrekking van Richtlijn 2000/46/EG (Tweede EGI-richtlijn), *PbEU* 10 oktober 2009, L 267/7.

toezichtwetgeving bepaalt dat aan dit vereiste is voldaan als deze gelden niet worden vermengd met de gelden van andere crediteuren en zij één werkdag na ontvangst – waar het betreft van betaaldienstgebruikers en andere betaaldienstverleners ontvangen gelden – respectievelijk uiterlijk vijf werkdagen na uitgifte van het elektronisch geld – waar het betreft in ruil voor elektronisch geld ontvangen gelden – op een afzonderlijke rekening bij een bank worden gestort of belegd in veilige, liquide activa met een lage risicograad, op zodanige wijze dat andere crediteuren hun vorderingen niet op deze gelden kunnen verhalen.¹³ De wet geeft niet aan op welke wijze dat moet worden bewerkstelligd. In de praktijk plegen betaalinstellingen en egi's echter altijd te kiezen voor de constructie van een aparte bewaarinstelling. Zij stellen de ontvangen gelden veilig door deze in bewaring te geven bij een speciaal daarvoor opgerichte stichting derdengelden. Voor beleggingsinstellingen, PPI's en APF's voorziet de wet expliciet in de creatie van een afgescheiden vermogen dat uitsluitend dient tot voldoening van bepaalde vorderingen.¹⁴ Hier is dus gekozen voor de tweede constructie.

Buiten de financiële sector vinden we de constructie van het afgescheiden vermogen bij notarissen en gerechtsdeurwaarders. Bij beide beroepsgroepen voorziet de wet in de creatie van een bijzondere kwaliteitsrekening. Deze luidt op naam van de notaris respectievelijk de gerechtsdeurwaarder, maar het saldo behoort toe aan de gezamenlijke cliënten van de notaris respectievelijk de deurwaarder, waarbij elke cliënt een aandeel in dat saldo toekomt dat evenredig is met de door of ten behoeve van deze cliënt gestorte bedragen.¹⁵ De constructie van een aparte bewaarinstelling vinden we bij advocaten. Een advocaat dient ervoor zorg te dragen dat derdengelden worden overgemaakt naar een bankrekening op naam van een speciaal daarvoor opgerichte risico-averse stichting derdengelden.¹⁶

13 Art. 3:29a Wft jo art. 40a Bpr Wft en art. 3:29b jo art. 40b Bpr Wft. De verplichting dat de gelden één werkdag respectievelijk uiterlijk vijf werkdagen na verkrijging door de betaalinstelling/egi op de aangegeven wijze moeten worden afgescheiden is in ieder geval naar Nederlands recht moeilijk te verenigen met de in art. 9 PSD resp. art. 10 PSD2, vervatte voorwaarde dat zij op geen enkel moment vermengd mogen zijn met geldmiddelen van andere schuldeisers van de instelling. Aldus: Van Zaal, *FR* 2010, p. 234; Rank, *FR* 2016b, p. 399.

14 Art. 4:37j lid 5 Wft voor AIF's, art. 4:45 lid 1 Wft voor ICBE's, art. 4:71a Wft voor PPI's en art. 123 Pw voor APF's.

15 Art. 25 Wet op het notarisambt; art. 19 Gerechtsdeurwaarderswet.

16 Art. 6.19 Verordening op de advocatuur. In zijn arrest van 23 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1139 (*St. Beheer Derdengelden Advocatuur NautaDutilh/Ontvanger*), acht de Hoge Raad art. 25 Wet op het notarisambt en art. 19 Gerechtsdeurwaarders-

Zoals in het navolgende zal worden uiteengezet, behoren voor beleggingsondernemingen beide constructies tot de mogelijkheden: bewaring van activa van cliënten via een separate (bewaar)instelling en de creatie van afgescheiden (verhaals)vermogens door het bewaren van de relevante activa conform de Wge. Om meer beleggers te laten profiteren van de laatstgenoemde vorm van bescherming is de Wge op 1 januari 2011 ingrijpend gewijzigd.¹⁷ Met deze wijziging is ten aanzien van effecten in de klassieke zin des woords voorzien in een substantiële uitbreiding van het toepassingsgebied van de Wge. Vervolgens is de Wge op 1 april 2016 nog een keer ingrijpend gewijzigd. Bij die gelegenheid is een regeling strekkende tot afscheiding van voor cliënten gehouden derivatenposities aan de wet toegevoegd.¹⁸

In deze bijdrage zullen de regels inzake vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen op een rijtje worden gezet en geanalyseerd.¹⁹ In dat verband zal eerst worden ingegaan op de relevante toezichtrechtelijke regels. Daarbij wordt zowel aandacht besteed aan de Europese toezichtregelgeving inzake vermogensscheiding als aan de Nederlandse toezichtregelgeving op dit punt. Ook regels die niet voorzien in juridische segregatie maar slechts in administratieve of operationele segregatie passeren daarbij de revue. Uitgangspunt is daarbij het regelgevend kader zoals dat thans geldt, dus na de implementatie c.q. inwerkingtreding van MIFID II/MiFIR, EMIR en de CSD-Verordening. Vervolgens worden de verschillende constructies bekeken vanuit een civielrechtelijk perspectief. Daarbij wordt in het bijzonder ingegaan op de rechten van cliënten ten aanzien van door hen bij de (bank)beleggingsonderneming in bewaring gegeven financiële instrumenten en gelden in het geval van insolventie van de (bank)beleggingsonderneming.²⁰ Ten slotte wordt enige aandacht besteed aan het depositogarantiestelsel en het beleggerscompensatiestel-

wet van overeenkomstige toepassing op een door een stichting derdengelden advocatuur aangehouden bankrekening en neemt het college aan dat een banksaldo ten name van een dergelijke stichting toebehoort aan de gezamenlijke cliënten van het advocatenkantoor, een en ander naar evenredigheid van de ten behoeve van deze cliënten gestorte bedragen, en niet aan de stichting. De Hoge Raad scheert aldus twee te onderscheiden vormen van vermogensscheiding over één kam en miskent daarbij dat de gelden bij insolventie van de advocaat reeds daarom niet in de failliete boedel vallen omdat zij worden gehouden door de stichting derdengelden.

17 *Kamerstukken II* 2008/09, 31830, 1-4.

18 *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 1-4.

19 Deze bijdrage is in belangrijke mate gebaseerd op en soms letterlijk ontleend aan Rank 2018a en Rank 2018b.

20 Zie voor uitvoeriger beschouwingen over de bewaarsituatie bij banken: Rank 1997; Schim 2006; Haentjens 2007.

sel. Deze regelingen voorzien weliswaar niet in vermogensscheiding, maar komen aan bod als de regels inzake vermogensscheiding de cliënt geen of geen volledige bescherming hebben geboden. Buiten beschouwing blijft de Unidroit Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities (Geneva Securities Convention), ofschoon dit verdrag in art. 10 lid 2 onder b en art. 25 lid 6 ook in vermogensscheiding bij insolventie voorziet.²¹ Voorts blijven onbesproken de Hague Securities Convention,²² het project voor een Securities Law Directive²³ en TARGET2-Securities.²⁴

12.2 Toezichtrechtelijke regelgeving

12.2.1 Europese toezichtregelgeving vermogensscheiding: MiFID II

De regels inzake de vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen vinden hun basis primair in Europese regelgeving, eerst in art. 10 ISD, later in art. 13 lid 7 en 8 MiFID en thans in art. 16 lid 8-10 MiFID II.²⁵ Op grond van art. 10 ISD diende iedere lidstaat toezichtrechtelijke regels op te stellen die een beleggingsonderneming zouden verplichten adequate regelingen te treffen met betrekking tot a) financiële instrumenten van beleggers ter vrijwaring van hun eigendomsrechten, met name in het geval van insolventie van de beleggingsonderneming, en om te voorkomen dat deze financiële instrumenten door de beleggingsonderneming voor eigen rekening worden gebruikt, tenzij met uitdrukkelijke instemming van de beleggers; en b) gelden van beleggers ter vrijwaring van hun rechten en om, behalve in het geval van bankbeleggingsondernemingen, te voorkomen dat gelden van beleggers door de beleggingsonderneming voor eigen rekening worden gebruikt. Art. 13 lid 7 en 8 MiFID bevatte een gelijkkluidende algemene verplichting tot het treffen van adequate maatregelen ter bescherming van de rechten van cliënten ten aanzien van door hen bij een beleggingsonderneming in bewaring gegeven financiële instrumenten en gelden en een gelijkkluidend algemeen verbod op het

21 Zie over dit verdrag: Haentjens & Keijser, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 114-120.

22 Zie over dit verdrag: Rank, *NIPR* 2005, p. 249-265, Rank/Bierman, *FR* 2006, p. 255-261.

23 De Securities Law Directive zou moeten voorzien in harmonisering van bepaalde aspecten van het effectenrecht binnen de EU, met name waar het betreft de juridische status van een creditering in effecten. Na diverse consultaties bevindt het project zich nu in het stadium van expertoverleg.

24 Zie over dit initiatief: Kranendonk, *FR* 2017, p. 30-39. Vgl. ook Groenendaal & Zebregs, *FR* 2009, p. 140-148.

25 Zie ook: Haentjens & Rank 2015, p. 366 e.v.

gebruik voor eigen rekening door de beleggingsonderneming van financiële instrumenten en gelden van cliënten. Deze bepalingen werden nader uitgewerkt in art. 16-20 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn. De in art. 19 lid 3 MiFID vervatte algemene verplichting om cliënten te informeren omtrent de aan hen te verlenen diensten en de daaraan verbonden risico's werd ten aanzien van de bewaring van financiële instrumenten en gelden van cliënten uitgewerkt in art. 32 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn.

De regels van art. 13 lid 7 en 8 MiFID zijn thans te vinden in art. 16 lid 8 en 9 MiFID II – in dezelfde bewoordingen – en worden nader uitgewerkt in art. 2-8 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Nieuw is de bepaling van art. 16 lid 10 MiFID II. Deze bepaling voorziet in een verbod op het aangaan door een beleggingsonderneming van een financiële zekerheidsovereenkomst (FZO) tot overdracht met een niet-professionele cliënt ter securering van huidige of toekomstige verplichtingen van een dergelijke cliënt jegens de beleggingsonderneming. Deze bepaling wordt uitgewerkt in art. 5 lid 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Onder een beleggingsonderneming moet ook worden begrepen een bank die beleggingsdiensten verleent. Dit betekent in de praktijk bijvoorbeeld dat een bank die met een niet-professionele cliënt in derivaten handelt de aan de bank te verschaffen *margin* niet meer zal mogen (doen) bijschrijven op een rekening op naam van de bank en zal moeten opteren voor een andere vorm van zekerheid.²⁶ De verplichting tot informatieverschaffing vinden we thans in art. 24 lid 4 MiFID II. Ten aanzien van de bewaring van financiële instrumenten en gelden van cliënten is deze verplichting concreet uitgewerkt in art. 49 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

12.2.2 *Europese toezichtreggeving vermogensscheiding: MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn*

Art. 2 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn wijkt niet materieel af van art. 16 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn. Art. 2 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn verplicht de lidstaten om te bepalen dat een beleggingsonderneming alle gegevens en rekeningen moet bijhouden die noodzakelijk zijn om haar op elk moment onmiddellijk in staat te stellen de financiële instrumenten en gelden die voor een cliënt worden aangehouden, te onderscheiden van voor andere cliënten aangehouden financiële instrumenten en gelden en haar eigen financiële instrumenten en gelden. Deze gegevens moeten zo worden bijgehouden dat

26 Zie over dit verbod en de consequenties ervan voor de praktijk uitvoerig: Rank/Uiterwijk, *FR* 2018, p. 39-46.

deze altijd accuraat zijn en in elk geval de voor cliënten aangehouden financiële instrumenten en gelden weerspiegelen en als controlespoor kunnen dienen. De beleggingsonderneming moet op gezette tijden nagaan of de bedoelde gegevens en rekeningen overeenstemmen met die van eventuele derden door wie deze financiële instrumenten en gelden worden aangehouden. Verder dient de beleggingsonderneming ervoor te zorgen dat financiële instrumenten van cliënten die bij een derde worden aangehouden kunnen worden onderscheiden van de financiële instrumenten die aan de beleggingsonderneming zelf toebehoren en van de financiële instrumenten die aan de derde toebehoren.

Dit dient te geschieden door het aanhouden van verschillend getitelde rekeningen in de boeken van de derde of door andere gelijkwaardige maatregelen waarmee hetzelfde beschermingsniveau wordt bereikt. Een soortgelijke verplichting geldt ten aanzien van door de beleggingsonderneming aangehouden gelden van cliënten. Het gaat daarbij om gelden die overeenkomstig art. 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn zijn gedeponereerd bij een centrale bank, een bank of een erkend geldmarktfonds. Ook moet de beleggingsonderneming worden verplicht tot het treffen van passende organisatorische maatregelen om het risico van verlies van de financiële instrumenten of gelden tot een minimum te beperken. Als deze administratieve segregatie naar het recht van de desbetreffende lidstaat of het recht van het land waar de financiële instrumenten of gelden worden aangehouden, niet tot juridische segregatie leidt, moet de desbetreffende lidstaat op grond van art. 2 lid 2 en 3 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn zodanige maatregelen aan beleggingsondernemingen opleggen dat dit resultaat wel wordt bereikt.

Nieuw is de bepaling van art. 2 lid 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Dit artikellid verplicht de lidstaten ervoor te zorgen dat goederenrechtelijke zekerheidsrechten, voorrechten of rechten van verrekening ten aanzien van financiële instrumenten of gelden van cliënten die een derde in staat stellen zich op die financiële instrumenten of gelden te verhalen voor schulden die geen betrekking hebben op de cliënt, niet zijn toegestaan, tenzij de wetgeving in het land waar de financiële instrumenten of gelden worden aangehouden daartoe verplicht. De beleggingsonderneming dient de cliënt te informeren over door haar met derden gesloten overeenkomsten waarbij dergelijke rechten met betrekking tot voor de cliënt gehouden activa tot stand worden gebracht en dient de cliënt te wijzen op de risico's van dergelijke regelingen. Van dergelijke regelingen moet melding worden gemaakt in de contracten met de cliënt en in de eigen rekeningen van

de beleggingsondernemingen. Nieuw is overigens ook art. 2 lid 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Deze bepaling draagt de lidstaten op ervoor te zorgen dat beleggingsondernemingen in het geval van insolventie informatie met betrekking tot financiële instrumenten en gelden van cliënten ter beschikking stellen van de bevoegde toezichthoudende autoriteiten en van curatoren, bewindvoerders en vereffenaars.

Art. 3 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn betreft de voorwaarden waaronder een beleggingsonderneming financiële instrumenten van cliënten mag aanhouden bij een derde. Dit artikel wijkt niet materieel af van de bepaling van art. 17 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn. Allereerst dient de beleggingsonderneming bij de aanwijzing van een dergelijke derde de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en waakzaamheid toe te passen. Daarbij dient de beleggingsonderneming rekening te houden met de deskundigheid en marktreputatie van de betrokken derde evenals met alle op het aanhouden van deze financiële instrumenten betrekking hebbende wettelijke verplichtingen of marktpraktijken die de rechten van de cliënt nadelig kunnen beïnvloeden. Indien in het rechtsgebied waar de beleggingsonderneming de financiële instrumenten wil aanhouden het bewaren van financiële instrumenten voor rekening van anderen onderworpen is aan specifieke regelgeving, brengt de beleggingsonderneming deze financiële instrumenten alle onder bij een derde die aan het toezicht op de naleving van deze regels is onderworpen. Ten slotte houdt een beleggingsonderneming financiële instrumenten niet voor een cliënt aan bij een derde in een niet-EU/EER-lidstaat waar het aanhouden en bewaren van financiële instrumenten voor rekening van een andere persoon niet is gereguleerd, tenzij (a) de aard van de financiële instrumenten of van de te verlenen beleggingsdiensten vereist dat ze bij een derde in dat land worden aangehouden; of (b) het financiële instrumenten betreft die voor een zakelijke cliënt worden aangehouden en deze daarom schriftelijk heeft verzocht.

Art. 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn heeft betrekking op door een beleggingsonderneming van cliënten ontvangen gelden. Deze bepaling herhaalt voornamelijk wat eerder in art. 18 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn stond. Het artikel maakt onderscheid tussen beleggingsondernemingen met en zonder een bankvergunning. Betreft het een niet-bankbeleggingsonderneming, dan moeten deze gelden ingevolge art. 4 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn onmiddellijk worden gestort op één of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een centrale bank, een bank of een erkend geldmarktfonds, bij de selectie, aanwijzing en periodieke beoordeling van welke bank of erkend

geldmarktfonds de beleggingsonderneming de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en waakzaamheid moet toepassen. Daarbij dient de beleggingsonderneming rekening te houden met de deskundigheid en marktreputatie van de betrokken derde evenals met alle op het aanhouden van deze financiële betrekking hebbende wettelijke verplichtingen of marktpraktijken die de rechten van de cliënt nadelig kunnen beïnvloeden. Deze verplichting geldt niet voor bankbeleggingsondernemingen. Als vergunninghoudende bank is een dergelijke beleggingsonderneming zonder meer bevoegd gelden voor cliënten onder zich te houden.

Art. 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn bevat niet heel veel nieuws ten opzichte van art. 19 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn. Ingevolge deze bepaling is het aangaan door een beleggingsonderneming van effectenfinancieringstransacties met betrekking tot door haar voor een cliënt gehouden financiële instrumenten alleen toegestaan binnen strikte grenzen.²⁷ Het artikel bepaalt dat een beleggingsonderneming alleen dergelijke transacties mag aangaan met betrekking tot financiële instrumenten die zij voor een cliënt aanhoudt indien (a) de cliënt vooraf uitdrukkelijk heeft ingestemd met een dergelijke handelwijze en met de voorwaarden waaronder een en ander zal plaatsvinden, welke instemming moet blijken uit geschreven stukken en door een handtekening moet zijn bevestigd; en (b) zulks uitsluitend geschiedt met inachtneming van genoemde voorwaarden. Nieuw is dat de verplichting van een handtekening thans ook geldt voor professionele cliënten. Identieke voorwaarden gelden voor het aangaan van effectenfinancieringstransacties met betrekking tot financiële instrumenten die een beleggingsonderneming voor een cliënt op een omnibusrekening bij een derde aanhoudt.²⁸ Bovendien dient de beleggingsonderneming in dat geval te beschikken over systemen en controlemiddelen die waarborgen dat de betrokken financiële instrumenten toebehoren aan cliënten die vooraf uitdrukkelijk hun instemming hebben verleend.

Nieuw ten opzichte van art. 19 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn is dat art. 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn bepaalt dat de lidstaten ervoor dienen te

27 Art. 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn spreekt van effectenfinancieringstransacties. Dit begrip wordt gedefinieerd in art. 1 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn en wel door een verwijzing naar de definitie in art. 3 onderdeel 11 SFT-verordening. Blijkens deze definitie moeten hieronder worden verstaan repotransacties, effecten- en grondstoffenleningen, buy-sell backs en sell-buy backs en margeleningstransacties.

28 Een omnibusrekening is een rekening waarop financiële instrumenten voor rekening en risico van verschillende partijen worden aangehouden, al dan niet met inbegrip van financiële instrumenten die aan de rekeninghouder zelf toekomen.

zorgen dat beleggingsondernemingen passende maatregelen kunnen nemen ter voorkoming van niet toegestaan gebruik van financiële instrumenten van cliënten. Het artikel noemt in dit verband het sluiten van een overeenkomst met de cliënt waarin is opgenomen welke maatregelen de beleggingsonderneming kan nemen als de cliënt op de datum van afwikkeling onvoldoende financiële instrumenten op zijn rekening heeft. Daarbij wordt gerefereerd aan het opnemen van leningen of het liquideren van de positie. Verder dient de beleggingsonderneming nauwlettend te monitoren dat op de datum van afwikkeling daadwerkelijk kan worden geleverd en, indien dit niet mogelijk is, maatregelen te treffen om een *non-settlement* te voorkomen. Daarnaast dient zij de uitstaande effecten nauwlettend te monitoren en tijdig op te vragen. Ten slotte dient de beleggingsonderneming ervoor te zorgen dat door of ten behoeve van de wederpartij bij de effectenfinancieringstransactie passende zekerheden worden verschaft ter securering van zijn verplichting tot teruglevering van gelijksoortige financiële instrumenten.

Art. 5 lid 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn werkt het verbod op het aangaan door beleggingsondernemingen van FZO's tot overdracht met niet-professionele beleggers nader uit door te bepalen dat de lidstaten erop zullen moeten toezien dat beleggingsondernemingen geen door art. 16 lid 10 MiFID II verboden overeenkomsten sluiten. Ook met professionele cliënten mag een dergelijke overeenkomst echter niet zomaar worden aangegaan: art. 6 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn stelt strenge eisen aan het aangaan door een beleggingsonderneming van een dergelijke overeenkomst met een professionele cliënt. Een dergelijke overeenkomst mag alleen worden aangegaan als de beleggingsonderneming kan aantonen dat deze overeenkomst past in de relatie met de cliënt (*appropriateness test*) en zij de cliënt heeft gewezen op de risico's en de gevolgen van het gebruik van dit zekerheidsinstrument voor de aan de cliënt toebehorende financiële instrumenten en gelden. Factoren die in dit verband moeten worden meegewogen zijn de relatie tussen de verplichtingen van de cliënt en het gebruik van de FZO tot overdracht als zekerheidsinstrument, de waarde van het onderpand in verhouding tot de verplichtingen van de cliënt en de vraag of de beleggingsonderneming altijd gebruikmaakt van het instrument van de FZO tot overdracht ongeacht welke verplichtingen een individuele cliënt jegens de beleggingsonderneming heeft. Deze nieuwe voorschriften houden direct verband met vermogensscheiding omdat een FZO tot overdracht de eigendom van aan cliënten toebehorende financiële instrumenten en gelden doet overgaan op de beleggingsonderneming.

Nieuw is ook de in art. 7 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn opgenomen verplichting voor de beleggingsonderneming om een '*asset segregation officer*' (ASO) te benoemen. Dit is een functionaris die binnen de beleggingsonderneming de verantwoordelijkheid heeft voor de naleving van de regels inzake de bescherming van de financiële instrumenten en gelden van cliënten. Het doel van het aanwijzen van een dergelijke functionaris is om het risico te beperken dat de verantwoordelijkheid voor vermogensscheiding versnipperd raakt over verschillende afdelingen, vooral in grote en complexe ondernemingen. De ASO moet beschikken over voldoende vaardigheden en gezag om zijn taken daadwerkelijk en ongehinderd te vervullen, ook wanneer hij aan de leiding van de onderneming moet rapporteren over de vervulling van zijn werkzaamheden en of de onderneming voldoet aan haar verplichtingen inzake de vrijwaring en het niet gebruiken van activa van cliënten.²⁹

Art. 8 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn bevat de onder MiFID reeds bestaande regel dat de beleggingsonderneming eens per jaar aan de bevoegde toezichthouder een verslag van een externe accountant moet overleggen over de naleving van de toepasselijke vermogensscheidingsregels. Uit dit verslag dient te blijken dat de beleggingsonderneming in overeenstemming met deze regels heeft gehandeld.

12.2.3 *Europese toezichtregelgeving vermogensscheiding: MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565*

Art. 49 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 bevat een aantal door de beleggingsonderneming jegens haar cliënten op het punt van de bewaring van financiële instrumenten en gelden in acht te nemen informatieverplichtingen. Zo is de beleggingsonderneming gehouden informatie te verstrekken over (i) de omstandigheid dat financiële instrumenten of gelden die aan de belegger toebehoren door de beleggingsonderneming bij een derde kunnen worden aangehouden; (ii) de wettelijke verantwoordelijkheid van de beleggingsonderneming voor de handel en wandel van een dergelijke derde en een faillissement van deze laatste; (iii) de risico's van bewaring op een omnibusrekening; (iv) de onmogelijkheid van identificatie door de derde van aan de belegger toebehorende financiële instrumenten en de risico's daarvan; (v) de mogelijke toepasselijkheid van het recht van een niet-EU/EER-lidstaat en de consequenties daarvan; en (vi) de aan de beleg-

²⁹ Ofschoon de titel ASO zeker aanleiding geeft tot het maken van de nodige rappen, betreft het hier een uiterst serieuze en belangrijke functie.

gingsonderneming of aan de door deze ingeschakelde derde toekomstende goederenrechtelijke zekerheidsrechten, voorrechten en verrekeningsrechten, alsmede (vii) de juridische consequenties en risico's van het ter beschikking stellen door de cliënt van de voor hem gehouden financiële instrumenten voor effectenfinancieringstransacties. Onder MiFID waren deze verplichtingen opgenomen in art. 32 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn. Onder MiFID II zijn ze ondergebracht in de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565. Als gevolg daarvan hebben deze informatieverplichtingen rechtstreekse werking en zijn ze niet meer in nationale regelgeving geïmplementeerd. Opvallend is dat het onderscheid dat in art. 32 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn nog werd gemaakt tussen professionele beleggers en niet-professionele beleggers in art. 49 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 is komen te vervallen.

De vermogensscheidsregels van MiFID II gelden niet alleen voor beleggingsondernemingen maar ook voor banken die beleggingsdiensten verlenen.³⁰ Zij zijn voorts van toepassing op marktexploitanten, aanbieders van datarapporteringdiensten en ondernemingen uit derde-landen die beleggingsdiensten verlenen of beleggingsactiviteiten verrichten via de vestiging van een bijkantoor in de EU.³¹ Indirect zijn de vermogensscheidsregels van MiFID II zelfs van toepassing op beleggingsinstellingen. Zowel de AIFM-richtlijn als de ICBE V-richtlijn vereisen dat de activa van een beleggingsinstelling worden bewaard door een onafhankelijke bewaarder en dat deze bewaarder deze activa moet afscheiden van zijn eigen activa met inachtneming van de zojuist besproken MiFID-regels. Art. 21 lid 8 onder a onder ii AIFM-richtlijn bepaalt in dit verband dat de bewaarder ervoor zorgt dat alle financiële instrumenten die kunnen worden geregistreerd op een financiële-instrumentenrekening in de boeken van de bewaarder, in de boeken van de bewaarder worden geregistreerd op aparte rekeningen, in overeenstemming met de beginselen vastgelegd in art. 16 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn, welke aparte rekeningen zijn geopend op naam van de AIF of op naam van de AIF-beheerder die namens de AIF optreedt, zodat te allen tijde duidelijk kan worden vastgesteld dat zij conform de toepasselijke wetgeving toebehoren aan de AIF.³² Art. 22 lid 5 onder a onder ii ICBE V-richtlijn bepaalt hetzelfde voor een ICBE.

30 Art. 1 lid 3 onder a MiFID II.

31 Art. 1 lid 1 MiFID II.

32 Zie hierover nader Rank 2015, p. 150-152, volgens wie een dergelijke rekening in het geval van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR moet worden geopend in naam van de bewaarentiteit.

12.2.4 Europese toezichtregelgeving vermogensscheiding: EMIR

Bepalingen ter bescherming van financiële instrumenten van cliënten tegen het tussenpersoonrisico vinden we behalve in MiFID II ook in EMIR.³³ Weliswaar ziet MiFID II op alle financiële instrumenten, maar de vermogensscheidingsregels van MiFID II zijn toch vooral geschreven vanuit de optiek van de afscheiding van traditionele financiële instrumenten, effecten in de klassieke zin des woords. Bij EMIR staat de bescherming van de derivatenbelegger centraal. EMIR voorziet onder meer in een verplichting tot clearing van bepaalde typen OTC-derivatencontracten via een centrale tegenpartij (*central counterparty*, CCP). Clearing door een CCP houdt kort gezegd in dat de wederpartijen bij een OTC-derivatencontract hun wederzijdse tegenpartijkredietrisico vervangen door een tegenpartijkredietrisico op een CCP. Daartoe worden de wederzijdse rechten en verplichtingen van de wederpartijen bij het OTC-derivatencontract vervangen door corresponderende rechten en verplichtingen ten opzichte van de CCP. De CCP plaatst zich dus als het ware ‘tussen’ de oorspronkelijke wederpartijen.³⁴ Alleen kapitaalkrachtige marktpartijen kunnen echter directe toegang krijgen tot een centrale tegenpartij. Om minder kapitaalkrachtige marktpartijen te faciliteren treden er daarom in het clearingproces vaak ook een of meerdere tussenpersonen op. Een beleggingsonderneming die als tussenpersoon fungeert en daadwerkelijk is aangesloten bij de CCP – de hoogste schakel in de clearingketen – wordt in dit verband meestal aangeduid als clearinglid (*clearing member*, CM). Dit zijn doorgaans grotere financiële ondernemingen, met name banken.³⁵ Een CM staat op haar beurt weer tussen de CCP en de oorspronkelijke wederpartij bij het geclearde derivaat, of, in het geval van indirecte

33 Zie voor een uitvoerige beschrijving van EMIR o.m. Graaf & Stegeman 2011, p. 63-104 en Zebregs 2013, p. 215-240 en 263-290.

34 Zie over (derivaten)clearing o.m. Van Leijenhorst & Wendt 2010, p. 361-392, Silverentand/Heemskerk 2011, p. 239-261, Zebregs 2013, p. 17-143.

35 Een clearinglid is niet altijd een clearinginstelling als bedoeld in art. 1:1 Wft. Deze laatste houdt zich blijkens de definitie alleen bezig met het clearen van transacties die op een handelsplatform tot stand zijn gekomen en dus niet met OTC-derivaten. Met het van kracht worden van de handelsverplichting van art. 28 MiFIR zullen echter transacties in derivaten waarvoor onder EMIR een verplichting tot clearing geldt, in beginsel moeten plaatsvinden op een handelsplatform en daarmee voor clearing door een clearinginstelling in aanmerking kunnen komen. ESMA heeft op haar website een register gepubliceerd waarin de desbetreffende otc-derivaten en handelsplatformen worden vermeld.

clearing, tussen de CCP en een eerder in de keten door de oorspronkelijke wederpartij ingeschakelde tussenpersoon.³⁶

Ter bescherming van de derivatenposities van een eindgebruiker (cliënt) en de door deze gestelde zekerheden in het geval van een faillissement of het anderszins in gebreke blijven van de CM, bevat EMIR voorschriften inzake gescheiden rekeningen voor derivatenposities en zekerheden van een cliënt of van meerdere cliënten (individuele respectievelijk omnibussegregatie; art. 39 EMIR) en de mogelijke overdracht door een CCP van de door een in gebreke blijvende CM voor één of meer cliënten gehouden derivatenposities en zekerheden naar een andere CM (portabiliteit; art. 48 EMIR).³⁷ Deze regels richten zich tot de CCP en de CM en zien overigens uitsluitend op de derivatenposities en zekerheden die door een CM bij de CCP worden aangehouden ten behoeve van cliënten, niet op de derivatenposities en zekerheden die door een cliënt bij de CM worden aangehouden.³⁸

Aan het vereiste om derivatenposities en zekerheden in de rekeningen van de CCP gescheiden te houden wordt geacht te zijn voldaan indien (i) de posities en zekerheden zijn vastgelegd in gescheiden rekeningen; (ii) het verrekenen van op verschillende rekeningen vastgelegde posities wordt voorkomen; *en* (iii) de zekerheden die de posities dekken welke in een rekening zijn vastgelegd, niet blootstaan aan verliezen die verband houden met posities welke in een andere rekening zijn vastgelegd (art. 39 lid 9

36 In het geval er meerdere tussenpersonen optreden wordt gesproken over indirecte clearing. Voor meer informatie over indirecte clearing zie o.m. Stegeman & Zebregs, *FR* 2014, p. 171 en Oudhuis, *MvV* 2016, p. 97-104.

37 Het gaat hier om zekerheden (*collateral* of *margin*) die worden verstrekt ter dekking van verplichtingen die voortvloeien uit derivatenposities. EMIR spreekt in dit verband van activa (*assets*). EMIR bepaalt in art. 39 lid 10 dat onder 'activa' een zekerheid wordt verstaan die ter dekking van derivatenposities wordt aangehouden. Hierna wordt gemakshalve gesproken over zekerheden.

38 Art. 39 en 48 EMIR zijn ook niet van toepassing op de derivatenposities en zekerheden die, in het geval van een indirecte clearingregeling, door een cliënt (in feite ook een tussenpersoon) voor een indirecte cliënt bij de CM worden aangehouden of op de derivatenposities en zekerheden die door een indirecte cliënt bij de cliënt worden aangehouden. De vereisten die gelden voor indirecte clearing, waaronder die met betrekking tot segregatie en portabiliteit, zijn uitgewerkt in de Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 149/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Verordening (EU) 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen betreffende indirecte clearingregelingen, de clearingverplichting, het openbaar register, toegang tot een handelsplatform, niet-financiële tegenpartijen en risico-inperkingstechnieken voor niet door een CCP geclarede otc-derivatencontracten, *PbEU* 23 februari 2013, L 52/11.

EMIR). De vraag is of hiermee wordt voorzien in een verplichting tot juridische segregatie – vermogensscheiding – of slechts in een verplichting tot administratieve segregatie. In het geval van juridische segregatie zijn de voor een cliënt gehouden posities en zekerheden afgescheiden van de posities en zekerheden van de CM zelf en van die van andere cliënten. De betreffende posities en zekerheden behoren dan in juridische zin toe aan de cliënt of zijn uitsluitend vatbaar voor verhaal door de cliënt en zijn niet vatbaar voor verhaal door (andere) crediteuren van de CM. In het geval van administratieve segregatie zijn de voor een cliënt gehouden posities en zekerheden alleen operationeel afgescheiden van de posities en zekerheden van de CM zelf en, in het geval van individuele segregatie, van die van andere cliënten van de CM.

Art. 39 lid 9 EMIR bepaalt niet meer dan dat posities op verschillende rekeningen niet met elkaar mogen worden gesaldeerd en dat onderpand alleen mag worden aangewend ter dekking van verliezen op de door dit onderpand gecureerde posities. Dit impliceert dat EMIR op dit moment niet vereist dat de posities en zekerheden die worden aangehouden ten behoeve van cliënten buiten het vermogen van de CM vallen. Naar het lijkt vereist EMIR op dit moment dan ook slechts een vorm van administratieve (operationele) segregatie, waarbij het gaat om het kunnen identificeren van derivatenposities en zekerheden van één (individuele segregatie) of meerdere (omnibussegregatie) cliënten van een CM, niet een juridische segregatie.³⁹ Deze zienswijze wordt ondersteund door het feit dat de Nederlandse wetgever het nodig heeft geacht in de Wge te moeten voorzien in een juridische segregatie van derivatenposities (waarover hierna § 12.3.3) en door het op 4 mei 2017 door de EC gepubliceerde voorstel tot wijziging van EMIR. Onderdeel van dit voorstel is onder meer de toevoeging aan art. 39 EMIR van een nieuw lid 11. Volgens deze bepaling zullen de derivatenposities en zekerheden die door een CM conform de segregatievoorschriften in EMIR voor haar cliënten in rekeningen bij een CCP zijn vastgelegd, niet worden beschouwd als onderdeel van de insolvente boedel van de CCP of de CM.⁴⁰ Overigens is het huidige art. 39 lid 9 zo opgesteld dat het qua gevolgen niet veel zal verschillen van een situatie waarin sprake is van juridische segregatie.

39 Aldus: Rank, *MvV* 2014, p. 217-218; Rank/Uiterwijk, *FR* 2017, p. 376-377. Het zal primair afhangen van het toepasselijke internationaal privaatrecht, met name het recht dat op de CM en de door haar aangehouden derivatenposities en zekerheden van cliënten van toepassing is, of de administratieve segregatie ook van rechtswege resulteert in een juridische segregatie.

40 Zie over dit voorstel kritisch: Rank/Uiterwijk, *FR* 2017, p. 376-377.

De segregatie is van belang voor het kunnen realiseren van portabiliteit van de derivatenposities en zekerheden. Portabiliteit wil zeggen dat de derivatenposities en zekerheden die bij de CCP worden aangehouden in het geval een CM in gebreke blijft door de CCP moeten kunnen worden overgedragen aan een andere CM (een *back-up* CM). Indien de overdracht van derivatenposities en zekerheden naar de *back-up* CM niet binnen de daarvoor in de regels van de CCP bepaalde periode plaatsvindt, mag de CCP overgaan tot vereffening (afwikkeling) van die posities en zekerheden.⁴¹ Omdat het clearingproces in de Europese markt wordt gekenmerkt door *principal-to-principal* verhoudingen, waarbij de cliënt optreedt jegens de CM en de CM jegens de CCP en er (dus) doorgaans geen directe rechtsverhouding tussen de cliënt en de CCP ontstaat, rijst de vraag of en in hoeverre het Nederlandse faillissementsrecht (en dat van andere lidstaten) hiermee verenigbaar is althans door EMIR opzij wordt gezet. Een kernbeginsel van het Nederlandse faillissementsrecht is immers dat een gefailleerde CM zodra haar faillissement is ingetreden niet meer over haar rechten en verplichtingen kan beschikken, laat staan dat een crediteur, zoals een CCP of cliënt, dat zou kunnen.⁴² Aangenomen dat een CM posities uit hoofde van OTC-derivatencontracten en bepaalde zekerheden voor haar cliënt(en) bij een CCP aanhoudt, betekent dit in principe dat dergelijke posities en zekerheden althans de opbrengsten in het geval van vereffening in de failliete boedel van de CM vallen.

Er zijn zeker argumenten om te betogen dat het Nederlandse faillissementsrecht de portabiliteitsregeling uit EMIR niet kan (of zou moeten kunnen) doorkruisen. Hiervoor pleit vooral dat EMIR een Europese verordening is die rechtstreekse werking heeft in iedere lidstaat en voorrang heeft boven het nationale recht van een lidstaat.⁴³ Niettemin kan niet worden uitgesloten dat een curator van een CM niet aan de overdracht wil meewerken althans dat een Nederlandse rechter met de verordening strijdige bepalingen van

41 Art. 48 lid 5 en 6 laatste volzin EMIR.

42 Art. 23, 24 en 35 Fw.

43 HvJ EG 15 juli 1964, C-6/64, ECLI:EU:C:1964:66. Zie ook o.v.w. 64 EMIR. Daarin staat onder meer: "de in deze verordening neergelegde eisen inzake het gescheiden houden en de overdraagbaarheid van de posities en activa van leden dienen derhalve voorrang te hebben op eventueel tegenstrijdige nationale wetten, regels en bestuursrechtelijke bepalingen die de partijen verhinderen deze eisen na te leven".

Nederlands recht niet buiten toepassing zou laten.⁴⁴ Hierdoor kan op zijn minst vertraging ontstaan, hetgeen al een (ongewenste) belemmering voor het realiseren van portabiliteit vormt. Bovendien strekt de regeling zich niet uit tot de posities en zekerheden die een cliënt jegens de CM zou kunnen uitoefenen. Dergelijke posities en zekerheden zouden hoe dan ook in de failliete boedel van de CM vallen, en de cliënt noch de CCP zou daarover kunnen beschikken voor portabiliteitsdoeleinden.

Om mogelijke twijfels weg te nemen omtrent de werking van de in EMIR voorziene regels inzake segregatie en portabiliteit voorziet de Wge sinds 1 april 2016 in een regeling tot bescherming van derivatenbeleggers tegen het faillissement van tussenpersonen. Deze regeling komt aan de orde in § 12.3.3.

12.2.5 Europese toezichtregelgeving vermogensscheiding: CSD-Verordening

Voorschriften inzake (administratieve) segregatie zijn ook opgenomen in de CSD-Verordening.⁴⁵ Deze voorschriften richten zich tot CSD's en aangesloten instellingen en strekken tot bescherming van effecten van die aangesloten instellingen en die van hun cliënten. De voorschriften zijn neergelegd in art. 38 CSD-Verordening en stemmen, althans op het eerste gezicht, in verschillende opzichten overeen met de segregatiebepalingen van art. 39 EMIR.⁴⁶

Een CSD moet voor elk effectenafwikkelingssysteem dat zij exploiteert vastleggingen en rekeningen aanhouden die haar in staat stellen te allen tijde en onverwijld de effecten van elke aangesloten instelling te scheiden van die van elke andere aangesloten instelling en van de eigen activa van de CSD (art. 38 lid 1 CSD-Verordening). Ook dient een CSD vastleggingen en rekeningen aan te houden die elke aangesloten instelling in staat stellen

44 Een tegenargument zou kunnen worden ontleend aan art. 48 lid 5 en 6 EMIR, waarin staat dat de CCP zich (ten minste) contractueel dient te verbinden aan de portabiliteitsregeling, op basis waarvan men zich zou kunnen worden afvragen of voorrang boven nationaal faillissementsrecht is beoogd. Vgl. Rank, *MvV* 2014, p. 220, en Rank/Uiterwijk, *FR* 2017, p. 376-377.

45 De CSD-Verordening is sinds 17 september 2014 van kracht en voorziet in een gefaseerde inwerkingtreding van een aantal verplichtingen voor CSD's en aangesloten instellingen.

46 Een belangrijk verschil tussen beide regelingen is dat EMIR, anders dan de CSD-Verordening, weliswaar niet *de iure* maar wel *de facto* in juridische segregatie voorziet (door de bepaling van art. 39 lid 9 EMIR) en een portabiliteitsregeling bevat.

om haar eigen effecten te scheiden van die van haar cliënten (art. 38 lid 2 CSD-Verordening). Daartoe moet een CSD een aangesloten instelling in elk geval de mogelijkheid bieden om de effecten van de verschillende cliënten van de aangesloten instelling op geconsolideerde basis aan te houden in één rekening in de boeken van de CSD (omnibussegregatie) (art. 38 lid 3 CSD-Verordening). Indien en voor zover vereist door een aangesloten instelling, moet een CSD die aangesloten instelling echter ook de mogelijkheid bieden om de effecten van de verschillende cliënten van de aangesloten instelling aan te houden in evenzovele afzonderlijke rekeningen in de boeken van de CSD (individuele segregatie) (art. 38 lid 4 CSD-Verordening). De aangesloten instellingen zijn verplicht om hun cliënten ten minste de keuze te bieden tussen omnibussegregatie en individuele segregatie en hen te informeren omtrent de aan beide opties verbonden kosten en risico's (art. 38 lid 5 CSD-Verordening). CSD's en aangesloten instellingen moeten publiekelijk bekend maken welk beschermingsniveau en welke kosten verbonden zijn aan de verschillende vormen van segregatie en moeten de verschillende varianten tegen redelijke commerciële voorwaarden aanbieden. De met betrekking tot de verschillende segregatieniveaus te publiceren informatie dient een beschrijving te omvatten van de belangrijkste juridische implicaties, met inbegrip van informatie over het insolventierecht dat in het relevante rechtsgebied van kracht is (art. 38 lid 6 CSD-Verordening). Ook bepaalt de CSD-Verordening dat een CSD geen gebruik mag maken van effecten die haar niet toebehoren. Zij mag effecten van een aangesloten instelling gebruiken als zij daarvoor voordien de uitdrukkelijke toestemming van de aangesloten instelling heeft verkregen. De aangesloten instelling moet daaraan voorafgaand wel de toestemming van de cliënt hebben verkregen (art. 38 lid 7 CSD-Verordening).

Evenals in het geval van EMIR rijst onder de CSD-Verordening de vraag of de verordening een verplichting tot juridische segregatie – vermogensscheiding – behelst of dat zij slechts tot administratieve segregatie verplicht. De in art. 38 CSD-Verordening gehanteerde terminologie wijst op het eerste gezicht in de richting van een verplichting tot juridische segregatie. Een aanwijzing daarvoor is allereerst het gebruik van de term 'vermogensscheiding' in art. 38 lid 4-6 van de Nederlandstalige versie van de CSD-Verordening. Een andere indicatie wordt gevormd door de kennelijk aan de bepaling van art. 38 lid 6 ten grondslag liggende gedachte dat de verschillende vormen van segregatie in een verschillend beschermingsniveau voor cliënten zouden resulteren. Die gedachte vinden we ook terug in ovw. 42 van de considerans van de CSD-Verordening.

Daarin wordt aangegeven dat de segregatievereisten zijn opgenomen met het oog op een betere bescherming van de activa van de aangesloten instellingen en die van hun cliënten. Ook het kopje van art. 38 CSD-Verordening bedient zich van dergelijke bewoordingen. Wat mij betreft lijkt het echter geen twijfel dat de CSD-Verordening slechts tot administratieve segregatie verplicht en niet tot juridische segregatie. Om te beginnen geeft de CSD-Verordening op geen enkele wijze aan dat de in de gesegregeerde rekeningen aangehouden financiële instrumenten niet mogen worden beschouwd als deel van de insolvente boedel van een CSD of een aangesloten instelling. Ook wordt nergens in de CSD-Verordening bepaald dat de in deze rekeningen geadministreerde effecten afgescheiden vermogens constitueren en ook niet wie daarop verhaal zou kunnen nemen of daarover zou kunnen beschikken. Ten slotte bevat de CSD-Verordening ook geen met art. 39 lid 9 EMIR overeenkomende of vergelijkbare bepaling.

Het belangrijkste argument is echter gelegen in de in MiFID II voorziene regeling van de juridische segregatie. Niet voor niets laat MiFID II de wijze waarop beleggingsondernemingen de voor hun cliënten gehouden financiële instrumenten juridisch van hun eigen activa moeten afscheiden over aan de nationale wetgeving van de lidstaten. De gedachte daarachter is dat daarbij rekening kan worden gehouden met eigenaardigheden van nationaal goederenrecht. Het zou bizar zijn als deze aanpak voor bepaalde beleggingsondernemingen – beleggingsondernemingen die kwalificeren als aangesloten instellingen bij een CSD – door de CSD-Verordening zou worden doorkruist met voorbijgaan aan nationaal goederen- en faillissementsrecht. Daarbij komt nog dat in de Engelstalige versie van de CSD-Verordening niet wordt gesproken van *'legal segregation'*, maar simpelweg van *'segregation'*, welk begrip niet noodzakelijkerwijs op juridische segregatie betrekking hoeft te hebben. Verder hoeft de betere bescherming van de activa van aangesloten instellingen en hun cliënten niet per se te zien op een betere juridische bescherming. Deze bescherming kan ook hierin bestaan dat door het aanhouden van verschillend getitelde rekeningen in de boeken van de CSD bij insolventie van de aangesloten instelling sneller kan worden vastgesteld aan wie bepaalde effecten toebehoren. Het moet er dan ook voor worden gehouden dat de CSD-Verordening, net als EMIR, slechts tot administratieve segregatie verplicht.⁴⁷

⁴⁷ Aldus op vergelijkbare gronden ook: Zebregs, *Ondernemingsrecht* 2017, p. 120-131. Steun voor deze opvatting is te vinden in de Q&A van ESMA met betrekking tot de CSD-Verordening van 23 maart 2018, met name in antwoord op vraag 5, p. 17/18.

Mogelijk zal deze administratieve segregatie in bepaalde jurisdicties ook in juridische segregatie resulteren. In Nederland is daarvan echter geen sprake. De in de CSD-Verordening aan de CSD en de aangesloten instellingen opgelegde segregatieverplichtingen voegen materieel niets toe aan de door de Wge geboden bescherming. Effecten die een cliënt bij een aangesloten instelling van Euroclear Nederland in bewaring heeft gegeven, worden door de Wge beschermd tegen insolventie van de aangesloten instelling, ongeacht of deze effecten door de aangesloten instelling bij Euroclear Nederland worden aangehouden in een rekening waarin zowel eigen effecten van de aangesloten instelling als effecten van cliënten van de aangesloten instelling worden geadministreerd, in een rekening waarin alleen effecten van cliënten van de aangesloten instelling worden geadministreerd, doch op geconsolideerde basis, of in afzonderlijke rekeningen met betrekking tot elke individuele cliënt. Zoals in § 12.3.2 van dit hoofdstuk nader zal worden uiteengezet, is het systeem van de Wge erop gebaseerd dat de rekeningen in de boeken van Euroclear Nederland luiden op naam van de aangesloten instelling. Weliswaar behoren de in deze rekeningen geadministreerde effecten toe aan de cliënten van de desbetreffende aangesloten instelling, maar het uitgangspunt van de Wge is dat een cliënt zijn rechten met betrekking tot deze effecten uitsluitend geldend kan maken via de aangesloten instelling. Ook al voegen de in de CSD-Verordening neergelegde segregatieverplichtingen derhalve materieel niets toe aan de door de Wge geboden bescherming, dat neemt niet weg dat Euroclear Nederland en de aangesloten instellingen zich wel aan deze verplichtingen zullen hebben te houden.

Op grond van de CSD-Verordening is Euroclear Nederland derhalve verplicht om per aangesloten instelling gescheiden rekeningen te openen in de boeken van de CSD voor respectievelijk de eigen effecten van de aangesloten instelling en de effecten van cliënten van de aangesloten instelling en, indien en voor zover vereist door een aangesloten instelling, ook afzonderlijke rekeningen voor de effecten van individuele cliënten van de aangesloten instelling. Aangesloten instellingen moeten hun cliënten de mogelijkheid bieden om te kiezen in welk type rekening zij hun effecten op CSD-niveau opgenomen willen zien: in een omnibusrekening waarin effecten van verschillende cliënten van de aangesloten instelling op geconsolideerde basis worden geadministreerd of in een afzonderlijke rekening waarin alleen de effecten van de desbetreffende cliënt worden geadministreerd. Uit de tekst van de CSD-Verordening kan mijns inziens niet worden opgemaakt dat genoemde rekeningen in de boeken van de CSD moeten luiden op naam van de (gezamenlijke) cliënten van de aangesloten instelling

of op naam van een individuele cliënt van de aangesloten instelling. De gebruikte bewoordingen laten ook toe dat de rekeningen luiden op naam van de aangesloten instelling, in het geval van omnibussegregatie bijvoorbeeld met de toevoeging 'inzake cliënten' en in het geval van individuele segregatie bijvoorbeeld met de toevoeging 'inzake cliënt X'. Deze wijze van tenaamstelling past ook bij de bestaande praktijk van de meeste CSD's, waarbij de CSD de cliënten van de aangesloten instelling niet kent en ook niet wil kennen, en de rechten van een cliënt altijd worden uitgeoefend via de aangesloten instelling. Het gaat erom dat de effecten van cliënten van de aangesloten instelling zijn te (onder)scheiden van de eigen effecten van de aangesloten instelling en, desgewenst, van de effecten van andere cliënten van de aangesloten instelling. Dat lijkt ook mogelijk in een rekeningstructuur waarbij sprake is van inzake-rekeningen of sub-accounts. Uiteraard is het daarbij steeds aan het recht van het land waar de rekeningen worden aangehouden om te bepalen wat juridische consequenties van de gebruikte tenaamstelling zijn.

De omstandigheid dat art. 38 CSD-Verordening niet tot juridische segregatie verplicht en de omstandigheid dat administratieve segregatie zoals voorzien in art. 38 CSD-Verordening naar Nederlands recht in ieder geval niet in juridische segregatie resulteert, hebben uiteraard consequenties voor het op grond van art. 38 lid 6 CSD-Verordening te publiceren cliëntinformatiedocument. Art. 38 lid 6 CSD-Verordening gaat uit van de gedachte dat de verschillende in art. 38 CSD-Verordening voorziene vormen van segregatie in een verschillend beschermingsniveau voor cliënten resulteren. Nu cliënten op grond van de Wge ook beschermd worden tegen insolventie van de aangesloten instelling als de rekeningen in de boeken van de CSD niet op de in de CSD-Verordening voorgeschreven wijze worden aangehouden, zal in het cliëntinformatiedocument tot uitdrukking moeten worden gebracht dat de verschillende wijzen waarop de effecten van cliënten op het niveau van Euroclear Nederland worden geadministreerd juridisch niet in een verschillend beschermingsniveau resulteren. Een voordeel van individuele segregatie op CSD-niveau zou kunnen zijn dat daardoor bij insolventie van de aangesloten instelling sneller kan worden vastgesteld aan wie bepaalde effecten toebehoren. Een nadeel is waarschijnlijk dat individuele segregatie op CSD-niveau de afwikkeling van transacties bemoeilijkt en kostbaarder maakt. Een mogelijk gevolg is ook een grotere transparantie van aandeelhoudersbelangen en zeggenschap. De ene cliënt zal dat als een voordeel ervaren, maar de andere cliënt juist niet. Deze en andere punten zouden in het cliëntinformatiedocument kunnen worden opgenomen teneinde de cliënten in staat

te stellen een verantwoorde keuze te maken tussen omnibussegregatie en individuele segregatie op CSD-niveau.

12.2.6 Nederlandse toezichtreggeving vermogensscheiding: Wet op het financieel toezicht (Wft)

De regels van art. 16 lid 8 en 9 MiFID II zijn geïmplementeerd in art. 4:87 Wft en, voor derivaten, in art. 3:33c Wft en 4:87a Wft. De regel van art. 16 lid 10 MiFID II is geïmplementeerd in art. 4:89a Wft.

Art. 4:87 lid 1 Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming adequate maatregelen treft ter bescherming van de rechten van cliënten op aan hen toebehorende financiële instrumenten en gelden, en, behoudens uitdrukkelijke instemming van de cliënt indien het financiële instrumenten betreft, ter voorkoming van het gebruik van die financiële instrumenten en gelden voor eigen rekening door de beleggingsonderneming. Art. 4:87 lid 2 Wft voegt daaraan toe dat bij of krachtens AMvB nadere regels kunnen worden gesteld met betrekking tot deze maatregelen en de wijze waarop instemming kan worden verkregen van de cliënt voor het gebruik van diens financiële instrumenten voor eigen rekening door de beleggingsonderneming. Art. 4:87a lid 1 Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming die optreedt als tussenpersoon in de zin van Hoofdstuk 3b Wge zorgdraagt voor een adequate administratie van het derivatenvermogen, zodanig dat aan art. 49g lid 2 van die wet wordt voldaan. Art. 4:87a lid 2 Wft werkt dat nader uit door te bepalen dat, ter voldoening aan het in lid 1 bepaalde, de administratie van de beleggingsonderneming op zodanige wijze wordt gevoerd en dat de boeken, bescheiden en andere gegevens op zodanige wijze worden bewaard dat in elk geval te allen tijde op eenvoudige wijze de rechten en verplichtingen die deel uitmaken van het derivatenvermogen en de daarmee samenhangende cliëntposities kunnen worden gekend. Art. 3:33c Wft bepaalt in lid 1 en 2 hetzelfde voor banken en clearinginstellingen die als tussenpersoon optreden. Met deze bepalingen wordt tevens voldaan aan de (administratieve) segregatieplicht van art. 39 EMIR.

Art. 4:89a lid 1 Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming geen FZO tot overdracht als bedoeld in art. 7:51 onder b BW sluit met als doel om huidige of toekomstige verplichtingen, al dan niet voorwaardelijk van een niet-professionele belegger te waarborgen of af te dekken. Art. 4:89a lid 2 Wft voegt daaraan toe dat bij of krachtens AMvB regels kunnen worden gesteld met betrekking tot de voorwaarden waaronder het sluiten van een

FZO met een in aanmerking komende tegenpartij of professionele belegger is toegestaan.

12.2.7 *Nederlandse toezichtregelgeving vermogensscheiding: Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo Wft)*

De in art. 2-8 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn vervatte nadere regels inzake vermogensscheiding worden ingevolge art. 4:87 lid 2 respectievelijk art. 4:89a lid 2 Wft uitgewerkt in art. 31b en art. 165-165g BGfo Wft en in de op basis van art. 165 lid 2 BGfo Wft door de AFM vastgestelde art. 7:2, art. 7:15-7:18 en art. 7:20 NRgfo Wft. De regels over informatieverplichtingen op het punt van de bewaring van financiële instrumenten en gelden van cliënten zijn thans opgenomen in art. 49 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 en hebben dus rechtstreekse werking. Daarom zijn art. 58b-58f BGfo Wft met de inwerkingtreding van MiFID II komen te vervallen.⁴⁸

Art. 165-165g BGfo Wft bevatten materiële regels op het punt van de bewaring van financiële instrumenten en gelden. Art. 165 lid 1 onder a-f BGfo Wft vormt de implementatie in de Nederlandse toezichtregelgeving van art. 2 lid 1-3 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. De bepaling wijkt niet materieel af van het oude art. 165 lid 1 BGfo Wft. Art. 165 lid 1 onder a BGfo Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming alle gegevens en rekeningen bijhoudt die noodzakelijk zijn om haar op elk moment onmiddellijk in staat te stellen de financiële instrumenten en gelden die voor een cliënt worden aangehouden, te onderscheiden van voor andere cliënten aangehouden financiële instrumenten en gelden en haar eigen financiële instrumenten en gelden. Deze gegevens moeten zo worden bijgehouden dat deze altijd accuraat zijn en in elk geval de voor cliënten aangehouden financiële instrumenten en gelden weerspiegelen (art. 165 lid 1 onder b BGfo Wft). De beleggingsonderneming is gehouden regelmatig na te gaan of de bedoelde gegevens en rekeningen overeenstemmen met die van eventuele derden door wie deze financiële instrumenten en gelden worden aangehouden (art. 165 lid 1 onder c BGfo Wft). Op grond van art. 165 lid 1 onder d BGfo Wft dient de beleggingsonderneming er voor te zorgen dat financiële instrumenten van cliënten die overeenkomstig art. 165a BGfo Wft bij een derde worden aangehouden, kunnen

⁴⁸ Besluit implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014, *Stb.* 2017, 513, nota van toelichting, p. 75. Zie over deze (inmiddels vervallen) bepalingen uitvoerig: Rooke, *FR* 2008, p. 43-45.

worden onderscheiden van de financiële instrumenten die aan de beleggingsonderneming zelf toebehoren en van de financiële instrumenten die aan de derde toebehoren. Art. 165 lid 1 onder e BGfo Wft behelst een soortgelijke verplichting ten aanzien van door de beleggingsonderneming aangehouden gelden van cliënten. Art. 165 lid 1 onder f BGfo Wft verplicht de beleggingsonderneming tot het treffen van passende organisatorische maatregelen om het risico van verlies van de financiële instrumenten of gelden tot een minimum te beperken.

Art. 165a BGfo Wft betreft de voorwaarden waaronder een beleggingsonderneming financiële instrumenten van cliënten mag aanhouden bij een derde. Deze bepaling vormt de implementatie van art. 3 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Zij is ongewijzigd gebleven. Allereerst dient de beleggingsonderneming bij de selectie, aanwijzing en periodieke beoordeling van een dergelijke derde de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en waakzaamheid toe te passen. Daarbij dient de beleggingsonderneming rekening te houden met de deskundigheid en marktreputatie van de betrokken derde evenals met alle op het aanhouden van deze financiële betrekking hebbende wettelijke verplichtingen of marktpraktijken die de rechten van de cliënt nadelig kunnen beïnvloeden (art. 165a lid 1 BGfo Wft). Indien in het rechtsgebied waar de beleggingsonderneming de financiële instrumenten wil aanhouden het bewaren van financiële instrumenten voor rekening van anderen onderworpen is aan specifieke regelgeving, brengt de beleggingsonderneming deze financiële instrumenten niet onder bij een derde die niet aan het toezicht op de naleving van deze regels is onderworpen (art. 165a lid 2 BGfo Wft). Ten slotte houdt een beleggingsonderneming financiële instrumenten niet voor een cliënt aan bij een derde in een niet-EU/EER-lidstaat waar het aanhouden en bewaren van financiële instrumenten voor rekening van een andere persoon niet is gereguleerd, tenzij (a) de aard van de financiële instrumenten of van de te verlenen beleggingsdiensten vereist dat ze bij een derde in die staat worden aangehouden; of (b) het financiële instrumenten betreft die voor een professionele belegger worden aangehouden en deze daarom schriftelijk heeft verzocht (art. 165a lid 3 BGfo Wft).

Art. 165b lid 1 BGfo Wft heeft betrekking op door een beleggingsonderneming van cliënten ontvangen gelden en vormt de implementatie in de Nederlandse toezichtwetgeving van art. 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Het artikel onderscheidt daarbij tussen beleggingsondernemingen met en zonder een bankvergunning. Betreft het een niet-bankbeleggingsonderneming, dan moeten deze gelden ingevolge art. 165b lid 1 BGfo Wft

onmiddellijk worden gestort op een of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een centrale bank, een vergunninghoudende bank of een erkend geldmarktfonds, bij de selectie, aanwijzing en periodieke beoordeling van welke vergunninghoudende bank of erkend geldmarktfonds de beleggingsonderneming de nodige bekwaamheid en waakzaamheid moet toepassen (art. 165b lid 4 BGfo Wft). Deze verplichting geldt niet voor bankbeleggingsondernemingen. Als vergunninghoudende bank is een dergelijke beleggingsonderneming zonder meer bevoegd gelden voor cliënten onder zich te houden. Art. 165b BGfo Wft bevat enkele wijzigingen ten opzichte van de situatie maar deze wijzigingen zijn van technische aard.

Art. 165c BGfo Wft normeert – in navolging van art. 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn – het aangaan door een beleggingsonderneming van effectenfinancieringstransacties met betrekking tot door haar voor een cliënt gehouden financiële instrumenten. Volgens art. 165c lid 1 BGfo Wft mag een beleggingsonderneming geen effectenfinancieringstransacties aangaan met betrekking tot financiële instrumenten die zij voor een cliënt aanhoudt, tenzij (a) de cliënt vooraf uitdrukkelijk heeft ingestemd met een dergelijke handelwijze en met de voorwaarden waaronder een en ander zal plaatsvinden, welke instemming wordt aangetoond door zijn handtekening; en (b) zulks uitsluitend geschiedt met inachtneming van genoemde voorwaarden. Een soortgelijke restrictie geldt voor het aangaan van effectenfinancieringstransacties met betrekking tot financiële instrumenten die een beleggingsonderneming voor een cliënt op een omnibusrekening bij een derde aanhoudt. Conform het bepaalde in art. 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn wordt in art. 165c lid 1 BGfo Wft op het punt van de handtekening niet meer onderscheiden tussen niet-professionele en professionele beleggers zoals onder het oude art. 165c lid 1 nog wel het geval was. Bovendien dient de beleggingsonderneming in dat geval te beschikken over systemen en controlemiddelen die waarborgen dat de betrokken financiële instrumenten toebehoren aan cliënten die vooraf uitdrukkelijk hun instemming hebben verleend (art. 165c lid 2 BGfo Wft). De beleggingsonderneming moet ook maatregelen nemen om ongeoorloofd gebruik van financiële instrumenten voor eigen rekening te voorkomen. Zo dient zij een overeenkomst te sluiten met de cliënt waarin is opgenomen welke maatregelen de beleggingsonderneming kan nemen als de cliënt op de datum van afwikkeling onvoldoende financiële instrumenten op zijn rekening heeft. Verder dient zij nauwlettend te monitoren dat op de datum van afwikkeling daadwerkelijk kan worden geleverd en, indien dit niet mogelijk is, maatregelen te treffen om hierin te voorzien. Daarnaast dient zij de uitstaande effecten nauwlettend te monitoren en tijdig

op te vragen (art. 165c lid 4 BGfo Wft). Art. 165c lid 5 BGfo Wft verplicht de beleggingsonderneming tot het treffen van maatregelen strekkende tot het verschaffen van adequate zekerheid door de wederpartij ter securering van zijn verplichtingen uit hoofde van de effectenfinancieringstransactie. Lid 4 en 5 zijn nieuw en vinden hun basis in art. 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn.

Art. 165d BGfo Wft bepaalt, in lijn met art. 8 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn, dat de beleggingsonderneming eens per jaar aan de AFM een verslag van een externe accountant moet overleggen over de naleving van de toepasselijke vermogensscheidingsregels. Uit dit verslag dient te blijken dat de beleggingsonderneming in overeenstemming met deze regels heeft gehandeld. Deze verplichting bestond ook onder het oude recht.

Art 165e BGfo Wft vormt de implementatie van art. 2 lid 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Het betreft een nieuwe bepaling. Ingevolge art. 165e lid 1 BGfo Wft is een goederenrechtelijk zekerheidsrecht, een voorrecht of een recht van verrekening ten aanzien van financiële instrumenten of gelden van cliënten die een derde in staat stellen zich op die financiële instrumenten of gelden te verhalen voor schulden die geen betrekking hebben op de cliënt, niet toegestaan, tenzij de wetgeving in het land waar de financiële instrumenten of gelden worden aangehouden daartoe verplicht. De beleggingsonderneming dient de cliënt te informeren over door haar met derden gesloten overeenkomsten waarbij dergelijke rechten met betrekking tot voor de cliënt gehouden activa tot stand worden gebracht en dient de cliënt te wijzen op de risico's van dergelijke regelingen (art. 165e lid 2 BGfo Wft). Van dergelijke regelingen moet melding worden gemaakt in de contracten met de cliënt en in de eigen rekeningen van de beleggingsonderneming (art 165e lid 3 BGfo Wft).

Art. 165f BGfo Wft behelst de implementatie in de Nederlandse toezichtregelgeving van art. 6 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Ook dit is een nieuwe bepaling die in het BGfo Wft van voor MiFID II nog niet voorkwam. In overeenstemming met het bepaalde in art. 6 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn stelt art. 165f BGfo Wft strenge eisen aan het aangaan door een beleggingsonderneming van een FZO tot overdracht met een in aanmerking komende tegenpartij en een professionele belegger. De beleggingsonderneming moet onderzoeken en onderbouwen dat het gebruik van dit zekerheidsinstrument, gelet op verplichtingen van de wederpartij in verhouding tot de tot zekerheid over te dragen activa, passend is. Verder dient zij de cliënt te wijzen op de risico's en gevolgen van het gebruik van

een FZO tot overdracht voor de financiële instrumenten en gelden van de cliënt.

Art. 165g BGfo Wft bepaalt, in navolging van art. 2 lid 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn, dat de beleggingsonderneming in het geval van surseance van betaling of faillissement van de beleggingsonderneming informatie met betrekking tot financiële instrumenten en gelden van cliënten verstrekt aan de toezichthouder en aan de rechter-commissaris, bewindvoerder of curator. Ook dit betreft een nieuwe bepaling. Ik betwijfel overigens of deze bepaling veel toevoegt gelet op de bevoegdheden die de rechter-commissaris en de bewindvoerder en de curator al op grond van de Faillissementswet hebben.⁴⁹

Art. 7 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn, het artikel betreffende de aanstelling van de ASO, is in Nederland geïmplementeerd in art. 31b BGfo Wft. Dit artikel bepaalt dat een beleggingsonderneming beschikt over een organisatieonderdeel dat op onafhankelijke en effectieve wijze een compliance uitvoert. In deze bepaling wordt niet voorzien in de aanstelling van een aparte ASO en wordt evenmin expliciet gerefereerd aan de functie van ASO. Volgens de nota van toelichting bij het Besluit implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014 is het toezien op de naleving van de vermogensscheidsregels een taak die door dit organisatieonderdeel moet worden verricht en die met het uitoefenen van toezicht op de naleving van andere regels kan worden gecombineerd.⁵⁰ Ofschoon deze wijze van implementatie van een praktische aanpak getuigt, rijst de vraag of hiermee voldoende recht wordt gedaan aan het bepaalde in art. 7 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn en aan de belangrijke rol die de ASO in een beleggingsonderneming behoort te vervullen.

12.2.8 *Nederlandse toezichtregelgeving vermogensscheiding: Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (NRgfo Wft)*

In art. 7:2, art. 7:15-7:18 en art. 7:20 NRgfo Wft heeft de AFM, die de bevoegdheid daartoe ontleent aan art. 165 lid 2 BGfo Wft, tot in detail aangegeven hoe beleggingsondernemingen uitvoering kunnen geven aan hun verplichtingen op het gebied van de vermogensscheiding ten aanzien van door een beleggingsonderneming voor cliënten gehouden financiële

⁴⁹ Vgl. art 33 Wge, volgens welke bepaling in het geval van surseance of faillissement van de beleggingsonderneming, de bewindvoerder of de curator belast is met het beheer van het verzameldepot en dit tot verdeling brengt.

⁵⁰ Nota van toelichting, *Stb.* 2017, 513, p. 63.

instrumenten en gelden.⁵¹ Deze verplichtingen worden voor de onderscheiden soorten beleggingsondernemingen uitgewerkt in art. 7:15-7:18 NRgfo Wft, terwijl in art. 7:20 NRgfo Wft de mogelijkheid van een alternatieve regeling wordt geopend. Art. 7:14 NRgfo Wft is met de implementatie van MiFID II komen te vervallen. Deze bepaling hield niet meer in dan een herhaling van art. 4:87 lid 1 Wft en kan dus ook prima worden gemist. Art. 7:19 NRgfo Wft ziet op een enigszins afwijkende casuspositie, te weten het geval dat een beleggingsonderneming cliënten de mogelijkheid biedt om door het sluiten van een leaseovereenkomst financiële instrumenten te verkrijgen. Bij dit soort leaseovereenkomsten blijft de beleggingsonderneming eigenaar van de financiële instrumenten totdat de laatste leasetermijn is betaald. Alsdan gaat de eigendom automatisch over op de cliënt. Om de cliënt te beschermen verplicht art. 7:19 NRgfo Wft de beleggingsonderneming tot het vestigen van een pandrecht op de financiële instrumenten ten gunste van de cliënt, welk pandrecht strekt tot zekerheid van de rechten van de cliënt uit hoofde van de leaseovereenkomst. Deze figuur blijft verder onbesproken. Art. 7:2 NRgfo Wft bepaalt aan welke eisen de bewaaradministratie moet voldoen waar het financiële instrumenten betreft en vormt aldus een nadere uitwerking van de bepaling van art. 165 lid 1 BGfo Wft.

12.2.8.1 Vermogensscheiding niet-bankbeleggingsondernemingen

Art. 7:15 NRgfo Wft bepaalt dat een niet-bankbeleggingsonderneming die orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten ontvangt en doorgeeft of als vermogensbeheerder op naam en voor rekening van de cliënt orders doorgeeft aan een andere beleggingsonderneming, voldoet aan het vereiste dat zij adequate maatregelen treft ter bescherming van de rechten van cliënten op aan hen toebehorende financiële instrumenten en gelden en ter voorkoming van het ongeoorloofd gebruik daarvan als bedoeld in art. 4:87 lid 1 Wft indien:

- a. de gelden en financiële instrumenten die aan een cliënt toebehoren en waarop de diensten van de beleggingsonderneming betrekking hebben, op een of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een bank worden aangehouden;
- b. bij de op naam en voor rekening van de cliënt verrichte transacties geen geldrekeningen of rekeningen voor financiële instrumenten van de beleggingsonderneming worden gebruikt; en

51 Tot 1 april 2016 waren art. 7:2 en art. 7:15-7:20 NRgfo Wft genummerd als art. 6:2 en 6:15-6:20 NRgfo Wft.

- c. de schriftelijke volmacht van de cliënt aan de beleggingsonderneming uitdrukkelijk beperkt is tot de bevoegdheid om over de onder (a) bedoelde gelden en financiële instrumenten te beschikken voor zover dit noodzakelijk is ter uitvoering van de diensten van de beleggingsonderneming voor de cliënt.

Een vergelijkbare regeling geldt voor niet-bankbeleggingsondernemingen die voor rekening van cliënten orders met betrekking tot financiële instrumenten uitvoeren of zich bezighouden met het beheren van een individueel vermogen. Ingevolge art. 7:16 NRgfo Wft voldoet een dergelijke beleggingsonderneming aan de vereisten van art. 4:87 lid 1 Wft door het sluiten van een overeenkomst met de cliënt waarin ten minste is bepaald dat:

- a. de gelden en financiële instrumenten die aan een cliënt toebehoren en waarop de diensten van de beleggingsonderneming betrekking hebben, worden aangehouden op een of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een bank;
- b. creditering of debitering van de rekening in financiële instrumenten van de cliënt uitsluitend geschiedt tegen gelijktijdige debitering of creditering van het ingevolge de nota te ontvangen of verschuldigde bedrag op de daarvoor bestemde geldrekening van de cliënt; en
- c. de beleggingsonderneming uitsluitend bevoegd is om over de in onderdeel a bedoelde gelden en financiële instrumenten te beschikken voor zover dit noodzakelijk is ter uitvoering van de diensten van de beleggingsonderneming voor de cliënt.

Het onder (b) vermelde vereiste van levering tegen betaling (*delivery versus payment*, DVP) strekt ertoe te bewerkstelligen dat het risico van de cliënt in het geval van insolventie van de beleggingsonderneming wordt beperkt tot het eventuele positieve ongerealiseerde koersresultaat op niet-afgewikkelde transacties.

Een niet-bankbeleggingsonderneming die de beleggingsdiensten verleent als bedoeld in onderdeel (a), (b), of (c) van de definitie van het verlenen van een beleggingsdienst in art. 1:1 Wft, kan op grond van art. 7:17 lid 1 NRgfo Wft eveneens aan de vereisten van art. 4:87 lid 1 Wft voldoen door het sluiten van een overeenkomst met de cliënt waarin ten minste is bepaald dat:

- a. de door de beleggingsonderneming aangehouden financiële instrumenten die aan de cliënt toebehoren, worden bewaard en geadmistreerd: (i) overeenkomstig het bepaalde in de Wet giraal effectenverkeer; of (ii) in een bewaarinstelling;

- b. de gelden, als bedoeld in art. 4:87 lid 1 onderdeel a Wft, worden aangehouden op een of meer rekeningen bij een bank ten name van de cliënt, of in een bewaarinstelling, indien de gelden ter uitvoering van een transactie in financiële instrumenten worden aangehouden;
- c. creditering of debitering van de bij de beleggingsonderneming aangehouden rekening in financiële instrumenten van de cliënt uitsluitend geschiedt tegen gelijktijdige debitering of creditering van het te ontvangen of verschuldigde bedrag op de daarvoor bestemde geldrekening van de cliënt of de rekening ten name van de bewaarinstelling; en
- d. de beleggingsonderneming uitsluitend bevoegd is over de financiële instrumenten, bedoeld in onderdeel (a), en de gelden, bedoeld in onderdeel (b), te beschikken voor zover dit noodzakelijk is ter uitvoering van de diensten van de beleggingsonderneming voor de cliënt.

Uit de aanhef van art. 7:17 lid 1 NRGfo Wft blijkt dat deze wijze van vermogensscheiding openstaat voor niet-bankbeleggingsondernemingen die zich bezighouden met het ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten, met het uitvoeren van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten of met het beheren van een individueel vermogen. Hierbij moet in het bijzonder worden gedacht aan beleggingsondernemingen die een beleggersgiro aanbieden. Het aanbieden van een beleggersgiro, *i.e.* het aanbieden van de mogelijkheid om door het openen van een rekening vorderingen te verkrijgen luidende in financiële instrumenten, waarbij door middel van deze rekening transacties in financiële instrumenten kunnen worden bewerkstelligd, wordt sedert de inwerkingtreding van de Wft op 1 januari 2007 niet meer genoemd als een afzonderlijke beleggingsdienst in de zin van de wet. Volgens de memorie van toelichting van destijds valt deze activiteit onder het in de uitoefening van een beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten respectievelijk het in de uitoefening van een beroep of bedrijf voor rekening van die cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten, welke beleggingsdiensten worden omschreven in de definitie van 'verlenen van een beleggingsdienst' als bedoeld in art. 1:1 Wft onder a en b.⁵² De memorie van toelichting heeft daarbij het oog op de actieve beleggersgiro, waarbij de mogelijkheid om via de rekening transacties in financiële instrumenten te bewerkstelligen wordt

52 *Kamerstukken II 2006/07, 31086, 3, p 127. Zie ook Kamerstukken II 2007/08, 31086, 8, p. 8.*

aangeboden door een beleggingsonderneming. Het is dan de beleggingsonderneming die orders van cliënten ontvangt en doorgeeft of uitvoert en het is ook de beleggingsonderneming die vergunningplichtig is op grond van art. 2:96 Wft.⁵³

Art. 7:17 lid 1 onder a NRgfo Wft geeft aan dat afscheiding door een niet-bankbeleggingsonderneming van voor cliënten gehouden financiële instrumenten kan worden geregeld doordat de niet-bankbeleggingsonderneming deze financiële instrumenten bewaart conform de Wge of doordat ze door de niet-bankbeleggingsonderneming worden ondergebracht in een speciaal daarvoor opgerichte bewaarinstelling. Deze bewaarinstelling houdt de financiële instrumenten op haar beurt op grond van art. 7:17 lid 2 onder g NRgfo Wft aan op een of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank. Financiële instrumenten die via de Wge worden gehouden, zijn op grond van die wet niet vatbaar voor verhaal door (andere) schuldeisers van de beleggingsonderneming dan de rechthebbenden. Financiële instrumenten die via een bewaarinstelling worden gehouden, maken geen onderdeel uit van het vermogen van de beleggingsonderneming en zijn om die reden niet vatbaar voor verhaal door schuldeisers van de beleggingsonderneming. De bewaarinstelling vormt een van de beleggingsonderneming te onderscheiden afzonderlijke juridische entiteit. Zij heeft een risicomijdend karakter en is om die reden in hoge mate faillissementsbestendig. Op de merites van beide constructies kom ik later nog terug (§ 12.3 en § 12.4). Ik volsta hier met op te merken dat bewaring overeenkomstig de Wge door niet-bankbeleggingsondernemingen pas sinds 2011 tot de mogelijkheden behoort. Voor die tijd konden alleen door Euroclear Nederland toegelaten instellingen financiële instrumenten bewaren overeenkomstig de Wge en konden in beginsel alleen beleggingsondernemingen met bankstatus door Euroclear Nederland worden toegelaten.⁵⁴

⁵³ Zie in deze zin ook: De Jong 1998, p. 57-61 en p. 67-69.

⁵⁴ Voor de minister was deze verruiming van de reikwijdte van de Wge aanleiding om separate bewaarinstellingen voor financiële instrumenten van cliënten van (bank)beleggingsondernemingen als overbodig aan te merken. Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 31830, 3, p. 2. Voor de AFM was deze verruiming aanleiding om in haar consultatiedocument van 3 februari 2016 voor te stellen bewaring via een separate bewaarinstelling niet langer aan te merken als een toegestane wijze van vermogensscheiding. Zie hierover kritisch: Rank, *FR* 2016a, p. 70-78. In haar consultatiedocument van 8 juli 2016 is de AFM hiervan teruggekomen. Zij geeft wel de voorkeur aan bewaring via de Wge boven bewaring via een separate bewaarinstelling, dit omdat de door de Wge geboden bescherming goederenrechtelijk van aard is en de door een bewaarinstelling geboden bescherming slechts een contractueel karakter heeft. Zie AFM, *Feedbackstatement consultatie wijziging NRgfo op het gebied van vermogensscheiding*, 8 juli 2016, in het bijzonder p. 4-5, 6-7 en 14-15.

Art. 7:17 lid 1 onder b NRgfo Wft bepaalt hoe afscheiding door een niet-bankbeleggingsonderneming van aan cliënten toebehorende gelden kan worden geregeld. Beleggingsondernemingen zonder bankstatus mogen deze gelden niet op een rekening ten name van de beleggingsonderneming ontvangen of aanhouden. De Wge biedt hier geen soelaas. Deze wet regelt vermogensscheiding voor financiële instrumenten, niet van de hieraan gekoppelde geldstromen zoals dividenden en rentebetalingen. Daarom wordt in art. 7:17 lid 1 onder b NRgfo Wft bepaald dat deze gelden kunnen worden aangehouden op een of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een bank – geheel in lijn met het bepaalde in art. 7:15 en 7:16 NRgfo Wft – of, doch uitsluitend indien het betreft gelden bestemd voor de uitvoering van een transactie in financiële instrumenten, bij een speciaal daarvoor opgerichte bewaarinstelling. Deze bewaarinstelling – die bijvoorbeeld de vorm kan hebben van een stichting cliëntgelden of een stichting derdengelden – houdt de gelden op grond van art. 7:17 lid 2 onder g NRgfo Wft aan op een of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank, waarbij de bewaarinstelling een strikte administratieve scheiding toepast ten aanzien van gelden van cliënten en gelden van de bewaarinstelling.

Uit de regeling kan worden opgemaakt dat het openen van een collectieve rekening bij een bank op naam van de beleggingsonderneming, op welke rekening zowel gelden van de beleggingsonderneming als gelden van de cliënten worden aangehouden, geen toegestane mogelijkheid is. Een collectieve rekening bij een bank op naam van de gezamenlijke cliënten, op welke rekening uitsluitend cliëntengelden worden geadministreerd, behoort mijns inziens wel tot de mogelijkheden. Weliswaar spreekt art. 7:17 lid 1 onder b NRgfo Wft van een of meer rekeningen bij een bank ten name van ‘de cliënt’, dus enkelvoud, maar dat betekent wat mij betreft niet dat het hier per se om een individuele rekening moet gaan. Als de beleggingsonderneming, de bank en de cliënten met elkaar afspreken dat iedere cliënt van de beleggingsonderneming geacht wordt een individuele aanspraak te hebben op de bank en dat aan de hand van de administratie van de beleggingsonderneming zal worden bepaald wat de omvang van die aanspraak is, lijkt daarmee voldaan aan de ratio van de regeling: de gelden zijn in ieder geval afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming en daarnaast is ook het ‘*fellow customer risk*’ geëcarteerd. Uiteraard voldoet een individuele rekening bij een bank op naam van een cliënt, waarop alleen gelden van die cliënt worden aangehouden, zonder meer aan de eisen.

Art. 7:17 lid 1 onder b NRgfo Wft beperkt de mogelijkheid van het inzetten van een bewaarinstelling voor gelden van cliënten tot gelden bestemd voor de uitvoering van een transactie in financiële instrumenten. Ofschoon dit niet met zoveel woorden in de toelichting wordt gezegd, lijkt deze beperking ingegeven door de gedachte dat dergelijke gelden waarschijnlijk niet zullen kwalificeren als opvorderbare gelden in de zin van art. 3:5 Wft, hetzij omdat het ontvangen en doorbetalen van dergelijke gelden een logisch sequeel is van het verlenen van de beleggingsdiensten als bedoeld in de onderdelen a, b, of c van de definitie van verlenen van een beleggingsdienst in art. 1:1 Wft, hetzij omdat deze gelden in de regel binnen vijf dagen aan de cliënt zullen zijn doorbetaald of zullen zijn herbelegd.⁵⁵ De vraag rijst of het onderbrengen van (niet-opvorderbare) gelden bij een bewaarinstelling wel in overeenstemming is met art. 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn respectievelijk art. 165b lid 1 BGfo Wft. Volgens deze bepalingen moeten van cliënten ontvangen gelden immers onmiddellijk worden gestort op een of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een (centrale) bank of een erkend geldmarktfonds.

Art. 7:17 lid 1 onder c NRgfo Wft bepaalt nog dat de beleggingsonderneming met de cliënt dient overeen te komen dat creditering of debitering van de rekening in financiële instrumenten van de cliënt uitsluitend geschiedt tegen gelijktijdige debitering of creditering van het te ontvangen of verschuldigde bedrag op de daarvoor bestemde geldrekening van de cliënt of de rekening ten name van de bewaarinstelling. Daarmee wordt het 'levering tegen betaling'-principe ook voor deze situatie wettelijk vastgelegd.

De voorwaarden waaraan de bewaarinstelling moet voldoen, vinden we opgesomd in art. 7:17 lid 2 NRgfo Wft:

- a. de bewaarinstelling is een rechtspersoon naar Nederlands recht;
- b. een ieder die de bewaarinstelling krachtens statuten of reglementen vertegenwoordigt dan wel het dagelijks beleid van de bewaarinstelling bepaalt, is geschikt in verband met de uitoefening van het bedrijf van de bewaarinstelling. Tevens dient de betrouwbaarheid van de in dit onderdeel bedoelde personen, alsmede van de perso-

⁵⁵ Zie Rank 2007, p. 261-278. Sinds de uitspraak van het CBb van 3 februari 2015 inzake *NPEX/DNB* is DNB niet langer automatisch bereid om een beleggersgiro op grond van art. 3:5 lid 4 Wft een individuele ontheffing van het aantrekkingsverbod te verlenen.

- nen die rechtstreeks of middellijk bevoegd zijn om die personen te benoemen of te ontslaan, buiten twijfel te staan;
- c. degenen die ten behoeve van de bewaarinstelling werkzaamheden verrichten mogen niet werkzaam zijn voor het bedrijfsonderdeel van de beleggingsonderneming dat transacties in financiële instrumenten uitvoert, of daarvoor (eind)verantwoordelijkheid dragen;
 - d. de bewaarinstelling verricht geen andere activiteiten dan het bewaren en administreren van de financiële instrumenten, bedoeld in het eerste lid, onderdeel a, of de gelden, bedoeld in het eerste lid, onderdeel b;
 - e. de bewaarinstelling treedt uitsluitend op in het belang van de cliënten van wie financiële instrumenten en gelden door de beleggingsonderneming bij de bewaarinstelling in bewaring zijn gegeven;
 - f. transacties in financiële instrumenten voor rekening van de cliënt geschieden slechts indien het saldo op de bij de bewaarinstelling aangehouden rekening ten name van die cliënt toereikend is;
 - g. de financiële instrumenten, bedoeld in het eerste lid, onderdeel a, en gelden, bedoeld in het eerste lid, onderdeel b, worden aangehouden op een of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank, waarbij de bewaarinstelling een strikte administratieve scheiding toepast ten aanzien van gelden die toebehoren aan de cliënten van de beleggingsonderneming en de gelden die toebehoren aan de bewaarinstelling;
 - h. de som van de rechten van cliënten op financiële instrumenten onderscheidenlijk gelden, komt overeen met de som van de door de bewaarinstelling voor cliënten bewaarde financiële instrumenten onderscheidenlijk gelden;
 - i. de nakoming van de verplichtingen van de bewaarinstelling is gegarandeerd door de beleggingsonderneming;
 - j. de bewaarinstelling is jegens de cliënten aansprakelijk voor de door hen geleden schade, voor zover die schade het gevolg is van verwijtbare niet-nakoming van haar verplichtingen;
 - k. de bewaarinstelling wordt in de risicobeoordelings-, meet- en controleprocedures van de beleggingsonderneming betrokken;
 - l. de bewaarinstelling die financiële instrumenten, bedoeld in het eerste lid, onderdeel a, bewaart en administreert beschikt over een bedrag aan eigen vermogen van ten minste € 125.000. De bewaarinstelling die uitsluitend gelden, bedoeld in het eerste lid, onderdeel b, bewaart en administreert beschikt over een bedrag aan eigen vermogen van ten minste € 50.000.

Afgezien van de eigen vermogensseis, maakt het voor deze voorwaarden geen verschil of de bewaarinstelling alleen financiële instrumenten bewaart, alleen gelden of financiële instrumenten en gelden. De bewaarinstelling moet steeds een rechtspersoon naar Nederlands recht zijn. De bestuurders, vertegenwoordigers en dagelijks beleidsbepalers van de bewaarinstelling moeten geschikt zijn in verband met de uitoefening van het bedrijf van de bewaarinstelling. Hun betrouwbaarheid en die van de personen die rechtstreeks of middellijk bevoegd zijn om hen te ontslaan dient buiten twijfel te staan. Voorts mogen personen die ten behoeve van de bewaarinstelling werkzaamheden verrichten niet werkzaam zijn voor of verantwoordelijkheid dragen voor het bedrijfsonderdeel van de beleggingsonderneming dat zich bezighoudt met het verlenen van beleggingsdiensten. De bewaarinstelling mag geen andere activiteiten verrichten dan het bewaren en administreren van aan cliënten toebehorende financiële instrumenten en gelden en treedt uitsluitend op in het belang van de cliënten voor wie financiële instrumenten en gelden worden gehouden. Transacties in financiële instrumenten voor rekening van de client mogen alleen plaatsvinden als het saldo van de cliënt op de bij de bewaarinstelling aangehouden rekening daarvoor toereikend is. De financiële instrumenten en gelden moeten worden aangehouden op een of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank. Verder dient de som van de rechten van cliënten op gelden onderscheidenlijk financiële instrumenten te allen tijde overeen te komen met de som van de door de bewaarentiteit voor cliënten bewaarde gelden onderscheidenlijk financiële instrumenten. De verplichtingen van de bewaarinstelling moeten door de beleggingsonderneming worden gegarandeerd.

De bepaling dat de bewaarinstelling wordt betrokken in de risicobeoordelings-, meet- en controleprocedures van de beleggingsonderneming brengt bijvoorbeeld mee dat de bewaarinstelling zal moeten worden meegenomen in het op grond van art. 165d BGfo Wft door de beleggingsonderneming aan de AFM over te leggen accountantsverslag over de vermogensscheiding. De bepaling van art. 7:2 NRgfo Wft inzake de door een beleggingsonderneming te voeren bewaaradministratie van financiële instrumenten geldt blijkens de in het artikel vervatte verwijzing ook voor door een bewaarinstelling gehouden financiële instrumenten.

De constructie van het inschakelen van een separate bewaarinstelling voor het houden van aan de cliënt toebehorende financiële instrumenten en/of gelden is bedoeld om de cliënt te beschermen tegen insolventie van de beleggingsonderneming en verhaal door de crediteuren van de beleg-

gingsonderneming. De (civielrechtelijke) merites van deze constructie komen aan de orde in § 12.4 van dit hoofdstuk.

12.2.8.2 Vermogensscheiding bankbeleggingsondernemingen

Wat voor een niet-bankbeleggingsonderneming geldt op grond van art. 7:17 NRGfo Wft, geldt op grond van art. 7:18 NRGfo Wft voor een bankbeleggingsonderneming. Ook deze kan aan de vereisten van art. 4:87 lid 1 Wft voldoen door de financiële instrumenten van cliënten te bewaren en administreren conform de Wge of door ze te laten bewaren door een speciaal daarvoor opgerichte bewaarinstelling. Als vergunninghoudende bank mag zij gelden van cliënten vanzelfsprekend zelf aanhouden. Van oudsher worden door banken gebruikte bewaarinstellingen in de praktijk aangeduid als effectenbewaarbedrijven.

Art. 7:18 lid 1 NRGfo Wft bepaalt dat een bankbeleggingsonderneming zoals hier bedoeld voldoet aan het vereiste van art. 4:87 lid 1 Wft door het sluiten van een overeenkomst met de cliënt waarin ten minste is bepaald dat:

- a. de door de beleggingsonderneming aangehouden financiële instrumenten die aan de cliënt toebehoren, worden bewaard en geadmistreerd: (i) overeenkomstig het bepaalde in de Wet giraal effectenverkeer; of (ii) in een bewaarinstelling;
- b. creditering of debitering van de bij de beleggingsonderneming aangehouden rekening in financiële instrumenten van de cliënt uitsluitend geschiedt tegen gelijktijdige debitering of creditering van het te ontvangen of verschuldigde bedrag op de daarvoor bestemde geldrekening van de cliënt; en
- c. de beleggingsonderneming uitsluitend bevoegd is om over de financiële instrumenten, bedoeld in onderdeel a, te beschikken voor zover dit noodzakelijk is ter uitvoering van de diensten van de beleggingsonderneming voor de desbetreffende cliënt.

De voorwaarden waaraan een door een bankbeleggingsonderneming ingeschakelde bewaarinstelling moet voldoen, vinden we in art. 7:18 lid 2 NRGfo Wft:

- a. de bewaarinstelling is een rechtspersoon naar Nederlands recht;
- b. een ieder die de bewaarinstelling krachtens statuten of reglementen vertegenwoordigt dan wel het dagelijks beleid van de bewaarinstelling bepaalt, is geschikt in verband met de uitoefening van het bedrijf van de bewaarinstelling. Tevens dient de betrouwbaarheid

- van de in dit onderdeel bedoelde personen, alsmede van de personen die rechtstreeks of middellijk bevoegd zijn om die personen te benoemen of te ontslaan, buiten twijfel te staan;
- c. degenen die ten behoeve van de bewaarinstelling werkzaamheden verrichten mogen niet werkzaam zijn voor het bedrijfsonderdeel van de beleggingsonderneming dat transacties in financiële instrumenten uitvoert, of daarvoor (eind)verantwoordelijkheid dragen;
 - d. de bewaarinstelling verricht geen andere activiteiten dan het bewaren en administreren van de financiële instrumenten, bedoeld in het eerste lid, onderdeel a, van cliënten van de beleggingsonderneming;
 - e. de bewaarinstelling treedt uitsluitend op in het belang van de cliënten van wie financiële instrumenten door de beleggingsonderneming bij de bewaarinstelling in bewaring zijn gegeven;
 - f. de som van de rechten van cliënten op financiële instrumenten komt overeen met de som van de door de bewaarinstelling voor cliënten bewaarde financiële instrumenten;
 - g. de nakoming van de verplichtingen van de bewaarinstelling is gegarandeerd door de beleggingsonderneming;
 - h. de bewaarinstelling is jegens de cliënten aansprakelijk voor de door hen geleden schade, voor zover die schade het gevolg is van verwijtbare niet-nakoming van haar verplichtingen;
 - i. de bewaarinstelling wordt in de risicobeoordelings-, meet- en controleprocedures van de beleggingsonderneming betrokken;
 - j. de bewaarinstelling beschikt over een bedrag aan eigen vermogen van ten minste € 125.000.

De voorwaarden waaraan op grond van art. 7:18 lid 2 NRgfo Wft een bewaarinstelling van een bankbeleggingsonderneming moet voldoen stemmen in belangrijke mate overeen met die waaraan op grond van art. 7:17 lid 2 NRgfo Wft een bewaarinstelling voor een niet-bankbeleggingsonderneming moet voldoen. Dat betreft allereerst de voorwaarden die betrekking hebben op de structuur en de werkzaamheden van de bewaarentiteit. Ook de bewaarinstelling van art. 7:18 lid 2 NRgfo Wft moet de vorm hebben van een rechtspersoon naar Nederlands recht en moet beschikken over een bepaald bedrag aan eigen vermogen. Ook hier moeten de bestuurders, vertegenwoordigers en dagelijks beleidsbepalers geschikt zijn in verband met de bedrijfsvoering en dient hun betrouwbaarheid buiten twijfel te staan. Evenzo mogen personen die ten behoeve van de bewaarinstelling werkzaamheden verrichten niet werkzaam zijn voor of verantwoordelijkheid dragen voor het bedrijfsonderdeel van de beleggingsonderneming dat zich bezighoudt met het verlenen van beleg-

gingsdiensten. Ook de bewaarinstelling van art. 7:18 lid 2 NRgfo Wft mag geen andere activiteiten verichten dan het houden van de aan cliënten toebehorende gelden en/of financiële instrumenten en treedt uitsluitend op in het belang van de cliënten voor wie dergelijke gelden en/of financiële instrumenten worden gehouden. Ook hier moet de som van de rechten van cliënten op financiële instrumenten te allen tijde overeenkomen met de som van de door de bewaarinstelling voor cliënten bewaarde financiële instrumenten. Ook hier worden de verplichtingen van de bewaarinstelling door de desbetreffende (bank)beleggingsonderneming gegarandeerd. Een verschil tussen beide sets voorwaarden is dat de eis dat transacties in financiële instrumenten voor rekening van de cliënt alleen mogen plaatsvinden als het saldo van de cliënt op de bij de bewaarinstelling aangehouden rekening daarvoor toereikend is, niet geldt voor een bewaarinstelling van een bankbeleggingsonderneming. Ook de voorwaarde dat de financiële instrumenten en gelden moeten worden aangehouden op een of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank vinden we niet terug bij de bewaarinstelling van een bankbeleggingsonderneming.⁵⁶

De civielrechtelijke merites van vermogensscheiding door middel van een separate bewaarinstelling komen aan de orde in § 12.4.

12.2.8.3 Alternatieve regelingen

Art. 7:20 NRgfo Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming, een bankbeleggingsonderneming daaronder begrepen, andere regelingen kan treffen dan de regelingen van art. 7:15-7:18 NRgfo Wft, teneinde aan de vereisten van vermogensscheiding te voldoen. Deze alternatieve regelingen behoeven echter wel voorafgaande goedkeuring van de AFM. De toelichting bij destijds art. 6:20 NRgfo Wft (thans genummerd art. 7:20 NRgfo Wft) geeft aan dat dit artikel met name 'van belang [kan] zijn in het geval van grensoverschrijdend verkeer van financiële instrumenten en bewaarneming in het buitenland overeenkomstig de in het desbetreffende land geldende regels.' Blijkens dezelfde toelichting zal de AFM bij haar oordeel over de kwaliteit van de wijze van vermogensscheiding ten minste

56 Evenals art. 7:17 lid 2 onder i NRgfo Wft bepaalt art. 7:18 lid 2 onder h NRgfo Wft dat de bewaarinstelling aansprakelijk moet zijn bij verwijtbare niet-nakoming. In beide gevallen wordt miskend dat een bewaarinstelling in beginsel op geen enkele grond aansprakelijk zou moeten zijn, dit in verband met haar risicomijdende karakter, en dat eventuele aansprakelijkheden bij de beleggingsonderneming zouden moeten berusten.

de volgende elementen in overweging nemen:

- “(a) de overeenkomst tussen de beleggingsonderneming, de cliënt en eventuele derden, in het bijzonder de regeling van de vermogensrechtelijke positie van de cliënt bij insolventie of faillissement van de beleggingsonderneming of de derde waar de gelden en effecten van de cliënt bewaard worden; en
- (b) de toepasselijkheid van Nederlandse en niet Nederlandse wet- en regelgeving met betrekking tot de bewaring van de financiële instrumenten van de cliënt. Indien de financiële instrumenten in het buitenland bewaard worden zal dat bij een betrouwbare instelling moeten gebeuren.
- (c) de toepasselijkheid van Nederlandse en niet Nederlandse wet- en regelgeving met betrekking tot de compensatie van de financiële schade van de cliënten ten gevolge van insolventie of faillissement van de beleggingsonderneming.”

Na deze uiteenzetting wordt opgemerkt dat de door art. 6:18 NRgfo Wft (thans genummerd art. 7:18 NRgfo Wft) toegestane figuur van een Nederlandse bewaarinstelling geenszins uitsluit dat gebruik wordt gemaakt van de bewaardiensten van een derde-instelling in het buitenland:

“Overigens zullen er alternatieve regelingen, verbijzonderingen dan wel aanvullingen op de in deze regeling opgenomen regelingen kunnen zijn. Zo sluit de in art. 6:18, onder (b) voorziene figuur van een Nederlandse bewaarinstelling geenszins uit dat ten behoeve van (aan cliënten van de beleggingsonderneming toebehorende) financiële instrumenten die zich in het buitenland bevinden, gebruik wordt gemaakt van de (bewaar)diensten van een derde instelling in het buitenland. In dat geval brengt art. 6:14 met zich dat bedoelde bewaarinstelling bij de keuze van zo’n derde instelling gehouden is om de nodige zorgvuldigheid in acht te nemen teneinde de belangen van haar cliënten zoveel als redelijkerwijs mogelijk is te beschermen.”

In dit verband zullen ook de in art. 49 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 neergelegde regels hun werking doen gevoelen. Deze regels – besproken in § 12.2.3 van dit hoofdstuk – leggen in het geval van bewaring bij een buitenlandse *subcustodian* zware informatieverplichtingen op aan de bewaargevende beleggingsonderneming en beperken de mogelijkheid om financiële instrumenten bij niet onder toezicht staande subcustodians in bewaring te geven. Daarnaast geeft de AFM een zodanige interpretatie aan de in art. 7:18 NRgfo Wft vervatte voorwaarden dat verpanding door een bewaarinstelling van door deze bewaarinstelling bij een buitenlandse subcustodian aangehouden financiële instrumenten aan deze buitenlandse subcustodian niet onaantastbaar kan plaatsvinden. Hetzelfde geldt voor herverpanding door de bank aan de buitenlandse

subcustodian van door de cliënt aan de bank verpande rechten.⁵⁷ Deze benadering is in lijn met het bepaalde in art. 2 lid 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn en art. 165e lid 1 BGfo Wft.

12.3 Bewaring via de Wge

12.3.1 *Introductie*

De Wge voorziet zowel in regels voor de afscheiding van het vermogen van een beleggingsonderneming van voor cliënten gehouden traditionele financiële instrumenten – effecten, geldmarktinstrumenten en deelnemingsrechten – als in regels voor de afscheiding van voor cliënten gehouden derivatenposities. Ofschoon beide vormen van afscheiding worden gekenmerkt door een eigen karakter, is niettemin in beide gevallen sprake van een afgescheiden vermogen. Waar het de traditionele financiële instrumenten betreft, gaat het om een aan de gezamenlijke beleggers in de desbetreffende financiële instrumenten toebehorend afgescheiden vermogen waarop (andere) crediteuren van de beleggingsonderneming dan de rechthebbenden zich niet kunnen verhalen. Waar het de derivatenposities betreft, gaat het juist om een afgescheiden deel van het vermogen van de beleggingsonderneming waarop alleen de daarvoor in aanmerking komende derivatenbeleggers zich kunnen verhalen. Hieronder worden beide beschermingsmechanismen besproken.

12.3.2 *Bescherming van effectenbeleggers*

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

57 Zie het AFM-relatiemagazine Inzicht nr. 14 van maart 2007, p. 8 e.v. en Van Vugt/Van Angeren, *TvC* 2007, p. 172 e.v. Zie tevens: Rank/Schim, *FR* 2007, p. 221 e.v., Rank/Bierman 2008, p. 92-94.

door intermediairs die zijn aangesloten bij Euroclear Nederland aan Euroclear Nederland in bewaring zijn gegeven, maken deel uit van een zogenaamd girodepot. Een girodepot is een gemeenschap bestaande uit (aanspraken op) alle effecten van de desbetreffende soort welk depot door Euroclear Nederland wordt gehouden ten behoeve van alle gezamenlijke cliënten van alle gezamenlijke aangesloten instellingen die bij deze instellingen effecten van de desbetreffende soort aanhouden. Verzameldepots en girodepots zijn, juridisch gezien, bijzondere gemeenschappen, gemeenschappen die niet worden beheerst door de algemene regels van het BW, maar door de specifieke regels van de Wge.⁵⁸

Tot het verzameldepot van een intermediair die tevens aangesloten instelling is, behoren niet alleen alle effecten van de desbetreffende soort die (fysiek) door deze intermediair worden bewaard, maar ook het ten name van deze intermediair luidende aandeel in het girodepot van effecten van de desbetreffende soort bij Euroclear Nederland. Effecten die een cliënt bij een aangesloten instelling van Euroclear Nederland in bewaring heeft gegeven, worden door de Wge beschermd tegen de insolventie van de aangesloten instelling, ongeacht of deze effecten door de aangesloten instelling bij Euroclear Nederland worden aangehouden in een rekening waarin zowel eigen effecten van de aangesloten instelling als effecten van cliënten van de aangesloten instelling worden geadministreerd, in een rekening waarin alleen effecten van cliënten van de aangesloten instelling worden geadministreerd, doch op geconsolideerde basis, of in afzonderlijke rekeningen met betrekking tot elke individuele cliënt. Het systeem van de Wge is erop gebaseerd dat de rekeningen in de boeken van Euroclear Nederland luiden op naam van de aangesloten instelling. Weliswaar behoren de in deze rekeningen geboekte effecten toe aan de cliënten van de desbetreffende aangesloten instelling – met uitzondering van de eigen effecten van de aangesloten instelling – maar het uitgangspunt van de Wge is dat een cliënt zijn rechten met betrekking tot deze effecten uitsluitend geldend kan maken via de aangesloten instelling. De aanspraak van de belegger ten aanzien van zijn aandeel in het verzameldepot is van goederenrechtelijke aard en is evenredig aan het aantal door de desbetreffende belegger aangehouden effecten van de desbetreffende soort in verhouding tot het totale aantal effecten van de desbetreffende soort in het verzameldepot. Omdat de verzameldepots en girodepots van rechtswege niet tot het vermogen van de intermediair

58 In de visie van de wetgever van 1977 was dat overigens wel zo. Zie uitgebreid Haentjens, *WPNR* 2004, p. 472 e.v.

respectievelijk Euroclear Nederland behoren, vallen de effecten bij een faillissement van de intermediair of van Euroclear Nederland niet in hun boedels. Is een verzameldepot of een girodepot niet toereikend om een rechthebbende de aan hem toekomende hoeveelheid effecten te verschaffen, dan worden de tekorten pro rata omgeslagen over de rechthebbenden. Onder de tekortenregeling worden in beginsel de rechten van cliënten eerst gehonoreerd en pas daarna die van de intermediair/aangesloten instelling.⁵⁹

Tot 2011 was de Wge alleen van toepassing op financiële instrumenten die door Euroclear Nederland waren aangewezen als Wge-effecten. Daarnaast was de Wge tot 2011 alleen van toepassing als de financiële instrumenten werden bewaard door een door Euroclear Nederland toegelaten aangesloten instelling. Per 1 januari 2011 is de Wge ingrijpend gewijzigd.⁶⁰ Met deze wijziging is de werking van de Wge uitgebreid tot de waarden bedoeld in de onderdelen a, b en c van de definitie van 'financieel instrument' in art. 1:1 Wft. Het gaat daarbij om effecten, geldmarkt-instrumenten en deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling of een ICBE, niet zijnde effecten, steeds in de zin van art. 1:1 Wft. Een beperking vinden we in art. 8a Wge. Tot een verzameldepot of girodepot kunnen op grond van deze bepaling niet behoren effecten op naam voor de levering waarvan een notariële akte is voorgeschreven en waarvan de overdraagbaarheid bij de statuten of de uitgiftevoorwaarden is beperkt of uitgesloten, tenzij deze effecten op naam zijn genoteerd aan een gereguleerde markt of een MTF.⁶¹ Voor het overige zijn er geen restricties. Daarnaast is het sinds 2011 voldoende voor bescherming onder de Wge dat de effecten worden aangehouden bij een intermediair. Een intermediair wordt in de Wge gedefinieerd als een aangesloten instelling, een beleggingsonderneming of een bank in de zin van art. 1:1 Wft, waaraan het op grond van de Wft is toegestaan beleggingsdiensten te verlenen respectievelijk het bedrijf van bank uit te oefenen.

59 Zie over de Wge uitvoerig: Schim 2006. Zie over het rechtskarakter van de aanspraak van de belegger onder de Wge ook: Rank-Berenschot 1996, p. 149-167 en Haentjens 2007, p. 131-172. Zie specifiek over tekorten: Rank, Reehuisbundel 2014, p. 285-300. Zie kritisch: De Serière 2018.

60 Wet van 28 oktober 2010 tot wijziging van de Wet giraal effectenverkeer houdende uitbreiding van de bescherming van cliënten van intermediairs inzake financiële instrumenten en het bewerkstelligen van een verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten, *Kamerstukken II* 2008/09, 31830, 1-4. Zie over deze wetswijziging ook: Groenewoud, *TvO* 2010, p. 233-238, Blom 2011, p. 9-27, Naber/Schuijling, *Ondernemingsrecht* 2012, p. 543-551.

61 Zie over deze uitzondering: Rank/Polderman 2011, p. 460-464.

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

Wat de minister betreft zijn de effectenbewaarbedrijven hiermee overbodig geworden en zouden zij kunnen worden opgeheven.⁶² Om de opheffing althans het discontinueren van de effectenbewaarbedrijven zoveel mogelijk te faciliteren, is in art. 50b Wge voorzien in een specifieke regeling. Het artikel bepaalt in dit verband dat indien ten aanzien van de door een effectenbewaarbedrijf bewaarde effecten een verzameldepot in de zin van de Wge kan bestaan, het effectenbewaarbedrijf bevoegd is deze effecten aan de bewaargever uit te leveren door ze namens hem in bewaring te geven aan de met het effectenbewaarbedrijf verbonden intermediair. Voor gebruikmaking door het effectenbewaarbedrijf van de uitleveringsbevoegdheid van art. 50b Wge is, anders dan in het geval van een schuldoverneming of contractoverneming als bedoeld in art. 6:155 BW respectievelijk art. 6:159 BW, geen toestemming of medewerking van de bewaargever vereist. Art. 50b Wge heeft echter uitsluitend betrekking op de relatie van het effectenbewaarbedrijf en de bank met de bewaargever, de relatie ‘*downstream*’. Het artikel heeft geen betrekking op de relatie van het effectenbewaarbedrijf met hogere schakels in de bewaarketen – (buitenlandse) subcustodians, *settlement agents*, CSD’s of uitgevende instellingen –, de relatie ‘*upstream*’. Waar de verplichtingen van het effectenbewaarbedrijf jegens de cliënten moeten overgaan op de bank, zullen de met deze verplichtingen corresponderende verplichtingen van deze hogere schakels jegens het effectenbewaarbedrijf verplichtingen jegens de bank in haar hoedanigheid van beheerder van het verzameldepot moeten worden. Daarvoor zal op het niveau van een dergelijke hogere

62 *Kamerstukken II 2008/09, 31830, 3, p. 2.* Voor de AFM was deze verruiming aanleiding om in haar consultatiedocument van 3 februari 2016 voor te stellen bewaring via een separate bewaarinstelling niet langer aan te merken als een toegestane wijze van vermogensscheiding. Zie hierover kritisch: Rank, *FR* 2016a, p. 70-78. In haar consultatiedocument van 8 juli 2016 is de AFM hiervan teruggekomen. Zij geeft wel de voorkeur aan bewaring via de Wge boven bewaring via een separate bewaarinstelling, dit omdat de door de Wge geboden bescherming goederenrechtelijk van aard is en de door een bewaarinstelling geboden bescherming slechts een contractueel karakter heeft. Zie AFM, *Feedbackstatement consultatie wijziging NRgfo op het gebied van vermogensscheiding*, 8 juli 2016, in het bijzonder p. 4-5, 6-7, 14-15.

schakel in de bewaarketen wel degelijk een overdracht of een novatie moeten plaatsvinden. Afhankelijk van het recht dat de relatie tussen het effectenbewaarbedrijf en deze hogere schakel beheerst, zal daarvoor toestemming of medewerking van deze hogere schakel zijn vereist.⁶³

Geconstateerd kan worden dat de term beleggingsonderneming in de zin van de voorgestelde definitie tevens beleggingsondernemingen kan omvatten die buiten Nederland zijn gevestigd. Immers, een instelling die in een andere lidstaat van de EU/EER een vergunning heeft gekregen, kan gebruikmaken van een Europees paspoort en mag dan in Nederland optreden als beleggingsonderneming. Als deze beleggingsonderneming daarbij heeft aangegeven de in Bijlage I Deel B onder 1 MIFID II vermelde nevendienst van het bewaren van financiële instrumenten te willen verlenen, zal zij in dat kader ook rekeningen in financiële instrumenten voor cliënten mogen aanbieden. De bepaling zegt niet met zoveel woorden dat de rekeningen in kwestie in Nederland moeten worden aangehouden. Echter, op grond van art. 10:141 BW zal Nederlands recht en dus de Wge alleen van toepassing zijn als de rekeningen in Nederland worden aangehouden. Daarmee is de toepasselijkheid van de nieuwe regeling effectief beperkt tot beleggingsondernemingen die in Nederland actief zijn door middel van een bijkantoor.⁶⁴ Of hiermee in voldoende mate veilig wordt gesteld dat de door de Wge voorziene vermogensscheiding ook in het geval van insolventie van een buitenlandse beleggingsonderneming zal worden gerespecteerd in het land van vestiging van de beleggingsonderneming is wat mij betreft niet over de gehele linie zeker. Voor beleggingsondernemingen gevestigd in een EU/EER-lidstaat met een bijkantoor in Nederland lijkt dit wel het geval te zijn.⁶⁵ Voor beleggingsondernemingen gevestigd in derde-landen maar met een bijkantoor in Nederland is echter enige twijfel mogelijk.

Ook na de herziening van de Wge wordt nog steeds door Euroclear Nederland bepaald welke effecten deel kunnen uitmaken van een girode-

63 Zie hierover: Rank, *FR* 2016, p. 70-78, in het bijzonder p. 75.

64 Voor de minister is dit voldoende reden om niet expliciet op te nemen dat de rekeningen in Nederland moeten worden aangehouden. Zie *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 3, p. 33.

65 Zie art. art. 10:141 BW, art. 212hh Fw, art. 213x Fw, art. 3:254 Wft en art. 8 jo art. 2 onder 9 ii Herzene Europese Insolventieverordening – Verordening (EU) nr. 2015/848 van het Europees Parlement en de Raad van 20 mei 2015 betreffende insolventieprocedures, *PbEU* 2015, L 141/19 -, welke regels alle uitgaan van toepasselijkheid van het recht van het land waar de rekening wordt aangehouden, in het geval van in Nederland aangehouden rekeningen derhalve Nederlands recht.

pot en welke effecten die tot een girodepot kunnen behoren voor de toepassing van de Wge als effecten van eenzelfde soort kunnen worden beschouwd. Euroclear Nederland bepaalt niet meer welke effecten tot een verzameldepot kunnen behoren. Ofschoon Euroclear Nederland op grond van art. 8a Wge niet gerechtigd is tot het aanwijzen van effecten op naam voor de levering waarvan een notariële akte is voorgeschreven en waarvan de overdraagbaarheid bij de statuten of de uitgiftevoorwaarden is beperkt of uitgesloten – behalve in het geval van effecten die zijn genoteerd aan een gereguleerde markt of een MTF in de EU/EER –, is zij overigens vrij om die instrumenten tot haar systemen toe te laten welke zij daartoe wil toelaten. Dit heeft als voordeel dat Euroclear Nederland bij het afgeven van een giraalverklaring steeds zal kunnen inspelen op de behoeften van een zich snel ontwikkelende markt, al is het bepaald bezwaarlijk dat bij gebreke van extern kenbaar gemaakte criteria niet altijd op voorhand duidelijk zal zijn of nieuw geëmitteerde effecten zich voor opname in het Wge-systeem lenen of dat voor een andere wijze van bewaring zal moeten worden geopteerd. Vrijwel alle aandelen en obligaties die aan de Euronext Amsterdam Stock Market zijn genoteerd lenen zich voor opname in het Wge-systeem en zijn door Euroclear Nederland aangewezen als Wge-effecten, ongeacht of zij aan toonder of op naam luiden.⁶⁶ Problemen zouden zich kunnen voordoen als het gaat om het toelaten van effecten met bijzondere kenmerken of eigenschappen. Als deze effecten worden verhandeld op een gereguleerde markt of een MTF, dan moeten zij op grond van art. 3 CSD-Verordening worden gegiraliseerd en gedeponeerd bij Euroclear Nederland. Als Euroclear Nederland dergelijke effecten vervolgens niet zou willen accepteren, zou de MTF niet aan haar verplichtingen onder de CSD-Verordening kunnen voldoen.

Het begrip aangesloten instelling heeft bij de herziening van de Wge in 2011 een andere inhoud gekregen. Het begrip is sindsdien beperkt tot intermediairs die door Euroclear Nederland zijn toegelaten als aangesloten instelling. Het verschil tussen een aangesloten instelling en een intermediair niet zijnde een aangesloten instelling bestaat daarin dat alleen een aangesloten instelling een aandeel in een girodepot kan houden. Een intermediair die geen aangesloten instelling is, kan geen aandeel in een girodepot houden en dus niet deelnemen aan het girale effectenverkeer via Euroclear Nederland. Het is aan Euroclear Nederland te bepalen welke instellingen als aangesloten instelling kwalificeren. Euroclear

⁶⁶ Zie over de opname in het Wge-systeem: Zebregs, *FR* 2005, p. 199 e.v., Rank/Polderman 2011, p. 449-474.

Nederland stelt ingevolge art. 4 Wge de regels vast betreffende de toelating als aangesloten instelling en betreffende de intrekking van zodanige toelating. Blijkens deze toelatingsregels worden desverzocht als aangesloten instelling toegelaten banken en beleggingsondernemingen die de status van bank hebben en die zich bezighouden met de bewaring en administratie van effecten voor derden. Daarnaast zijn verschillende bijzondere instellingen toegelaten als aangesloten instelling: de belangrijkste daarvan zijn DNB, de Staat (via de Agent van het Ministerie van Financiën) en diverse buitenlandse CSD's.

12.3.3 Bescherming van derivatenbeleggers

Sinds 1 april 2016 voorziet de Wge in Hoofdstuk 3b in een regeling tot bescherming van derivatenbeleggers tegen het faillissement van tussenpersonen.⁶⁷ Doel van de voorgestelde regeling is enerzijds derivatenposities die door een bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling ten behoeve van een cliënt worden aangegaan buiten het faillissement van de instelling te houden en aldus te voldoen aan het vereiste van art. 13 lid 7 MiFID (thans art. 16 lid 8 MiFID II) en anderzijds ervoor te zorgen dat de derivatenposities die voor een cliënt worden gehouden en het daarbij behorende onderpand op eenvoudige wijze kunnen worden overgedragen aan een andere tussenpersoon en aldus te voldoen aan art. 48 lid 5 en 6 EMIR.⁶⁸

Kern van de regeling is het afscheiden van alle derivatenposities die een bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling ten behoeve van haar cliënten aangaat met een derde, van de eigen activa van de bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling. Centraal in de nieuw voorgestelde wettelijke regeling staat het begrip derivatenvermogen. In het derivatenvermogen – gedefinieerd in art. 49f onder f Wge – vallen alle zogenaamde corresponderende posities alsmede alle rechten en verplichtingen met betrekking tot het stellen van zekerheid ten behoeve van deze corresponderende posities. Een corresponderende positie wordt in art. 49f onder d Wge gedefinieerd als een

67 De Wge is op 1 april 2016 gewijzigd op grond van de Wijzigingswet financiële markten 2016, *Stb.* 2015, 528. Zie voor een uitgebreide beschrijving van de ontwerpregeling: Rank, *MvV* 2014, p. 214-223, Schouten, *FR* 2014, p. 399-406, Kuijper, *MvV* 2014, p. 209-213, Kuijper, *O&F* 2014, p. 11-23, De Serière, *Ondernehmensrecht* 2016, p. 205-211, Tweehuysen, *NTBR* 2016, p. 123-126. Zie over de uiteindelijke regeling o.m. Oudhuis, *MvV* 2016, p. 97-104 en Rank/Uiterwijk, *FR* 2017, p. 375-376, en, kritisch, De Serière 2017, p. 255-284.

68 *MvT, Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 3, p. 3.

derivatenpositie die een tussenpersoon met een derde is aangegaan in verband met het aangaan van een cliëntpositie en die overeenkomt met de betreffende cliëntpositie. Van overeenkomen is sprake als de bedingen die de kern van het derivaat vormen dezelfde zijn. Men denke in dit verband aan het soort derivaat, betalingsdata, looptijd, nominaal bedrag en onderliggende waarde.⁶⁹ Een cliëntpositie is volgens art. 49f onder c Wge een derivatenpositie die een tussenpersoon houdt voor een cliënt. Het derivatenvermogen vormt volgens de in art. 49f onder f Wge opgenomen definitie een afgescheiden deel van het vermogen van een tussenpersoon waartoe alle corresponderende posities behoren alsmede alle rechten en verplichtingen met betrekking tot het stellen van zekerheid ten behoeve van corresponderende posities.

Een corresponderende positie kan gebaseerd zijn op verschillende rechtsgrondslagen. Voor beursverhandelde derivaten denke men in dit verband aan lastgeving, waarbij de tussenpersoon als lasthebber op eigen naam, maar voor rekening en risico van zijn cliënt – de lastgever – een overeenkomst met betrekking tot een derivaat aangaat met een derde. In de OTC-sfeer zal met name sprake zijn van novatie van contracten, waarbij een eindgebruiker eerst een derivatenpositie aangaat met een bepaalde wederpartij en vervolgens, ten behoeve van de clearing via een CCP, een keten van contracten tot stand komt, via de CM van de eindgebruiker naar de CCP, en van de CCP naar de CM van de uiteindelijke wederpartij en van deze CM naar de uiteindelijke wederpartij. Ten slotte kan sprake zijn van *back-to-back* posities, waarbij de tussenpersoon eerst een derivatenpositie aangaat met zijn cliënt en vervolgens een corresponderende positie aangaat met een derde.⁷⁰ Ongeacht deze verschillende mogelijke rechtsgrondslagen vallen de met een cliëntpositie overeenstemmende posities van de instelling als corresponderende positie in het derivatenvermogen als en zolang die overeenstemmende positie samenhangt met een cliëntpositie.⁷¹ De cliëntpositie kan neergelegd zijn in een contract met de tussenpersoon maar kan ook louter een economische weergave zijn van de rechten en verplichtingen die voor de cliënt voortvloeien uit de overeenkomst die de tussenpersoon voor rekening en risico van de cliënt heeft gesloten met een derde.⁷²

69 MvT, *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 3, p. 37.

70 MvT, *Kamerstukken II* 2014/2015, 34198, 3, p. 5. Zie voor een overzicht van de verschillende mogelijkheden: Peeters & Rank 2011, p. 142-153.

71 MvT, *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 3, p. 5.

72 MvT, *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 3, p. 37.

Uit de definitie van tussenpersoon – opgenomen in art. 49f onder g Wge – volgt dat een bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling slechts als tussenpersoon wordt aangemerkt als zij ‘voor rekening en risico van haar cliënten corresponderende posities aangaat’ met derden. Als bij het aangaan van een derivatenpositie door een cliënt geen corresponderende positie wordt aangegaan, handelt de instelling voor eigen rekening en risico en treedt zij dus niet op als tussenpersoon. Het gevolg is dat voor rechten en verplichtingen van cliëntposities waarvoor geen corresponderende positie wordt aangegaan, geen bescherming bestaat onder de nieuw voorgestelde wettelijke regeling.⁷³

Art. 49g lid 2 Wge ziet op het bijhouden door een tussenpersoon van haar administratie. In verband met de voorgestelde regeling zullen tussenpersonen het derivatenvermogen adequaat moeten administreren en moeten vastleggen welke corresponderende posities tot het derivatenvermogen behoren. Daarnaast zullen zij voor iedere cliëntpositie moeten vastleggen welke corresponderende posities zijn aangegaan. Het is immers een voorwaarde voor vermogensscheiding en voor portabiliteit dat de af te scheiden respectievelijk over te dragen vermogensbestanddelen bepaalbaar zijn. Deze administratieplicht wordt verder gepreciseerd in art. 3:33c Wft voor banken en clearinginstellingen en in art. 4:87a Wft voor beleggingsondernemingen die als tussenpersoon optreden. Deze instellingen moeten een zodanige administratie bijhouden dat daaruit te allen tijde op eenvoudige wijze de rechten en verplichtingen die deel uitmaken van het derivatenvermogen en van de daarmee samenhangende cliëntposities kunnen worden gekend. Met deze bepalingen wordt voldaan aan de (administratieve) segregatieplicht van art. 39 EMIR.

Art. 49g lid 1 Wge bepaalt dat, in afwijking van het bepaalde in art. 3:276 BW, het derivatenvermogen uitsluitend dient tot voldoening van vorderingen die voortvloeien uit de met de corresponderende posities samenhangende cliëntposities. In lid 3-5 van art. 49g Wge wordt vervolgens uitgewerkt wat de verhaalsmogelijkheden van de cliënt zijn in de situatie dat zowel de cliëntpositie als de daarmee corresponderende positie wordt beëindigd en in de situatie dat slechts één van beide posities wordt beëindigd. Afhankelijk van de situatie kan de cliënt voor zijn eventuele restvordering verhaal nemen op het derivatenvermogen dan wel heeft hij voor het niet-voldane gedeelte van zijn vordering een (bevoorrechte) vordering op de tussenpersoon.⁷⁴

73 MvT, *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 3, p. 38.

74 MvT, *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 3, p. 40.

Art. 49h Wge regelt wat moet gebeuren nadat een tussenpersoon failliet is verklaard. Art 49h lid 1 Wge bepaalt dat de curator in het geval van het faillissement van een tussenpersoon een deskundige aanwijst die onder verantwoordelijkheid van de curator is belast met het beheer van de corresponderende posities, de daarmee samenhangende cliëntposities en de in verband met deze posities gestelde zekerheden. Over deze aanwijzing vindt afstemming plaats met de relevante toezichthouder.

Art. 49h lid 2 Wge bepaalt dat de curator zijn medewerking verleent aan een overdracht van het derivatenvermogen als bedoeld in art. 48 lid 5 en 6 EMIR alsmede aan een overdracht van de daarmee samenhangende cliëntposities en de in verband daarmee gestelde zekerheden. Zoals eerder opgemerkt zien de bepalingen van EMIR inzake portabiliteit uitsluitend op de door de CM bij de CCP aangehouden zekerheden en posities en niet op die van cliënten bij de CM. Om ervoor te zorgen dat niet alleen de corresponderende posities maar ook de daarmee samenhangende cliëntposities worden overgedragen bepaalt art. 49h lid 2 Wge dat ook deze laatste, tezamen met het derivatenvermogen, onderwerp van de overdracht zijn, alsmede de vorderingen van cliënten met betrekking tot (hun aandeel in) het te retourneren onderpand.

Voor het geval dat de tussenpersoon in verband met de corresponderende posities bij CCP's zekerheid heeft gesteld en de waarde daarvan op het tijdstip van faillietverklaring onvoldoende is om de vorderingen tot teruggave van gestelde zekerheden te voldoen uit hoofde van de daarmee samenhangende cliëntposities, worden de rechten van de tussenpersoon jegens de CCP's inzake de terug te geven zekerheden op grond van art. 49h lid 4 Wge over de betreffende cliënten verdeeld naar rato van de waarde van de door hen gestelde zekerheden. Cliënten die hebben geopteerd voor individuele cliëntsegregatie hebben op grond van art. 49h lid 5 Wge recht op volledige teruggave van de zekerheden die zij bij de tussenpersoon hebben gesteld en die de tussenpersoon in verband met de betreffende corresponderende derivatenposities heeft gesteld bij de CCP.

Art. 49h lid 7 Wge bepaalt dat als de vordering van een cliënt of een CCP c.q. een andere tussenpersoon niet of niet volledig kan worden voldaan uit het derivatenvermogen de desbetreffende wederpartij het restant van zijn vordering als een concurrente vordering kan indienen bij de curator.

De reikwijdte van de regeling is beperkt tot tussenpersonen die in Nederland zijn gevestigd. Het derivatenvermogen zal echter veelal be-

staan uit rechten en verplichtingen aangaan tussen de tussenpersoon en een in het buitenland gevestigde derde. Dit zal onvermijdelijk problemen van internationaal privaatrecht opleveren. De toepasselijkheid van buitenlands recht op de verhoudingen met de CCP of een andere derde was, naast zorg omtrent overdraagbaarheid en bepaalbaarheid, altijd het argument om niet te vertrouwen op de werking van art. 7:420 en 7:421 BW.⁷⁵ Dat dit bij de thans voorgestelde regeling – die in verschillende opzichten aan de regeling van genoemde artikelen doet denken – geen probleem meer zou zijn, zou mij verbazen.

12.4 Bewaring via een bewaarinstelling

Zoals al eerder in dit hoofdstuk werd aangegeven, is de constructie van het inschakelen van een separate bewaarinstelling voor het houden van aan de cliënt toebehorende financiële instrumenten en/of gelden bedoeld om de cliënt te beschermen tegen insolventie van de beleggingsonderneming en verhaal door de crediteuren van de beleggingsonderneming.⁷⁶

Er is in deze constructie sprake van een tripartite verhouding tussen de cliënt, de (bank)beleggingsonderneming en de bewaarinstelling. De bewaarinstelling is steeds juridisch rechthebbende van de door de bewaarinstelling voor rekening van de cliënten gehouden financiële instrumenten en de cliënt heeft een rechtstreekse contractuele aanspraak jegens de bewaarinstelling ter zake van deze financiële instrumenten. De houdsterfunctie ten aanzien van deze financiële instrumenten wordt uitgeoefend door de bewaarinstelling, terwijl de servicefunctie – contacten met de cliënten, het uitvoeren van orders – bij de aanbiedende beleggingsonderneming berust. De beleggingsonderneming ontleent haar bevoegdheid om over de aan de bewaarinstelling toekomende financiële instrumenten te beschikken aan de door haar en de bewaarinstelling gezamenlijk gehanteerde voorwaarden en de tussen de beleggingsonderneming en de bewaarinstelling en eventuele uitgevende instellingen, *subcustodians* en CSD's gesloten overeenkomsten.⁷⁷ Aldus zijn de aanspraken van de cliënt ten aanzien van de door de bewaarinstelling gehouden financiële instru-

75 Zie over de toepasselijkheid van deze regeling bij beursverhandelde opties: Rank 1999, p. 267-305.

76 Zie voor een beschrijving van de bewaring van effecten door een VABEF- en een VABEF II-effectenbewaarbedrijf: Rank 1997, p. 58-71.

77 Dit brengt mee dat, ofschoon een effectenbewaarbedrijf geen finale instelling is in de zin van art. 212a onder a Fw, er geen bezwaar tegen bestaat een effectenbe-

menten afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming. Daardoor zijn zij beschermd tegen insolventie van de beleggingsonderneming en verhaal door crediteuren van de beleggingsonderneming. Hetzelfde geldt met betrekking tot de voor de uitvoering van transacties bestemde gelden van een cliënt die in het geval van een niet-bankbeleggingsonderneming door een bewaarinstelling worden gehouden. Deze gelden zijn afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming en de cliënt heeft een rechtstreekse contractuele aanspraak jegens de bewaarinstelling ter zake van deze gelden.⁷⁸

De desbetreffende activa zijn niet afgescheiden van het vermogen van de bewaarinstelling. Het is om die reden dat de bewaarinstelling moet worden opgezet als een risicomijdende en faillissementsbestendige entiteit. De meeste van de in art. 7:17 en art. 7:18 NRgfo Wft vervatte voorwaarden doen recht aan het risicomijdende karakter van de bewaarinstellingen. Dat geldt echter niet voor de in art. 7:17 lid 2 onder j NRgfo Wft respectievelijk art. 7:18 lid 2 onder h NRgfo Wft vervatte voorwaarde. Volgens deze bepaling dient de bewaarinstelling jegens de cliënten aansprakelijk te zijn voor de door hen geleden schade voor zover die schade het gevolg is van verwijtbare niet-nakoming door de bewaarinstelling van haar verplichtingen. De gedachte achter deze bepaling is kennelijk dat voorkomen moet worden dat cliënten de dupe zouden worden van een door de bewaarinstelling gehanteerde aansprakelijkheidsbeperking. Deze gedachte miskent echter dat een bewaarinstelling in beginsel op geen enkele grond aansprakelijk zou moeten zijn, dit om te voorkomen dat voor een bewaarinstelling verplichtingen of schulden zouden kunnen ontstaan die tot een faillissement zouden kunnen leiden. Dit betekent niet dat een cliënt bij verwijtbare niet-nakoming met lege

waarbedrijf te laten deelnemen aan een systeem in de zin van dat artikel. Nog daargelaten dat de kans dat een effectenbewaarbedrijf ooit in staat van faillissement wordt verklaard uiterst gering moet worden geacht – vanwege zijn risicomijdende karakter –, is het immers de bank die de opdrachten geeft en worden door een bank aan een systeem gegeven opdrachten tot overboeking van geld en effecten op grond van art. 212b Fw niet aangetast door de terugwerkende kracht van een faillissement van de bank en kunnen zij, onder bepaalde voorwaarden, aan de curator worden tegengeworpen.

78 In het geval van een bankbeleggingsonderneming zullen gelden van cliënten bij de bank zelf worden aangehouden en zullen eventuele geldrekeningen bij buitenlandse *subcustodians* of CSDs worden gehouden op naam van de bank. Voor bankbeleggingsondernemingen bestaat geen verplichting tot afscheiding van voor cliënten gehouden gelden en geldt geen verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden, zodat een bankbeleggingsonderneming ook niet uitsluitend voor de uitvoering van transacties bestemde gelden kan aanhouden.

handen staat, maar simpelweg dat hij zich in een dergelijk geval tot de (bank)beleggingsonderneming moet wenden. De door een bewaarinstelling geboden bescherming onderscheidt zich van de door de Wge geboden bescherming doordat de aanspraak van de belegger jegens de bewaarinstelling van contractuele aard is, terwijl de belegger onder de Wge een goederenrechtelijke aanspraak heeft.

Soms heeft de bewaarinstelling de rechtsvorm van een stichting, soms heeft zij de rechtsvorm van een naamloze of besloten vennootschap. In het laatste geval is zij soms een dochter van de (bank)beleggingsonderneming. Meestal echter worden de aandelen in deze vennootschap gehouden door een onafhankelijke stichting, die dan weer certificaten van aandelen heeft uitgegeven aan de (bank)beleggingsonderneming. Omdat accountants van mening zijn dat financiële instrumenten die door een bewaarinstelling in eigen naam worden gehouden voor rekening en risico van cliënten, niet in de balans van de bank behoeven te worden meegeconsolideerd als de bewaarinstelling een dochtermaatschappij is, is er in elk geval geen balanstechische noodzaak om de bewaarinstelling te verwezen. Dat neemt niet weg dat de stichtingsvarianten uit oogpunt van onafhankelijkheid wel de voorkeur verdienen boven een moeder-dochterconstructie.

12.5 Depositogarantiestelsel en beleggerscompensatiestelsel

Naast het systeem van bescherming van cliënten op grond van de vermogensscheidingsregels bestaat in elke EU/EER-lidstaat een depositogarantiestelsel en een beleggerscompensatiestelsel. Het depositogarantiestelsel heeft tot doel cliënten die deposito's aan een bank, een bankbeleggingsonderneming daaronder begrepen, hebben toevertrouwd te compenseren in het geval de bank niet in staat is te voldoen aan haar verplichtingen die voortvloeien uit vorderingen uit deposito's (art. 3:259 lid 2 Wft). Het beleggerscompensatiestelsel heeft tot doel cliënten die op grond van een door een (bank)beleggingsonderneming aan deze cliënten verleende beleggingsdienst of de nevendienst van bewaring financiële instrumenten en/of gelden aan de (bank)beleggingsonderneming hebben toevertrouwd te compenseren in het geval de (bank)beleggingsonderneming niet in staat is te voldoen aan haar verplichtingen die voortvloeien uit vorderingen die verband houden met die beleggingsdienst of nevendienst (art. 3:259 lid 1 Wft).

Het depositogarantiestelsel is gebaseerd op de Richtlijn depositogarantiestelsels. Het beleggerscompensatiestelsel vindt zijn grondslag in de Richtlijn

beleggerscompensatiestelsels. De beide richtlijnen zijn in Nederland geïmplementeerd in art. 3:259-3:267 Wft en nader uitgewerkt in het Bbpm Wft. Het Bbpm Wft bepaalt welke categorieën financiële ondernemingen onder de reikwijdte van de regelingen vallen, welke categorieën cliënten een beroep op de regelingen kunnen doen en welke vorderingen door de regelingen worden gewaarborgd. In het Bbpm Wft vinden we ook de procedure die moet worden gevolgd om voor een uitkering in aanmerking te komen.

Het depositogarantiestelsel strekt tot bescherming van cliënten die deposito's aan een bank hebben toevertrouwd. Onder deposito's moeten in dit verband worden verstaan alle op een rekening ten behoeve van cliënten geadministreerde opvorderbare gelden. Het depositogarantiestelsel heeft geen betrekking op aan een niet-bankbeleggingsonderneming toevertrouwde gelden. Dergelijke gelden kunnen wel vallen onder de dekking van het beleggerscompensatiestelsel als aan de daarvoor gestelde voorwaarden is voldaan. Het beleggerscompensatiestelsel strekt tot bescherming van beleggers die een vordering hebben op een (bank)beleggingsonderneming tot teruggave van voor hen gehouden financiële instrumenten en/of gelden uit hoofde van door de beleggingsonderneming verleende beleggingsdiensten of de nevendienst van bewaring. Het beleggerscompensatiestelsel komt daarom, wat betreft de bewaring van financiële instrumenten, pas aan de orde als de eerder in deze bijdrage beschreven regels van vermogensscheiding de cliënten niet of niet volledig blijken te hebben beschermd. Indien dat wel het geval is, zullen de rechten van beleggers met betrekking tot voor hen gehouden financiële instrumenten – ook in het geval van faillissement van de beleggingsonderneming – gewaarborgd zijn.⁷⁹ Het beleggerscompensatiestelsel is wel meteen van belang ter zake van voor cliënten gehouden gelden die voortvloeien uit de beleggingsdienstverlening, zoals op het moment van faillissement nog niet uitgekeerde dividendbetalingen. Overigens kunnen bepaalde vorderingen vallen onder beide vangnetregelingen.⁸⁰

79 Zie voor het 'subsidiare' karakter van de regeling ook art. 26 lid 2 Bbpm Wft, volgens welke bepaling vorderingen tot compensatie ter zake van door de beleggingsonderneming gehouden financiële instrumenten voor zover mogelijk worden voldaan door teruggave van deze instrumenten.

80 Zie aldus recentelijk HvJ EU 22 maart 2018, ECLI:EU:C:2018:209 (*Agnieška Anisimovienė e.a./Bankas 'Snoras' AB, in liquidatie, e.a.*), waarin het HvJ EU voor recht verklaart dat vorderingen die verband houden met gelden die met het oog op de inschrijving op door een bank nog uit te geven effecten zijn afgeschreven van door particulieren bij die bank gehouden rekeningen, en bijgeschreven op rekeningen die zijn geopend op naam van die instelling, in omstandigheden waarin die effecten uiteindelijk wegens het faillissement van die instelling niet zijn uitgegeven, onder beide stelsels vallen.

Indien DNB constateert dat een bank dan wel een (bank)beleggingsonderneming betalingsonmachtig is, besluit zij onverwijld tot toepassing van de daarvoor in aanmerking komende vangnetregeling: in het geval van een bank, het depositogarantiestelsel en, in het geval van een (bank)beleggingsonderneming, het beleggerscompensatiestelsel (art. 3:260 lid 1 Wft). De betalingsonmacht moet rechtstreeks verband houden met de financiële positie van de desbetreffende financiële onderneming (art. 3:260 lid 2 Wft). Cliënten kunnen hun vorderingen indienen bij DNB, een en ander overeenkomstig de daarvoor in het Bbpm Wft neergelegde procedure. Een uitkering onder het depositogarantiestelsel belooft maximaal € 100.000 per individuele cliënt (art. 29.02 Bbpm Wft). Een uitzondering geldt voor een deposito dat is bestemd voor de aankoop van een eigen woning. Een dergelijk deposito is gegarandeerd tot maximaal € 500.000 per cliënt. Een uitkering onder het beleggerscompensatiestelsel belooft maximaal € 20.000 per individuele cliënt (art. 26 lid 4 Bbpm Wft). Het maximumbedrag dat onder het depositogarantiestelsel kan worden uitgekeerd is dus substantieel hoger dan het maximumbedrag dat onder het beleggerscompensatiestelsel kan worden uitgekeerd. Daarnaast dient een vordering op basis van het beleggerscompensatiestelsel door DNB te worden verrekend met eventuele tegenvorderingen van de betalingsonmachtige (bank)beleggingsonderneming op de cliënt (art. 26 lid 3 Bbpm Wft). Een daartoe strekkende bepaling komt in de regeling van het depositogarantiestelsel niet (meer) voor.

Het depositogarantiestelsel is, kort samengevat en voor zover relevant in het kader van deze bijdrage, alleen van toepassing op banken, bankbeleggingsondernemingen daaronder begrepen (art. 29.01 Bbpm Wft). Het beleggerscompensatiestelsel is, kort samengevat en voor zover relevant voor deze bijdrage, alleen van toepassing op (bank)beleggingsondernemingen. Beleggingsondernemingen die uitsluitend beleggingsactiviteiten verrichten of uitsluitend adviseren over financiële instrumenten zijn daarvan uitgezonderd (art. 8 Bbpm Wft). Bewaarinstellingen die geen financiële onderneming zijn en geen vergunning of verklaring van onder-toezichtstelling hebben, vallen niet onder het depositogarantiestelsel en ook niet onder het beleggerscompensatiestelsel. Uit art. 29.02 Bbpm Wft kan worden opgemaakt welke categorieën cliënten een beroep op het depositogarantiestelsel kunnen doen. Ofschoon natuurlijke personen en rechtspersonen die op eigen naam en voor eigen rekening een deposito aanhouden nu juist niet met zoveel woorden worden genoemd, blijkt uit de context dat primair aan deze categorie cliënten moet worden gedacht. Art. 9 Bbpm Wft bepaalt welke personen een beroep kunnen doen op het

beleggerscompensatiestelsel en noemt primair personen – waaronder te begrijpen zowel natuurlijke personen als rechtspersonen – die op eigen naam en voor eigen rekening financiële instrumenten en/of gelden aan de betalingsonmachtige financiële onderneming hebben toevertrouwd. In art. 29.01 Bbpm Wft wordt aangegeven welke personen geen beroep kunnen doen op het depositogarantiestelsel. Dit zijn vooral professionele beleggers en professionele marktpartijen zoals banken, beleggingsondernemingen, beleggingsinstellingen, pensioenfondsen, verzekeraars en overheden. In art. 9 Bbpm Wft – te lezen in combinatie met bijlage A – wordt aangegeven welke personen geen beroep kunnen doen op het beleggerscompensatiestelsel. Ook dit zijn met name professionele beleggers en professionele marktpartijen. Verder zijn ook grotere rechtspersonen uitgezonderd.

Op grond van art. 10 Bbpm Wft komen alleen vorderingen die verband houden met het verlenen van beleggingsdiensten en de nevendienst van bewaring voor vergoeding in aanmerking. Vorderingen tot schadevergoeding, bijvoorbeeld in verband met geleden beleggingsverliezen, komen derhalve niet voor vergoeding onder het beleggerscompensatiestelsel in aanmerking. Een dergelijke vordering is – blijkens rechtspraak van het CBb⁸¹ – geen vordering die voortvloeit uit het verlenen van beleggingsdiensten.

Indien het faillissement van een (bank)beleggingsonderneming ertoe leidt dat de beleggingsonderneming haar verplichtingen tot teruggave van financiële instrumenten en/of gelden uit hoofde van het verlenen van beleggingsdiensten niet kan nakomen zullen cliënten van de (bank)beleggingsonderneming recht hebben op compensatie op grond van het beleggerscompensatiestelsel. In geval van faillissement van een bewaarinstelling zullen cliënten van de beherende (bank)beleggingsonderneming een dergelijk recht niet hebben, aangezien zij geen vordering op de beleggingsonderneming hebben en de bewaarinstelling niet onder de reikwijdte van het beleggerscompensatiestelsel valt. Indien echter betalingsonmacht van de bewaarinstelling leidt tot betalingsonmacht van de (bank)beleggingsonderneming – via de door de (bank)beleggingsonderneming ter zake van de verplichtingen van de bewaarinstelling verplicht afgegeven garantie –, zouden cliënten van de (bank)beleggingsonderneming toch aanspraak kunnen maken op een uitkering op grond van het beleggerscompensatiestelsel omdat de (bank)beleggingsonderneming zelf niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen.

81 Zie CBb 19 april 2005, JOR 2005/151.

12.6 Samenvatting en conclusie

Teneinde te voorkomen dat de financiële instrumenten en/of gelden die (bank)beleggingsondernemingen van hun cliënten in bewaring hebben gekregen bij een faillissement van de (bank)beleggingsonderneming in de failliete boedel vallen, gelden verschillende regels die ertoe strekken dat deze financiële instrumenten en gelden afgescheiden van het vermogen van de desbetreffende (bank)beleggingsonderneming worden bewaard en dat (andere) crediteuren van de (bank)beleggingsonderneming dan de rechthebbenden zich daarop niet kunnen verhalen in het geval van insolventie van de (bank)beleggingsonderneming. Deze regels zijn deels van nationale origine, deels van Europese oorsprong en geïmplementeerd in het Nederlandse recht en deels Europees en rechtstreeks van toepassing in Nederland. Bij regels van nationale origine valt in dit verband te denken aan de Wge en de regeling van de bewaarinstellingen in het NRGfo Wft. Bij regels van Europese oorsprong die in het Nederlandse recht zijn geïmplementeerd moet worden gedacht aan de vermogensscheidingsregels van MiFID II en de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn zoals deze regels zijn geïmplementeerd in de Wft, het BGfo Wft en de NRGfo Wft. Van de rechtstreeks werkende Europese regels zijn in dit verband relevant de informatieverplichtingen van de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565, de segregatie- en portabiliteitsbepalingen van EMIR en de segregatiebepalingen van de CSD-Verordening. Deze regelingen verschillen al naargelang het type beleggingsonderneming, de soort financiële instrumenten en het karakter van de aangehouden gelden.

In essentie komt het erop neer dat in MiFID II wordt bepaald dat een beleggingsonderneming die financiële instrumenten en/of gelden van cliënten onder zich houdt adequate maatregelen dient te treffen ter bescherming van de rechten van die cliënten op de aan hen toekomende financiële instrumenten en gelden en ter voorkoming van het gebruik voor eigen rekening door de beleggingsonderneming van die financiële instrumenten, tenzij met uitdrukkelijke toestemming van de cliënten, en van die gelden, tenzij het een bankbeleggingsonderneming betreft. Voorts mag een beleggingsonderneming op grond van MiFID II geen FZO tot overdracht aangaan met een niet-professionele cliënt, met als doel huidige of toekomstige verplichtingen van de cliënt te waarborgen of af te dekken. De vermogensscheidingsregels van MiFID II worden nader uitgewerkt in de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Daarnaast bevat de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 een aantal informatieverplichtingen die een beleggingsonderneming jegens cliënten in acht heeft te nemen ten aanzien

van de bewaring van financiële instrumenten en gelden. EMIR verplicht een CCP en de daarbij aangesloten CM's tot het aanhouden van gescheiden rekeningen voor derivatenposities en zekerheden van cliënten en eigen derivatenposities en zekerheden. De CSD-Verordening bepaalt *mutatis mutandis* hetzelfde voor een CSD en de daarbij aangesloten instellingen. EMIR voorziet daarnaast in bepalingen strekkende tot overdracht aan een andere CM van bij een CCP aangehouden cliëntenposities en zekerheden in het geval van faillissement van de CM (portabiliteit).

De vermogensscheidsregels van MiFID II zijn in Nederland primair geïmplementeerd in de Wft. De nadere regels van de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn vinden we terug in het BGfo Wft. Deze regels worden verder uitgewerkt in de NRgfo Wft. De MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565, EMIR en de CSD-Verordening hebben rechtstreekse werking en behoeften dus geen implementatie. Dat neemt niet weg dat de Wge in 2016 niet alleen is aangepast om de in MiFID voorgeschreven vermogensscheiding te faciliteren ten aanzien van derivatenposities maar ook om de Nederlandse wetgeving in de pas te laten lopen met de in EMIR neergelegde regels inzake portabiliteit van diezelfde derivatenposities.

Het is belangrijk om te constateren dat MiFID II en de Wft niet tot een bepaalde wijze van vermogensscheiding verplichten. Er is sprake van een functionele benadering: een beleggingsonderneming dient met betrekking tot de financiële instrumenten en gelden van cliënten een zodanige regeling te treffen dat deze voldoende beschermd zijn, ook in het geval van insolventie van de beleggingsonderneming. Hoe zij dat resultaat wil bereiken mag de beleggingsonderneming binnen bepaalde parameters zelf bepalen. De regelgever treedt daarbij wel faciliterend op.

Zo biedt de NRgfo Wft bepaalde niet-bankbeleggingsondernemingen en bankbeleggingsondernemingen de mogelijkheid de verplichte vermogensscheiding te implementeren door de financiële instrumenten van cliënten te bewaren overeenkomstig de Wge of door deze financiële instrumenten te laten bewaren door een speciaal daarvoor opgerichte bewaarinstelling. Een bewaarinstelling van een niet-bankbeleggingsonderneming houdt deze financiële instrumenten vervolgens weer aan op een of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank. Financiële instrumenten die overeenkomstig de Wge worden bewaard zijn op grond van die wet niet vatbaar voor verhaal door (andere) schuldeisers van de beleggingsonderneming dan de rechthebbenden. Financiële instrumenten die via een bewaarinstelling worden bewaard zijn afgescheiden van het

vermogen van de beleggingsonderneming en om die reden niet vatbaar voor verhaal door schuldeisers van de beleggingsonderneming. Ze zijn niet afgescheiden van het vermogen van de bewaarinstelling. Omdat deze bewaarinstelling is opgezet als een SPV met maar één doel, te weten het bewaren van financiële instrumenten, en zij in beginsel geen aansprakelijkheden kan oplopen, betreft het hier echter een instelling die in beginsel faillissementsbestendig zou moeten zijn, zodat de cliënt ten aanzien van deze bewaarinstelling geen risico loopt.

Wat betreft het afscheiden van aan cliënten toekomende gelden geldt dat een bankbeleggingsonderneming deze gelden zelf mag aanhouden. Een niet-bankbeleggingsonderneming dient deze gelden aan te houden op een of meer rekeningen bij een bank ten name van de cliënt of, uitsluitend voor zover het gelden bestemd voor de uitvoering van een transactie in financiële instrumenten betreft, bij een speciaal daarvoor opgerichte bewaarinstelling. De bewaarinstelling houdt ze dan weer aan bij een bank en past daarbij een strikte administratieve scheiding toe tussen de gelden die toebehoren aan de cliënten van de beleggingsonderneming en de gelden die toebehoren aan de bewaarinstelling.

De Wge behelst twee vormen van beleggersbescherming. Waar het traditionele financiële instrumenten betreft voorziet de wet in een aan de gezamenlijke beleggers in de desbetreffende financiële instrumenten toebehorend afgescheiden vermogen – in de vorm van zogenaamde verzamel- en girodepots – waarop (andere) crediteuren van de beleggingsonderneming zich niet kunnen verhalen. Waar het derivatenposities en zekerheden betreft, gaat het juist om een afgescheiden deel van het vermogen van de beleggingsonderneming waarop alleen de daarvoor in aanmerking komende derivatenbeleggers zich kunnen verhalen. Daarnaast regelt de Wge dat in het geval van faillissement van de CM, de curator zijn medewerking dient te verlenen om portabiliteit mogelijk te maken zowel ten aanzien van corresponderende posities en zekerheden van de CM bij de CCP als ten aanzien van de cliëntposities en zekerheden. Daarmee wordt het Nederlandse recht in lijn gebracht met de portabiliteitsregeling van EMIR.

De in EMIR en de CSD-Verordening vervatte verplichtingen tot het aanhouden van gescheiden rekeningen voor CCP's respectievelijk CSD's en de bij deze CSD's aangesloten instellingen hebben rechtstreekse werking. Ofschoon het hier om administratieve segregatieverplichtingen gaat,

zijn deze bepalingen wel degelijk van belang voor de effectiviteit van de vermogensscheiding.

Het depositogarantiestelsel en het beleggerscompensatiestelsel vormen het sluitstuk van de toepasselijke beschermingsregelingen. Zij voorzien in financiële compensatie van cliënten indien een bankbeleggingsonderneming niet meer in staat is te voldoen aan haar verplichtingen tot terugbetaling van door haar gehouden opvorderbare gelden of indien een (bank)beleggingsonderneming niet meer in staat is te voldoen aan haar verplichtingen tot teruggave van door haar gehouden financiële instrumenten en/of gelden uit hoofde van door haar verleende beleggingsdiensten. We komen aan deze regelingen alleen toe in het geval dat de mechanismen inzake vermogensscheiding ontbreken, niet juist zijn toegepast, niet hebben gewerkt of cliënten geen volledige bescherming hebben geboden.

Ofschoon de regelingen complex en gefragmenteerd zijn, is er, wanneer zij in hun onderlinge verband en samenhang worden beschouwd, sprake van een solide en doordacht beschermingsregime.

Literatuur

Van Angeren & Bonhof 2012

A.A. van Angeren & R.K. Bonhof, 'Vermogensscheiding voor derivaten – lastig maar niet onmogelijk', in: *Gedurfde essays over financieel toezichtrecht*, Lustrumbundel 2012, Vereniging voor Effectenrecht, Deventer: Kluwer 2012, p. 231-246

Blom 2011

M.A. Blom, 'Wge, de grote sprong voorwaarts, maar niet zonder struikelen', in: P. Zijp, A.J.P. Tillema, H. van Everdingen en W.A.K. Rank (red.), *Koersen rondom Christel*, Deventer: Kluwer 2011, p. 9-27

Boumans & De Greef, TPV 2015

M.E.C. Boumans & R.M.J.M. de Greef, 'Enkele hoofdlijnen en aandachtspunten van het wetsvoorstel algemeen pensioenfonds', *TPV 2015-3*, p. 13-22

Faber 1996

N.E.D. Faber, 'Eigendom ten titel van beheer, kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen', in: D. Hayton c.a. (red.), *Vertrouwd met de Trust*, Serie Onderneming en Recht deel 5, Deventer: Kluwer 1996, p. 195-260

Graaf & Stegeman 2011

F.G.B. Graaf & R.A. Stegeman, *Regulering van de OTC-derivatenmarkten in de EU en de VS: ontmanteling van 'financiële massavernietigingswapens' of 'regulatory overkill'*, preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2011, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 111, Deventer: Kluwer 2011

Groenendaal & Zebregs, *FR* 2009

J.T. Groenendaal & B.J. A. Zebregs, 'Het ESES Platform: een geconsolideerd settlementsysteem voor Nederland, België en Frankrijk', *FR* 2009-5, p. 140-148

Groenewoud, *TvO* 2010

L. Groenewoud, 'Naar beschermingsuitbreiding, verdergaande dematerialisatie en identificatie van investeerders – Wge: voorgestelde wijzigingen', *TvO* 2010-6, p. 233-238.

Haentjens, *WPNR* 2004

M. Haentjens, 'Privaatrechtelijke aspecten van giraal effectenverkeer', *WPNR* 6582 (2004), p. 472-483

Haentjens 2007

M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law: Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, Alphen aan den Rijn 2007

Haentjens & Keijser 2008

M. Haentjens & T.R.M.P. Keijser, 'Internationale ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht', *Ondernemingsrecht* 2008/32, p. 114-120

Haentjens & Rank 2015

M. Haentjens & W.A.K. Rank, 'Legal and Operational Segregation of Securities, Derivatives and Cash', in: M. Haentjens and B. Wessels (eds.), *Crisis Management in the Banking Sector*, Edward Elgar Publishing 2015, p. 366-378.

De Jong 1998

W. de Jong, 'Beleggersgiro: een effectenrechtelijke kameleon?', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en Effecten*, Serie Onderneming en Recht, deel 13, Deventer: Kluwer 1998, p. 53-71

Koster, *WPNR* 2015

H. Koster, 'De multi-vermogensrechtspersoon: naar een rechtspersoon met meerdere van elkaar afgescheiden vermogens', *WPNR* 7096 (2015), p. 175-176

Kranendonk, *FR* 2017

C.G.M. Kranendonk, 'Target2-Securities ('T2S'); een Europees settlement platform', *FR* 2017-1/2, p. 30-39

- Kuijper 2010
E.W. Kuijper, *Een fail-safe systeem in beleggersland?*, Kennispunt Recht, Economie, Bestuur en Organisatie, Utrecht: Universiteit Utrecht 2010.
- Kuijper, *MvV* 2014
E. W. Kuijper, 'De vermogensscheidingsregeling voor beleggingsinstellingen als (alternatief) model voor de bescherming van derivatenbeleggers', *MvV* 2014, nr. 7/8, p. 209-213
- Kuijper, *O&F* 2014
E.W. Kuijper, 'De Ontwerpregeling ter bescherming van derivatenbeleggers tegen faillissement van de tussenpersoon nader beschouwd', *O&F* 2014, nr. 4, p. 11-23
- Van Leijenhorst & Wendt 2010
S.R. van Leijenhorst & F.W. Wendt, 'Afwikkelondernemingen in financiële instrumenten', in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Serie Onderneming en Recht, deel 57, Deventer: Kluwer 2010, p. 361-392.
- Maatman & Steneker 2015
R. Maatman & S. Steneker, *Ringsfencing binnen het algemeen pensioenfonds (APF) en andere pensioenuitvoerders*, Netspar NEA Paper nr. 60, Tilburg 2015
- Naber & Schuijling, *Ondernemingsrecht* 2012
G.V. Naber en B.A. Schuijling, 'Giraal effectenverkeer na de wijziging van de Wge', *Ondernemingsrecht* 2012/101, p. 543-551
- Oudhuis, *MvV* 2016
C.A.R. Oudhuis, 'Indirecte clearing verhelderd', *MvV* 2016, nr. 4, p. 97-104.
- Peeters & Rank 2011
M.G.C.M. Peeters & W.A.K. Rank, 'Bescherming van rechten van derivatencliënten bij insolventie van een intermediair', in: S.E. Bartels e.a. (red.), *Effecten en Vermogensrecht*, Serie Onderneming en Recht, deel 63, Deventer 2011, p. 137-176
- Rank 1997
W.A.K. Rank, *Bewaring en eigendom van effecten*, preadvies Vereniging voor Effectenrecht 1996, Deventer 1997
- Rank 1999
W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding bij opties', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Vertegenwoordiging en Tussenpersonen*, Serie Onderneming en Recht, deel 17, Deventer 1999, p. 267-305.

Rank, *NIPR* 2005

W.A.K. Rank, 'Vaststelling Hague Securities Convention: meer rechtszekerheid in het internationale effectenverkeer?', *NIPR* 2005, p. 249-265

Rank 2007

W.A.K. Rank, 'Het verlenen van beleggingsdiensten en het verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden', in: *Bouwen en bezinning*, Lustrumbundel 2007 Vereniging voor Effectenrecht, Deventer 2007, p. 261-278

Rank 2008

W.A.K. Rank (red.), *Vermogensscheiding in de financiële praktijk*, NIBE-SVV Bankjuridische Reeks nr 56, Amsterdam 2008.

Rank, *MvV* 2014

W.A.K. Rank, 'Segregatie en portabiliteit: de Wge als panacee voor MiFID en EMIR', *MvV* 2014, 7/8, p. 214-223

Rank, *Reehuisbundel* 2014

W.A.K. Rank, 'Rechten van een aangesloten instelling bij de afwikkeling van effectentransacties onder de Wet giraal effectenverkeer', in: F.M.J. Verstijlen, F.J. Beekhoven van den Boezem, G.J.L. Bergervoet (red.), *Groninger Zekerheid; liber amicorum Wim Reehuis*, Deventer 2014, p. 285-300

Rank 2015

W.A.K. Rank, 'Een beleggingsfonds in de vorm van een FGR: een meerpartijenovereenkomst *sui generis*?', in: C.G. Breedveld-de Voogd e.a. (red.), *De meerpartijenovereenkomst*, BWKJB 29, Deventer 2015, p. 139-159

Rank 2016

W.A.K. Rank, 'Positie crediteuren van een (algemeen) pensioenfonds: de paritas doorbroken?', in: D. Lunsingh Scheurleer e.a. (red.), *Daar word ik blij van; opstellen aangeboden aan Marc Blom*, Den Haag 2016, p. 179-190

Rank, *FR* 2016a

W.A.K. Rank, 'Requiem voor het effectenbewaarbedrijf?', *FR* 2016-3, p. 70-78

Rank, *FR* 2016b

W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen, betaalinstellingen en elektronischgeldinstellingen: van consultatie tot consolidatie?', *FR* 2016-10, p. 396-404

Rank, *FR* 2017

W.A.K. Rank, 'Aangaan van verplichtingen door een APF: aansprakelijkheid voor en verhaal van vorderingen uit financiële transacties', *FR* 2017-6, p. 240-252

Rank 2018a

W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding door beleggingsondernemingen: een perfecte symbiose van toezichtrecht en civielrecht, (I/II)', *MvV* 2018/5, p. 139-149, en *MvV* 2018/6, p. 173 e.v.

Rank 2018b

W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding: a bird's eye overview', in: W.A.K. Rank (red.), *Vermogensscheiding in de financiële praktijk*, 2^e druk, Financieel Juridische Reeks deel 14, Zutphen 2018, p. 11-60

Rank 2018c

W.A.K. Rank (red.), *Vermogensscheiding in de financiële praktijk*, 2e druk, Financieel Juridische Reeks, deel 14, Zutphen 2018

Rank & Bierman, *FR* 2006

W.A.K. Rank & B. Bierman, 'Europese Commissie evalueert Hague Securities Convention: met grote stappen snel thuis?', *FR* 2006-10, p. 255-261

Rank & Bierman 2008

W.A.K. Rank & B. Bierman, 'Use of custody clients' securities as collateral under Dutch law', *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, februari 2008, p. 92-94

Rank & Polderman 2011

W.A.K. Rank & J.S. Polderman, 'Uitgifte van effecten: toelating tot girale afwikkeling', in: B. Bierens e.a (red.), *Handboek Beursgang*, Serie Onderneming en Recht, deel 68, Deventer 2011, p. 449-474

Rank & Schim, *FR* 2007

W.A.K. Rank & B.F.L.M. Schim, 'Inzichten van de AFM in de vermogensscheiding', *FR* 2007-7, p. 221-223

Rank & Uiterwijk, *FR* 2017

W.A.K. Rank & S. Uiterwijk, 'Voorgestelde wijziging segregatie EMIR: een (ondoordacht) steuntje in de rug voor portabiliteit', *FR* 2017-9, p. 374-380

Rank & Uiterwijk, *FR* 2018

W.A.K. Rank & S. Uiterwijk, 'Verbod op FZO tot overdracht onder MiFID II: van zekerheidseigendom naar pandrecht?', *FR* 2018-1/2, p. 39-46

Rank-Berenschot 1996

E.B. Rank-Berenschot, 'Het Wge-aandeel: een recht op naam van eigen aard', in: S.C.J.J. Kortmann (red.), *Onderneming en Effecten*, Serie Onderneming en Recht, deel 13, Deventer 1996, p. 149-167

Reijmer, *FRP* 2016

J. Reijmer, 'De noodzaak van een safeguarding account voor betaalinstellingen en elektronischgeldinstellingen', *FRP* 2016-6, p. 22-29

Rooke, *FR* 2008

C.A. Rooke, 'MiFID en custodians: let op extra informatieverplichtingen!', *FR* 2008-1, p. 43-45

Schim 2006

B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht*, Serie Onderneming en Recht, deel 36, Deventer 2006

Schmieman 2014

Vgl. E. Schmieman, 'In Christel we trust. Een (Nederlandse) trust als mogelijke oplossing voor vermogensscheiding bij derivaten', in: D. Busch e.a. (red.), *Christel's Koers*, Serie Onderneming en Recht, deel 79, Deventer 2014, p. 609-628.

Schouten, *FR* 2014

A. Schouten, 'De bescherming van derivatenbeleggers tegen het faillissement van hun tussenpersoon: de oplossing is nabij', *FR* 2014-10, p. 399-406

Schwarcz, *Duke Law Journal* 2001

Steven L. Schwarcz, 'Intermediary Risk in a Global Economy', *Duke Law Journal*, Volume 50, nr. 6, april 2001, p. 1541-1607

De Serière, *Ondernemingsrecht* 2016

V.P.G. de Serière, 'Nieuwe regeling voor de bescherming van beleggers in derivaten tegen het insolventierisico van tussenpersonen', *Ondernemingsrecht* 2016/43, p. 205-211

De Serière 2017

V.P.G. de Serière, 'Slechts één pennestreek...; enkele opmerkingen over afgescheiden vermogens in het financiële recht', in: C.D.J. Bulten, M.P. Nieuwe Weme, N.S.G.J. Vermunt (red.), *Vertrouwen in het ondernemingsrecht en het financiële recht, liber amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 150, Deventer 2017, p. 55-284

De Serière 2018, *AA* 2018

V.P.G. de Serière, De Wet giraal effectenverkeer: "if it ain't broke why fix it?", *AA* 2018, afl. 7/8, p. 620-628

Silverentand & Heemskerk 2011

L.J. Silverentand & P. Heemskerk, 'Clearing: kern- en knelpunten', in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas en R.J. van der Weijde (red.), *Effecten en vermogensrecht*, Serie Onderneming en Recht, deel 63, Deventer 2011, p. 239-261

Snijders 1997

W. Snijders, 'Nog een duit in het zakje van de trust', in: S.C.J.J. Kortmann c.a. (red.), *Onderneming en 5 jaar nieuw Burgerlijk Recht*, Serie Onderneming en Recht deel 7, Deventer 1997, p. 87-105

Stegeman & Zebregs, *FR* 2014

R.A. Stegeman & B.J.A. Zebregs, 'Enkele kanttekeningen bij indirecte clearing', *FR* 2014-5, p. 170-176

Tweehuysen, *NTBR* 2016

V. Tweehuysen, 'Bescherming van derivatenbeleggers via een afgescheiden vermogen in de Wet giraal effectenverkeer', *NTBR* (2016), nr. 4, p. 123-126

Van Vugt & Van Angeren, *TvC* 2007

Y.O.M. van Vugt & A.A. van Angeren, 'Vermogensscheiding: aandachtspunten bij de bescherming van de rechten van cliënten', *TvC* 2007/6, p. 172-17.

Wibier, *AA* 2017

R.M. Wibier, 'De moeilijke verhouding tussen het Nederlandse recht en de trust', *Ars Aequi* 2017/9, p. 707-712

Van Zaal, *FR* 2010

P.J. van Zaal, 'Aanhouden van gelden door beleggingsondernemingen en betaaldienstverleners', *FR* 2010-9, p. 226-237

Zebregs, *FR* 2005

B.J.A. Zebregs, 'De toelating van effecten tot het Wge-systeem door Euroclear Nederland', *FR* 2005-7, p. 196-205

Zebregs 2013

B.J.A. Zebregs, *Effecten- en derivatenclearing*, Financieel Juridische Reeks, deel 5, Amsterdam 2013

Zebregs, *Ondernemingsrecht* 2017

B.J.A. Zebregs, 'De CSD-verordening in het licht van de Capital Markets Union', *Ondernemingsrecht* 2017/18, p. 120-131