

Internationale aspecten van vermogensscheiding¹

prof. mr. drs. M. Haentjens²

1. Inleiding

1.1. Toenemende internationalisering

De afgelopen decennia heeft de globalisering en integratie van de financiële markten een grote vlucht genomen. De financiële crisis van 2008 remde die ontwikkeling af,³ maar inmiddels is de terugval in integratie weer (deels) goedge maakt door de BankenUnie.⁴ Steeds meer beleggers hebben dan ook te maken met buitenlandse beurzen, buitenlandse wederpartijen en financiële instrumenten die door buitenlandse instellingen zijn uitgegeven. Het is daarom steeds gecompliceerder geworden de rechtspositie van beleggers, dat wil zeggen: van cliënten van banken en beleggingsondernemingen, ten aanzien van hun financiële instrumenten vast te stellen. Meer in het bijzonder neemt deze complexiteit toe door de volgende twee omstandigheden.

Ten eerste vindt de afwikkeling van transacties steeds vaker grensoverschrijdend plaats. Anders gezegd: bij de uiteindelijke overboeking van financiële instrumenten zal steeds vaker meer dan één rechtstelsel van belang kunnen zijn. Een indrukwekkende 40% van alle overboekingen van effecten in de Europese Unie was in 2013 grensoverschrijdend⁵ en in 2016 werd voor EUR 10,6 biljoen aan effecten overgeboekt door effectenrekeninghouders uit verschillende landen.⁶ Zelfs als een transactie door Nederlandse

partijen op een Nederlands handelsplatform wordt gesloten, is een ander rechtstelsel van belang, als het bijvoorbeeld effecten betreft die door een buitenlandse instelling zijn uitgegeven. Ook de bewaring van die effecten zal dan waarschijnlijk via meer dan één jurisdictie plaatsvinden.

Ten tweede zal steeds vaker meer dan één rechtstelsel relevant zijn als een financiële onderneming insolvent raakt die financiële instrumenten voor haar cliënten houdt. In de insolventie van Lehman Brothers, bijvoorbeeld, was het daardoor niet op korte termijn in alle gevallen vast te stellen, wie tot welke effecten gerechtigd was.⁷ Hierin hebben verschillende beleidsmakers, waaronder de Financial Stability Board en de Bank for International Settlements, aanleiding gezien harmoniseringsinitiatieven te ontplooiën of daartoe te adviseren.⁸ Deze harmoniseringsinitiatieven hebben wat betreft het materiële, bancaire insolventierecht reeds geleid tot een scala aan maatregelen, zoals de Herstel- en Afwikkelrichtlijn (BRRD)⁹ en de Single Resolution Mechanism Verordening (SRM Vo.),¹⁰ maar een

effects of transactions in securities, 12 maart 2018, COM(2018) 89 final.

-
1. Deze bijdrage is gebaseerd op een hoofdstuk met dezelfde titel in het boek *Vermogensscheiding in de financiële praktijk*, W.A.K. Rank red., Paris 2018.
 2. Matthias Haentjens is hoogleraar financieel recht aan de Universiteit Leiden en redacteur van dit blad.
 3. Zo schreef de Commissie met betrekking tot de Europese Unie in 2015: 'Na een periode van verdieping is sinds de crisis de integratiegraad van de financiële markten in de EU gedaald en trekken de banken en beleggers zich op de thuismarkten terug.' Groenboek 'Het opbouwen van een kapitaalmarktenunie' /* COM/2015/063 final */, p. 4.
 4. ECB, Financial Integration in Europe, April 2016, p. 5.
 5. P. Paech, Shadow Banking: Legal issues of collateral assets and insolvency law, Note to the European Parliament (juni 2013), p. 26.
 6. ECB securities settlement statistics (28.6.2017) als geciteerd in: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the applicable law to the proprietary

7. Zie Basel Committee on Banking Supervision, Report and recommendations for the resolution of cross-border financial institutions (2010) ('BCBS Report'), p. 38 en ook bijv. P. Paech, Cross-border issues of securities law: European efforts to support securities markets with a coherent legal framework, European Parliament briefing note (2011), p. 27.
8. Financial Stability Board, Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders (19 juni 2012), p. 10-12 en BCBS Report (2010), p. 32 en 40. Vgl. ook Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Shadow Banking – Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector, 4 september 2013, COM(2013)614 final, p. 11.
9. Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 82/891/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU en 2013/36/EU en de Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 648/2012, van het Europees Parlement en de Raad, PB L 173.
10. Verordening (EU) nr. 806/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 juli 2014 tot vaststelling

algemene, Europese regeling wat betreft het toepasselijk (goederen)recht op effecten is er nog niet.¹¹

In bredere zin is echter (nog?) geen algemene, internationale regeling tot stand gekomen ten aanzien van vermogensscheiding, dat wil zeggen: er is nog geen algemene, internationale regeling die de rechten van de cliënten ten aanzien van de voor hen bewaarde, althans geadministreerde financiële instrumenten en geldmiddelen waarborgt, zodanig dat zij zich beschermd weten in de mogelijke insolventie van hun bank-bewaarder (hierna: intermediair). Specifieker gaat het dan om voorrang van de cliënten in insolventie van de intermediair, welke voorrang wordt bewerkstelligd doordat in de administratie van de intermediair de eigen vermogensbestanddelen zijn gescheiden van de vermogensbestanddelen van haar cliënten. Wel zijn voor de verschillende vermogensbestanddelen (geldmiddelen, effecten en derivaten) verschillende internationale regels tot stand gebracht die, elk met een eigen reikwijdte, aan vermogensscheiding trachten bij te dragen. Over deze regels gaat dit artikel.

1.2. Opzet

Dit artikel gaat in op de vermogensrechtelijke aspecten van vermogensscheiding waar in een bewaarketen een of meer landsgrenzen worden gekruist, terwijl ook enige aandacht zal worden besteed aan het toezicht daarop. Vermogensscheiding begrijp ik derhalve in ruime zin, dat wil zeggen: ik betrek het niet alleen op regels van toezicht, maar ook op het vermogensrecht. Indien een intermediair de regels van toezicht niet heeft nageleefd en zijn cliënten hun aanspraak in het faillissement van die intermediair te gelde dienen te maken, zal het immers op het toepasselijk vermogensrecht aankomen in hoeverre de cliënten het moeten opnemen tegen de concurrente crediteuren van de intermediair.

De vraag, welk vermogensrecht in een concreet geval van toepassing is, is een vraag van IPR. In het hiernavolgende zal ik daarom uitgebreid stilstaan bij de van belang zijnde regels van IPR, waarbij ik steeds uitga van Nederlands IPR, en dus van de situatie dat een eventueel geschil aan een Nederlandse rechter wordt voorgelegd. Wel zal blijken dat veel van deze Nederlandse IPR regels een Europese origine hebben, of zelfs rechtstreeks

werkend Europees recht zijn. Hetzelfde geldt voor het materiële toezichtrecht. Wat betreft het materiële vermogensrecht zal ook de nadruk liggen op Nederlands recht, maar zal ook aandacht worden besteed aan andere stelsels.

Hetgeen zojuist is beschreven geldt voor alle drie de belangrijkste categorieën activa, te weten: geldmiddelen, effecten en derivaten. Voor al deze drie categorieën is in toenemende mate aandacht gekomen voor vermogensscheiding, om cliënten bescherming te bieden als een financiële onderneming insolvent raakt en die onderneming geldmiddelen en financiële instrumenten voor deze cliënten bewaart of administreert. In het hiernavolgende zal ik met betrekking tot de drie onderscheiden categorieën activa zowel de internationale aspecten van de privaatrechtelijke vermogensscheiding, als de toezichtrechtelijke kant daarvan belichten. De privaatrechtelijke kant betreft hoofdzakelijk verwijzingsregels, de toezichtrechtelijke kant hoofdzakelijk de Nederlandse implementatie van Europees financieel recht. Alvorens op deze regels nader in te gaan, besteed ik eerst aandacht aan de algemene vraag wat het doel is van vermogensscheiding en welke middelen daartoe zouden kunnen worden ingezet. Vervolgens behandel ik de situatie waarin vermogensscheiding in internationaal verband het meest pregnant aan de orde komt, te weten: in de grensoverschrijdende insolventie van een onderneming die geldmiddelen en financiële instrumenten voor cliënten bewaart of administreert.

2. Doelen en middelen van vermogensscheiding

Vermogensscheiding dient naar mijn idee verschillende doelen, waarvan enkele meer economisch, terwijl andere meer normatief-juridisch van aard zijn. Ten eerste beoogt vermogensscheiding te voorkomen dat cliënten schade lijden, omdat zij niet onmiddellijk over hun vermogensbestanddelen kunnen beschikken als het faillissement van de bank is uitgesproken. In de insolventie van Lehman Brothers heeft dit risico zich gematerialiseerd omdat daar onduidelijkheid bestond over de vraag, wie tot welke effecten gerechtigd was. Duidelijke regels ten aanzien van vermogensscheiding zouden kunnen bijdragen aan het voorkomen dergelijke schade, die dus *ex post* kan optreden. In de eerste plaats zou duidelijk moeten zijn welk (goederen)recht moet worden toegepast. Dit doel heeft dan ook met name betrekking op de verwijzingsregels voor toepasselijk (goederen) recht op effecten.

De schade voor cliënten is (nog) groter, als het gevolg van onduidelijkheid ten aanzien van bestaande regels zou zijn dat zij geen voorrang hebben in de verdeling van de aanwezige middelen. Angst voor dergelijke schade is de drijfveer voor cliënten om in tijden van financiële stress hun vermogensbestanddelen over te boeken

van eenvormige regels en een eenvormige procedure voor de afwikkeling van kredietinstellingen en bepaalde beleggingsondernemingen in het kader van een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme en een gemeenschappelijk afwikkelingsfonds en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 1093/2010, PB L 225.

11. Zie voor een overzicht van de door de Europese Commissie ontplooiende initiatieven: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/post-trade-services/securities-and-claims-ownership_en.

naar een andere financiële onderneming. Een dergelijke bank-run kan de financiële positie van de intermediair zodanig doen verslechteren dat faillissement onafwendbaar wordt. Dit risico heeft zich gematerialiseerd bij Northern Rock en DSB. Regels van vermogensscheiding (of andere regels die de positie van cliënten beschermen) zouden kunnen bijdragen aan het voorkomen van een bank-run. Dit doel heeft met name betrekking op materiële regels voor geldmiddelen, maar kan ook gelden voor derivaten. In het geval van derivaten bestaat namelijk het gevaar dat cliënten – voorzover zij daartoe bevoegd zijn op grond van de toepasselijke, contractuele bepalingen – derivatenposities massaal afwikkelen uit angst voor een déconfiture van hun bank/wederpartij. In de derde plaats kunnen duidelijke regels ten aanzien van vermogensscheiding bijdragen aan de efficiënte afwikkeling van een financiële onderneming in financiële moeilijkheden. Als een bank insolvent dreigt te raken, kan de stabiliteit van het financiële stelsel namelijk eisen dat de goederen die aan cliënten van die bank toebehoren en door de bank worden gehouden snel worden overgeboekt naar een andere bank of naar een overbruggingsinstelling. Aldus kan een bank worden geliquideerd of 'afgewikkeld' zonder dat maatschappelijk essentiële functies als het betalings- en effectenverkeer daarvan veel hinder ondervinden.¹² Onzekerheid over de gerechtigdheid tot de door de bank gehouden vermogensbestanddelen kan een dergelijke transactie verhinderen – en daarmee een efficiënte afwikkeling frustreren en de stabiliteit van het financiële stelsel in gevaar brengen. Dit doel heeft betrekking op zowel materiële regels als verwijzingsregels ten aanzien van derivaten en effecten.

Ten vierde zou kunnen worden betoogd dat vermogensscheiding aan een rechtsbeginsel beantwoordt, te weten de gedachte dat een cliënt recht heeft op teruglevering van de vermogensbestanddelen die hij aan de intermediair heeft toevertrouwd. Dit is derhalve een meer normatief doel van vermogensscheiding en heeft oude wortels. Naar Romeins recht bijvoorbeeld, had de deposant zonder meer recht op teruglevering van de vermogensbestanddelen die hij aan een bewaarder had toevertrouwd. Het Romeinsrechtelijk concept *depositum (regulare)* gaf de deposant een absoluut recht op

de geïndividualiseerde goederen.¹³ In de praktijk betekende dit dat de bewaarder alle goederen die hij onder zich hield geïndividualiseerd voor zijn cliënten diende te bewaren. Dit gold zowel voor (toen nog: chartaal) geld en (later: ook voor) effecten. Naar verloop van tijd vond echter vermenging plaats van geldmiddelen in de kluizen van de bewaarder. Sinds de 13^e eeuw is het algemeen aanvaard dat cliënten van een bank met een positief saldo concurrent crediteur van de bank zijn en dus *pari passu* met de andere crediteuren van de bank delen in een eventueel tekort van de bank.

Sinds de jaren '20 van de vorige eeuw vond ook vermenging van effecten plaats in de kluizen van de bewaarder. Naar het voorbeeld van geldbewaring administreren effectenbewaarinstellingen sindsdien niet meer welke specifieke effecten aan welke individuele cliënt toebehoren, maar worden effecten op basis van vervangbaarheid in een gezamenlijke *pool* geadministreerd. Door deze vermenging van effecten is een eenvoudige overboeking zonder nummerverantwoording mogelijk geworden, hetgeen essentieel is voor een efficiënte werking van het effectenverkeer. Daarnaast vereenvoudigde het de eventuele uitlevering van effecten uit de bewaarstructuur aanzienlijk. Wanneer geld of onderling vervangbare effecten worden samengebracht in een verzameling of *pool*, heeft dit echter ook tot gevolg dat beleggers door de vermenging die aldus optreedt geen rechten (meer) kunnen uitoefenen op specifieke effecten. Als bekend besliste de Hoge Raad in het Teixeira de Mattos arrest van 1968 reeds dat ten gevolge van de vermenging van effecten de aanvankelijk rechthebbenden hun recht van eigendom niet meer konden uitoefenen.¹⁴ De beleggers restte daarmee slechts een verbintenisrechtelijke aanspraak, zodat het tegendeel van vermogensscheiding was bereikt. Voor effecten – anders dan voor geldmiddelen – is dit resultaat echter nooit algemeen aanvaardbaar geacht, zodat de gedachte ten aanzien van effecten altijd is gebleven dat cliënten een absoluut recht op uitlevering te dien aanzien zouden moeten behouden. Vermogensscheiding kan worden gezien als een van de middelen om dat te bewerkstelligen. Ten slotte kunnen toezichtrechtelijke regels het oneigenlijk gebruik van effecten die aan

12. Zie bijv. *Kamerstukken II* 12, 33 059, nr. 3, p. 6-7; en Overweging (5) en art. 31 lid 2 sub (a) van Richtlijn 2014/59/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 82/891/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU en 2013/36/EU en de Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 648/2012, van het Europees Parlement en de Raad, PB L 173 (BRRD).

13. J. Inst. 1.3.14.3. Zie tevens R.D. Guynn et al., 'Modernizing securities ownership, transfer and pledging laws' (1996), 20 en 50, n.22; G.R. Rutgers, *Monografieën Nieuw BW*, B73 'Bewaarneming' (1998), 5. Dit geldt nog steeds ten aanzien van zaken: Christophe Bernasconi, The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems (November 2000) (Preliminary Document no. 1 to the Hague Conference on Private International Law), available at www.hcch.net, 2000, 19 en zie M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law* (diss. 2007), p. 29 e.v.

14. HR 12 januari 1968, NJ 1968, 274. Vergelijk ook J.E. Wichers (2002), *Natrekking, vermenging en zaaksvorming*, p. 150 e.v. Zie tevens Rechtbank Amsterdam, 18 april 1991, NJ 1992, 104.

cliënten toebehoren sanctioneren. Dit laatste doel heeft, anders dan de vorige vier doelen, niet noodzakelijkerwijs betrekking op de insolventie van de intermediair. Zij schrijven voor dat een intermediair de effecten die hij voor eigen rekening houdt (het 'nostro-bestand') scheidt van de effecten die hij houdt voor zijn cliënten (het 'loro-bestand'). Een dergelijke vermogensscheiding, zo is de gedachte, vormt een rem op het oneigenlijk gebruik door de intermediair van effecten die aan cliënten toebehoren. Ingeval van faillissement van de intermediair vergemakkelijkt het bovendien de verdeling van de door de intermediair beheerde effectenportefeuille, omdat een eventueel tekort over het algemeen eerst wordt afgewenteld op het nostro-bestand. Dit doel heeft met name betrekking op effecten, omdat – in tegenstelling tot effecten – van geldmiddelen over het algemeen wordt aangenomen dat hierover de intermediair vrij mag beschikken.

Alle hierboven beschreven doelen strekken, hoewel op verschillende manieren en ten aanzien van verschillende vermogensbestanddelen, tot duidelijke regels voor vermogensscheiding. Vermogensscheiding kan in ieder geval en in brede zin op twee manieren worden vormgegeven. Ten eerste is essentieel dat adequaat toezicht plaatsvindt, zodat de administratie van intermediairs onmiddellijk inzicht geeft in de vermogensposities van cliënten en intermediairs zelf. Ten tweede is van belang dat het op de bewaring en administratie van financiële instrumenten toepasselijke (vermogens)recht de rechten van de cliënt voldoende waarborgt.

Vermogensscheiding dient ertoe te leiden dat de vermogensbestanddelen van de effectenrekeninghouders afgescheiden zijn van het vermogen van de intermediair, zodat in geval van insolventie van de intermediair de rekeninghouders niet als (concurrente) crediteuren behoeven mee te delen met de algemeen crediteuren van de intermediair. Of, en in hoeverre de vermogensbestanddelen van cliënten tot het vermogen van de intermediair behoren, wordt in eerste instantie door het toepasselijk vermogensrecht bepaald. In het verlengde daarvan bepaalt het toepasselijk vermogensrecht ook in hoeverre de intermediair bevoegd is over de vermogensbestanddelen van zijn cliënten te beschikken. Indien het toepasselijk vermogensrecht de aanspraak van een belegger ten aanzien van zijn effecten bijvoorbeeld kwalificeert als (mede-)eigendomsrecht, vloeit uit die kwalificatie voort dat deze aanspraak niet tot het vermogen van de intermediair behoort, maar ook dat de intermediair in beginsel niet bevoegd is over de effecten van de belegger te beschikken.

3. Insolventie

3.1. Context: welke vermogensbestanddelen behoren tot de boedel?

Als gezegd zal vermogensscheiding in internationaal verband met name aan de orde zijn ingeval van een grensoverschrijdende insolventie van een intermediair die geldmiddelen en financiële instrumenten voor cliënten bewaart of administreert. Vooreerst is van belang te constateren, dat deze intermediair over het algemeen een beleggingsonderneming of een bank zal zijn. In de lidstaten van de EU zijn de materiële regels van insolventie (in brede zin) van deze typen financiële ondernemingen geharmoniseerd met de BRRD, en zelfs – voor de eurozone – deels geüniformeerd met de SRM Vo. Het faillissementsrecht (in enge zin) is echter nog grotendeels overgelaten aan de lidstaten, hoewel ook op dat gebied harmoniseringsinitiatieven zijn ontplooid.¹⁵

Een van de meest centrale vragen in een insolventie (in brede zin) zal steeds zijn, welke vermogensbestanddelen zullen moeten worden uitgeleverd aan welke cliënten. Met 'uitgeleverd' bedoel ik hier uitgeleverd in elektronische zin, dat wil zeggen: overgeboekt naar een rekening bij een andere, niet-insolvente intermediair. Dat zal in ieder geval gelden voor geld en derivaten, maar ook voor effecten. Effecten worden immers – zeker in Nederland – voor een belangrijk deel op een effectenrekening geadministreerd als girale effecten en zullen niet (meer) in fysieke zin uit het girale systeem kunnen worden uitgeleverd.¹⁶

De relevante Europeesrechtelijke context waarin de zojuist geformuleerde vraag 'welke vermogensbestanddelen zullen moeten worden uitgeleverd aan cliënten' zich voordoet, kan worden onderscheiden naar vermogensbestanddeel. Ten aanzien van geld moet in de eerste plaats worden gedacht aan de Depositogarantiestelsel Richtlijn¹⁷ (als geïmplementeerd in nationaal recht; in Nederland is dat art. 3:259 lid 3 sub (b) Wft jo. art. 29.01 en 29.02 lid 1 Bbpm). De regels van deze richtlijn bepalen dat, kort gezegd, 'gegarandeerde deposito's',

15. Zie https://ec.europa.eu/info/strategy/justice-and-fundamental-rights/civil-justice/civil-and-commercial-law/insolvency-proceedings_en.

16. Zie hierna, para. 2.4 en art. 3 lid 1 Verordening (EU) nr. 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie, betreffende centrale effectenbewaarinstellingen en tot wijziging van Richtlijnen 98/26/EG en 2014/65/EU en Verordening (EU) nr. 236/2012, PB L 257, dat bepaalt dat, kort gezegd, effecten die tot de handel zijn toegelaten of welke op handelsplatforms worden verhandeld, in girale vorm moeten 'worden weergegeven'.

17. Richtlijn 94/19/EG van het Europees Parlement en de Raad van 30 mei 1994 inzake de depositogarantiestelsels, PB L 135.

dat wil zeggen positieve saldi tot EUR 100.000 zullen worden gegarandeerd. Aan deze uitkering verbindt art. 108 BRRD (in Nederland geïmplementeerd als art. 212ra Fw) bovendien een speciale rang in het faillissement van de bank (te weten: vóór de vorderingen van concurrent crediteuren). Voor verreweg het grootste deel van de deposito's zal de vraag 'welke vermogensbestanddelen zullen moeten worden uitgeleverd aan cliënten' dan ook niet worden gesteld, althans is niet waarschijnlijk dat deze vraag tot grote problemen aanleiding zal geven. Met deze depositogarantie houdt verband dat voor geld waartoe cliënten zijn gerechtigd in de meeste jurisdicties geen specifieke voorrang of privaatrechtelijke vermogensscheiding regeling is gegeven.

Voor een belangrijke categorie derivaten (te weten: 'over-the-counter derivaten') wordt de juridisch relevante context in de eerste plaats gevormd door EMIR.¹⁸ Op grond van art. 48 van deze verordening moet het mogelijk zijn dat een Centrale Tegenpartij (Central Counterparty, CTP of CCP), kort gezegd, de 'activa en posities' die een insolvente intermediair bij de CCP aanhoudt voor rekening van haar cliënten, overboekt naar een andere, niet-insolvente intermediair. Intermediairs die rekeningen aanhouden bij een CCP worden in dit verband meestal 'Clearing Members' of 'clearingleden' genoemd. Zoals hieronder, in paragraaf 3.3 nader zal worden toegelicht, zal voor (de uitvoering van) dit art. 48 EMIR van belang zijn in welke mate vermogensscheiding is gerealiseerd. Voor de uitlevering van effecten in insolventie van een intermediair is de zogeheten Beleggerscompensatierechtlijn van belang.¹⁹ Deze richtlijn is te vergelijken met de zojuist besproken Depositogarantiestelsel Richtlijn en is geïmplementeerd in Nederlands recht in art. 7k t/m 29 Bbpm. Anders dan op grond van de Depositogarantiestelsel Richtlijn, garandeert de Beleggerscompensatierechtlijn echter slechts vorderingen (van, kort gezegd, cliënten op de insolvente intermediair) tot EUR 20.000,- (art. 26 lid 4 Bbpm). Bovendien wordt een geldbedrag slechts uitgekeerd voor zover het niet mogelijk is de door cliënten aan de intermediair in bewaring gegeven effecten terug te leveren (art. 26 lid 2 Bbpm). Ook voor effecten is vermogensscheiding dan ook van groot belang. Zie nader hieronder, paragraaf 3.4.

Voor zover – dat wil zeggen: tegen de achtergrond van de zojuist weergegeven context – de vraag 'welke vermogensbestanddelen zullen moeten worden uitgeleverd aan cliënten' relevant is, zal deze vraag in een grensoverschrijdende insolventie vanuit verschillend perspectief kunnen worden benaderd.

18. Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, PB L 201.

19. Richtlijn 97/9/EG van het Europees Parlement en de Raad van 3 maart 1997 inzake de beleggerscompensatiestelsels, PB L 84.

Ten eerste is voor deze vraag van belang welke vermogensbestanddelen tot de insolvente boedel behoren, en dus moeten worden betrokken in een eventuele liquidatie of reorganisatiemaatregel. Ten tweede is van belang de vraag hoe de aanspraken van de cliënten jegens de insolvente intermediair moeten worden beoordeeld. Ten derde is van belang hoe de aanspraken die de insolvente intermediair (al dan niet: ten behoeve van haar cliënten) jegens derden heeft, moeten worden beoordeeld.

Het zal onmiddellijk duidelijk zijn, dat de drie zojuist besproken vragen met elkaar samenhangen. Welke vermogensbestanddelen tot de boedel behoren, overlapt met de vraag welke aanspraken jegens de insolvente intermediair geldend kunnen worden gemaakt. Dit geldt des te meer waar het toepasselijk recht een bepaalde groep crediteuren een exclusief verhaalsrecht op bepaalde goederen van de intermediair toekent.²⁰ Ten slotte zal wat de insolvente intermediair (wegens haar cliënten) jegens derden geldend kan maken van direct belang zijn voor de aanspraken van de cliënten jegens de intermediair. Toch moeten de zojuist genoemde vragen worden onderscheiden, omdat voor elk ervan een andere verwijzingsregel relevant is, en het dus mogelijk is dat deze naar ander recht moeten worden behandeld. De eerste vraag ('welke vermogensbestanddelen behoren tot de insolvente boedel') is een vraag die moet worden behandeld op grond van de typisch insolventierechtelijke verwijzingsregels. Deze zijn grotendeels Europeesrechtelijk geharmoniseerd. Gedacht moet worden aan de Winding-up Richtlijn²¹ en de Insolventieverordening.²² Voor de tweede en derde vraag ('hoe moeten de aanspraken van en jegens de insolvente intermediair worden beoordeeld') zijn dezelfde verwijzingsregels van toepassing. Deze verwijzingsregels zijn slechts gedeeltelijk Europees geharmoniseerd. Te denken valt aan de Finaliteitsrichtlijn²³ en de Collateral Richtlijn.²⁴

3.2. Winding-Up Richtlijn

Zoals hierboven reeds opgemerkt, zal de intermediair over het algemeen kwalificeren als beleggingsonderneming of bank. Voor zover de intermediair een bank is, moet het antwoord op de vraag naar welk recht moet worden bepaald

20. Zie hierna, para. 2.3.

21. Richtlijn 2001/24/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 april 2001 betreffende de sanering en de liquidatie van kredietinstellingen, PB L 125.

22. Verordening (EU) 2015/848 van het Europees Parlement en de Raad van 20 mei 2015 betreffende insolventieprocedures, PB L 141.

23. Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen, PB L 166.

24. Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten, PB L 168.

welke vermogensbestanddelen tot de insolvente boedel behoren, worden gevonden in de Winding-up Richtlijn, althans in de in nationaal recht geïmplementeerde versie daarvan. De Winding-Up Richtlijn is in het Nederlands recht hoofdzakelijk geïmplementeerd in art. 212s-212nna Fw. Art. 212oo Fw verklaart de implementatie van de Winding-Up Richtlijn ook van toepassing op bepaalde beleggingsondernemingen. Dat betekent dat de Winding-Up Richtlijn naar Nederlands recht niet alleen van toepassing is op het faillissement van een bank, maar ook op het faillissement van beleggingsondernemingen met een aanvangskapitaal van meer dan EUR 730.000 die, bijvoorbeeld, over financiële instrumenten adviseren of orders ontvangen en doorgeven.²⁵ De Winding-Up Richtlijn strekt zich bovendien uit tot het Nederlands faillissement en in overige lidstaten vergelijkbare liquidatieprocedures, alsook tot de Nederlandse noodregeling en in overige lidstaten vergelijkbare reorganisatieprocedures (in de Winding-Up Richtlijn en de Nederlandse implementatie 'saneringsmaatregelen' genoemd). Daarnaast geldt de Winding-Up Richtlijn sinds de inwerkingtreding van de BRRD ook voor 'afwikkeling', dat wil zeggen ook voor de toepassing van de afwikkelingsinstrumenten en de uitoefening van afwikkelingsbevoegdheden waarin de BRRD voorziet.²⁶

Ingevolge art. 10 lid 1 Winding-Up Directive moet een bank (in de Europeesrechtelijke terminologie: 'kredietinstelling') worden geliquideerd 'overeenkomstig de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen en de procedures van de lidstaat van herkomst'. Art. 10 lid 2 preciseert dat 'het recht van de lidstaat van herkomst' in het bijzonder bepaalt 'welke goederen tot de boedel behoren en de status van goederen die de kredietinstelling na de opening van de liquidatieprocedure heeft verkregen', (...) 'de gevolgen van de liquidatieprocedure voor lopende overeenkomsten waarbij de kredietinstelling partij is' en 'welke vorderingen te verhalen zijn op het vermogen van de kredietinstelling en de status van vorderingen die na de opening van de liquidatieprocedure zijn ontstaan'. In de systematiek van de Winding-Up Richtlijn betekent dit dat voor deze onderwerpen het recht van het land waar de vergunning aan bank of beleggingsonderneming is verleend van toepassing is.²⁷ Deze uitkomst spoot

met de (onlangs herziene) Insolventieverordening art. 7 lid 2 onder (b), (e) en (g).

Art. 10 lid 1 Winding-Up Directive is geïmplementeerd in Nederlands recht als art. 212t Fw. Art. 10 lid 2 is zonder inhoudelijke motivatie niet geïmplementeerd, omdat volgens de wetgever 'dit in de gekozen omzettingstechniek niet nodig is'.²⁸ Desalniettemin houd ik het erop dat art. 212t Fw uitgelegd moet worden in de zin van art. 10 lid 2 van de Richtlijn. Waar de Nederlandse implementatie spreekt van 'lidstaat van herkomst' betekent dat echter niet – zoals in de Richtlijn – de staat waar de vergunning is verleend, maar op grond van art. 212g lid 1 onder (d) Fw: de lidstaat 'waarin aan een bank haar zetel heeft, dan wel, ingeval de bank geen rechtspersoon is, de lidstaat waar zij haar hoofdbestuur heeft'. Dit zal over het algemeen hetzelfde land zijn als bedoeld in de Richtlijn.

Volgens art. 3 lid 2 Winding-Up Richtlijn worden 'saneringsmaatregelen (...) ten uitvoer gelegd overeenkomstig de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen en de procedures van de lidstaat van herkomst, tenzij in deze richtlijn anders is bepaald.' De Richtlijn bevat geen preciserende bepaling zoals art. 10 lid 2 ten aanzien van liquidatieprocedures. Niettemin kan ook de vraag of bepaalde vermogensbestanddelen tot de boedel behoren, ook in saneringsmaatregelen van belang zijn (te denken valt bijvoorbeeld aan het instrument van overgang van de onderneming als bedoeld in art. 3a:28 e.v. Wft en het instrument van afsplitsing van activa of passiva als bedoeld in art. 3a:41 e.v. Wft). Ik houd het erop dat de regeling van liquidatiemaatregelen hier analoog zal worden toegepast, in die zin dat in deze gevallen ook het recht wordt toegepast van de lidstaat waar de vergunning is verleend.

De Richtlijn zwijgt erover, of de zojuist besproken regels ook gelden voor een liquidatieprocedure van een bank gevestigd in een derde land. Zeker als het Verenigd Koninkrijk zal zijn afgescheiden van de Europese Unie, zal dat als een gemis kunnen worden ervaren. Hoe dan ook moet dan dus worden teruggevallen op de commune regels van IPR. Nu ook de Insolventieverordening geen nadere regels voor dit geval bevat, houd ik het voorlopig erop, dat dan niet de hierboven beschreven regels (analoog) zullen kunnen worden toegepast. Kennelijk heeft de (Europese) wetgever het niet opportuun geacht prioriteit te geven aan het recht van de staat waarin de desbetreffende vergunning is verleend, waarschijnlijk omdat dat minder aangewezen werd geacht als de andere staat geen lidstaat is. In dat geval lost de vraag of vermogensbestanddelen tot de boedel van de intermediair behoren, zich allicht op in de vraag hoe een aanspraak ten aanzien van deze vermogensbestanddelen geldend moet worden gemaakt (zie hieronder, paragrafen 3.1 e.v.).

25. Zie art. 3A:2 onderdeel b Wft, dat doorverwijst naar art. 28 lid 2 Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG, PB L 176 (CRD IV).

26. Zie art. 2 onder 'saneringsmaatregelen' Winding-Up Directive.

27. Voor de definitie van lidstaat van herkomst verwijst art. 2 Winding-Up Richtlijn namelijk door naar art. 4

lid 1 onder (43) Verordening 575/13 (CRR).

28. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 860, nr. 3, p. 9.

3.3. Geld en derivaten

Geldmiddelen worden over het algemeen als vorderingen op de bank beschouwd, voor zover het saldo positief is, en als schuld aan de bank voor zover het saldo negatief luidt. Voor derivaten geldt *mutatis mutandis* hetzelfde: voor zover de rechten en verplichtingen die uit een derivatenovereenkomst voortvloeien per saldo positief zijn vanuit het perspectief van de cliënt, is dat een vordering van de cliënt op de bank. In hoeverre rechten en verplichtingen die voortvloeien uit een derivatenovereenkomst inderdaad mogen worden verrekend zodat een geaggregeerd saldo kan worden berekend, moet op grond van art. 25 Winding-Up Richtlijn worden beoordeeld naar het recht dat op de desbetreffende derivatenovereenkomst van toepassing is.²⁹

Art. 10 lid 1 Winding-Up Richtlijn (naar Nederlands recht: art. 212t en art. 212s jo art. 212g lid 1 onder 'd' Fw) brengt mee dat in een internationale liquidatieprocedure van een intermediair de vraag of geldmiddelen en derivaten 'tot de boedel behoren', of, preciezer gezegd: of de uit deze vermogensbestanddelen voortvloeiende vorderingen te verhalen zijn op het vermogen van de intermediair (zie art. 10 lid 2 Winding-Up Richtlijn), moet worden beantwoord naar het recht van het land waar de vergunning van de intermediair is verleend.

Naar het (materiële) recht van de meeste continentale jurisdicties, waaronder het Nederlandse, luidt het antwoord op de zojuist geformuleerde vraag positief (zie art. 3:276 BW). Naar Engels recht echter, zijn vorderingen van cliënten voortvloeiend uit een positief saldo niet verhaalbaar op het vermogen van de intermediair zelf. Deze vorderingen zijn namelijk (slechts) verhaalbaar op het vermogen van een van rechtswege ontstane trust, en deze geldmiddelen zijn dan ook aldus afgescheiden van het vermogen van de intermediair zelf. Het trustvermogen bestaat uit vorderingen op derden ten behoeve van deze specifieke cliënten. Naar Engels recht wordt deze 'statutory trust' gevormd bij aanvaarding, door de

intermediair, van het deposito. In de procedures die zijn gevoerd naar aanleiding van de insolventie van Lehman Brothers International (Europe), besliste de Supreme Court van het VK, kort gezegd, dat zelfs waar geldmiddelen niet (operationeel) waren afgescheiden van het vermogen van de intermediair zelf, de cliënten die hiertoe gerechtigd waren toch niet *pari passu* hoefden te concurreren met de overige crediteuren van de intermediair zelf.³⁰ Het gevolg van dit oordeel was overigens ook dat de cliënten wier geldmiddelen wél operationeel waren afgescheiden, met de niet-afgescheiden cliënten moesten meedelen in de tekorten.³¹

Ten aanzien van derivaten geldt bovendien nog het volgende. Hierboven is reeds gememoreerd dat art. 48 EMIR bepaalt dat, kort gezegd en voor zover hier van belang, bepaalde transacties in derivaten centraal moeten worden afgewikkeld bij een CCP en dat bij insolventie van een clearinglid de derivatenportefeuille die dit clearinglid voor haar cliënten houdt, moet kunnen worden overgeboekt naar een niet-insolvent clearinglid. Om een dergelijke overboeking mogelijk te maken, dient de CCP 'gescheiden vastleggingen en rekeningen bij [te houden] die haar in staat stellen om te allen tijde en zonder vertraging in de rekeningen die bij de CTP worden aangehouden de op naam van een clearinglid aangehouden activa en posities te scheiden van de op naam van een ander clearinglid aangehouden activa en posities en van haar eigen activa.' (art. 39 lid 1 EMIR). Evenzo dient een clearinglid 'gescheiden boekhoudingen en rekeningen bij [te houden], die hem in staat stellen om zowel in de rekeningen die bij de CTP worden aangehouden als in zijn eigen rekeningen de op zijn naam aangehouden activa en posities te onderscheiden van de activa en posities die op naam van zijn cliënten bij de CTP worden aangehouden.' (art. 39 lid 4 EMIR).³²

Het betreft hier echter 'slechts' operationele vereisten. Voor zover Nederlands recht van toepassing is, hebben deze vereisten – anders dan naar het zojuist beschreven Engels recht – geen vermogensrechtelijke consequenties.³³ Dat brengt

29. Deze regel komt dus neer op een doorverwijzing naar Verordening (EG) nr. 593/2008 van het Europees Parlement en de Raad van 17 juni 2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I), OJ L 177. Overigens is art. 212ff Fw een onjuiste, want veel te beperkte implementatie van art. 25 Winding-Up Directive. Art. 212ff Fw beperkt zich namelijk tot 'afwikkelingsrekeningen', wat ingevolge art. 212a onder (m) Fw betekent 'een rekening bij een centrale bank, een afwikkelende instantie of een centrale tegenpartij, die gebruikt wordt voor het houden van geld of financiële instrumenten en waarmee ook transacties tussen deelnemers aan een systeem worden afgewikkeld', terwijl art. 25 Winding-Up Richtlijn alle *netting agreements* (dus ook die met andere wederpartijen dan die genoemd in art. 212 onder (m) Fw) zou moeten betreffen.

30. Re Lehman Brothers International (Europe) (In Administration) [2012] UKSC 6 (SC). Zie ook M. Haentjens & W.A.K. Rank, Asset Segregation, in: Crisis Management in the Banking Sector (M. Haentjens & B. Wessels eds.), Edward Elgar, 2015, p. 377.

31. Zie bijvoorbeeld D. Gruyaert en S. van Loock, 'UK Supreme Court Decision on Lehman Brothers Client Money: Equity or Lottery', *European Review of Private Law* 2-2014, p. 217–250.

32. Zie hierover onder meer W.A.K. Rank, 'Segregatie en portabiliteit: de Wge als panacee voor MiFid en EMIR', *MvV* 2014, nr. 7/8, p. 217-218.

33. Een recent voorstel van de Europese Commissie beoogt hierin verandering te brengen. Art. 11(1) van het voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 wat betreft de clearingverplichting, de opschorting van de clearingverplichting, de rapportagevereisten, de risicolimiteringstechnieken voor otc-derivatencontracten die niet door een

mee dat, niettegenstaande een op grond van de zojuist geciteerde bepalingen tot stand gebrachte operationele/boekhoudkundige scheiding, een derivatenportefeuille naar Nederlands privaatrecht moet worden gekwalificeerd als een verzameling schulden en vorderingen van de intermediair op de cliënt enerzijds en van de intermediair op een andere intermediair of een CCP anderzijds. Naar Nederlands faillissementsrecht is het niet zonder meer, dat wil zeggen: niet zonder toestemming van de curator, mogelijk dergelijke vermogensbestanddelen in het faillissement van de intermediair over te dragen aan een andere intermediair zoals art. 48 EMIR eist. Deze onmogelijkheid vloeit voort uit het fixatiebeginsel, dat in art. 23 en 35 Fw zijn uitdrukking vindt.

Om te kunnen voldoen aan EMIR en tezelfdertijd geen afbreuk te doen aan het fixatiebeginsel heeft de Nederlandse wetgever zich genoodzaakt gevoeld een 'afgescheiden vermogen' te creëren voor derivaten. Sinds 1 april 2016 bepaalt art. 49f onder 'f' van de Wet giraal effectenverkeer (Wge) dan ook dat een 'derivatenvermogen' een 'afgescheiden deel van het vermogen van een tussenpersoon' is. Tot dat 'afgescheiden deel' van het vermogen van de tussenpersoon, dat wil zeggen: intermediair, behoren, kort gezegd, de rechten en verplichtingen die samenhangen met het aanhouden, door dezelfde intermediair, van derivatenposities voor cliënten van die intermediair. Aldus valt het derivatenvermogen buiten het vermogen van de intermediair zelf en zou dit vermogen zonder tussenkomst van de curator in het faillissement van de intermediair moeten kunnen worden overgebracht naar een niet-failliete intermediair. Het onlangs geïntroduceerde afgescheiden (derivaten)vermogen in de zin van art. 49f onder 'f' Wge is overigens geen gemeenschap in de zin van Titel 7 van Boek 3 BW, maar biedt 'slechts' een selecte groep schuldeisers (te weten: houders van een derivatenportefeuille) een exclusieve verhaalspositie in insolventie van de intermediair. Een vergelijkbaar afgescheiden vermogen is – ook naar aanleiding van Europees financieel recht – tot stand gebracht om beleggers/cliënten van een beleggingsinstelling te beschermen. Preciezer gezegd bepalen art. 4:37j lid 5 en 4:45 Wft voor een beleggingsinstelling en een maatschappij voor collectieve belegging in effecten of fonds voor collectieve belegging in effecten (icbe), respectievelijk, dat het vermogen van een

beleggingsinstelling en icbe een afgescheiden vermogen is

*'dat uitsluitend dient tot voldoening van vorderingen die voortvloeien uit: (1) schulden die verband houden met het beheer, het bewaren en het houden van de juridische eigendom van de activa van de [beleggingsinstelling en icbe]; en (...) (2) rechten van deelneming'*³⁴.

Aldus hebben derden, noch crediteuren van een ander beleggingsfonds of fondsen voor collectieve belegging in effecten verhaal op het fonds, dan wel op de beheerder van het fonds.³⁵ De art. 4:37j lid 5 en 4:45 Wft zijn tot stand gekomen naar aanleiding van implementatie van de Europese richtlijnen UCITS (voor icbe's) en AIFMD (voor beleggingsinstellingen).³⁶

3.4. Effecten (en derivaten)

Waarvoorgeld de hoofdregel van art. 10 en art. 3 lid 2 Winding-Up Richtlijn als algemene verwijzingsregel van toepassing is en art. 25 Winding-Up Richtlijn voor (verrekening in de context van) derivaten een bijzondere verwijzingsregel geeft, biedt art. 24 Winding-Up Richtlijn een specifieke regel voor, kort gezegd, girale effecten en derivaten voor zover deze niet worden verrekend. Deze regel geldt zowel voor liquidatieprocedures als voor saneringsmaatregelen. De regel verwijst voor 'Het uitoefenen van eigendomsrechten (...) of andere rechten' op financiële instrumenten die, kort gezegd, in een register, op een rekening of in een gecentraliseerd effectendepot worden geadministreerd naar 'het recht van de lidstaat waar het register, de rekening of het gecentraliseerde effectendepot (...) wordt bijgehouden of is gesitueerd.' Art. 212hh Fw is gelijkkluidend.³⁷ Deze verwijzingsregel spoort met,

centrale tegenpartij worden gecleard, de registratie van en het toezicht op transactieregisters en de vereisten voor transactieregisters bepaalt: 'Wanneer het in lid 9 bedoelde vereiste is vervuld, worden de in die rekeningen vastgelegde activa en posities niet beschouwd als deel van de insolvente boedel van de [CCP] of het clearinglid.' Zie over dit voorstel kritisch: W.A.K. Rank en S. Uiterwijk, 'Voorgestelde wijziging segregatie EMIR: een (ondoordacht) steuntje in de rug voor portabiliteit?', *FR* 2017, nr. 9, p. 376-377.

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

35. Memorie van Toelichting, *Kamerstukken II* 2012/13, 35.

36. Respectievelijk Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (herschikking), *Pb. L* 302 en Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010, *Pb. L* 174.

37. Zij het dat 212hh Fw spreekt van 'het uitoefenen van het rechten [sic]'.

maar is niet geheel identiek aan³⁸ art. 2 lid 9 sub (ii) Insolventieverordening, art. 9 Finaliteitsrichtlijn en art. 9 Collateral Richtlijn. Al deze bepalingen bevatten een variant van de zogeheten *Place of the Relevant Intermediary Approach* (PRIMA). Deze PRIMA verwijzingsregel wordt hierna besproken, omdat deze regel dezelfde is als de regel die wordt gebruikt voor de vraag hoe de aanspraken van de cliënten jegens de insolvente intermediair moeten worden beoordeeld. Hier wordt volstaan met de opmerking dat ook art. 24 Winding-Up Richtlijn een uitwerking van de PRIMA regel is, maar dat het kopje van deze bepaling 'Lex rei sitae' luidt. In ieder geval zal in een internationale liquidatieprocedure van een intermediair de vraag of de uit effecten voortvloeiende vorderingen te verhalen zijn op het vermogen van de intermediair, moet worden beantwoord naar het recht van de lidstaat waar, kort gezegd, de desbetreffende effectenrekening 'wordt bijgehouden of is gesitueerd'.

Voor het materiële recht ten aanzien van effecten is de zogeheten CSD-Verordening³⁹ van belang. Iedere effectentransactie die betrekking heeft op 'buitenlandse effecten' (dat wil zeggen: door een buitenlandse uitgevende instelling uitgegeven effecten) vereist op enig moment namelijk toegang tot een buitenlands systeem van bewaring en afwikkeling of *settlement system*. Dergelijke afwikkelingsystemen worden beheerd door zogeheten Central Securities Depositories (CSD's). Als een belegger buitenlandse effecten op zijn rekening gecrediteerd wil zien, dient deze belegger derhalve direct of indirect toegang te verkrijgen tot de desbetreffende buitenlandse CSD en het *settlement system* dat deze CSD beheert.

De wijzen waarop toegang kan worden verkregen tot buitenlandse CSD's kunnen als volgt worden onderscheiden:⁴⁰

1. Directe toegang. De eigen intermediair waarbij de belegger zijn effecten aanhoudt is direct aangesloten bij de buitenlandse CSD, dat wil zeggen: de intermediair houdt bij de buitenlandse CSD een effectenrekening aan. Dit model komt betrekkelijk weinig voor, omdat (buitenlandse) CSD's strenge eisen stellen aan de instellingen die er aansluiting zoeken.
2. Toegang via een lokale intermediair. De eigen intermediair houdt effectenrekeningen aan

bij een lokale intermediair, die op zijn beurt aangesloten is bij de buitenlandse CSD. Deze variant komt veelvuldig voor.

3. Toegang via een internationale centrale bewaarinstelling of *international central securities depository* (ICSD). ICSD's zijn intermediairs die direct of indirect effectenrekeningen aanhouden bij verschillende nationale CSD's. Bij deze spin in een netwerk van links met nationale CSD's kan de belegger direct of via een eigen intermediair een effectenrekening met verschillende buitenlandse effecten aanhouden.
4. Toegang via een zogeheten *global custodian*. *Global custodians* lijken erg op ICSD's, maar houden effectenrekeningen aan bij nationale CSD's via een netwerk van nevenvestigingen.
5. Toegang via de eigen CSD. Steeds meer nationale CSD's houden rekeningen aan bij hun buitenlandse tegenhangers.
6. Sinds 22 juni 2015 kan aan dit rijtje worden toegevoegd T2S: de '*settlement engine*' die door de Europese Centrale Bank wordt beheerd en een 'platform' vormt waarop 20 Europese CSD's zijn aangesloten. T2S kan dan ook in zekere zin worden beschouwd als een ICSD die transacties tussen CSD's faciliteert, zij het dat de ECB T2S uitdrukkelijk niet als (I)CSD, maar slechts als 'platform' beschouwt.⁴¹

De eerder genoemde CSD-Verordening introduceerde een vergunningstelsel voor (de uitoefening van het bedrijf van) CSD's en bevat verschillende bepalingen met hoofdzakelijk toezichtrechtelijk karakter. Een enkele bepaling betreft de door CSD's te hanteren vermogensscheiding. Art. 38 CSD-Verordening bepaalt: '(1) Voor elk effectenafwikkelingssysteem dat een CSD exploiteert, houdt zij vastleggingen en rekeningen aan die haar in staat stellen te allen tijde en onverwijld in de bij haar aangehouden rekeningen de effecten van elke deelnemer te scheiden van die van elke andere deelnemer en, in voorkomend geval, van de eigen activa van de CSD. (2) Een CSD houdt vastleggingen en rekeningen aan die elke deelnemer in staat stellen zijn effecten te scheiden van die van zijn cliënten.' Evenals het eerder besproken art. 39 EMIR hebben deze bepalingen naar Nederlands recht geen vermogensrechtelijke consequenties. Als een CSD failliet en de effectenrekeningen van deelnemers van de CSD worden gehouden door de CSD in Nederland,⁴² geeft art. 39 CSD-Verordening derhalve geen antwoord op de vraag

38. Zie nader hieronder, paragraaf 4.3.2.

39. Verordening (EU) nr. 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie, betreffende centrale effectenbewaarinstellingen en tot wijziging van Richtlijnen 98/26/EG en 2014/65/EU en Verordening (EU) nr. 236/2012, PBL 257.

40. Zie Giovannini Group, *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union* (november 2001), p. 8, beschikbaar op ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/2001, en de CPSS/IOSCO *Recommendations for securities settlement systems* (november 2001), p. 42-43, beschikbaar via www.bis.org.

41. Zie <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/html/index.en.html>.

42. Ik hanteer hier de algemene verwijzingsregel van art. 10:141 BW (zie daarover nader hieronder, paragraaf 4.3.2). De verwijzingsregel(s) van de Winding-up Directive zullen namelijk niet van toepassing zijn als de CSD niet (tevens) als kredietinstelling kwalificeert, hetgeen vaak niet het geval zal zijn, al bestaan er uitzonderingen.

of de cliënten van deelnemers van een CSD, en de deelnemers zelf, hun uit effecten voortvloeiende vorderingen kunnen verhalen op het vermogen van de desbetreffende CSD. Deze vaststelling en het daaruit voortvloeiende risico is onderkend in art. 38 lid 6 CSD-Verordening: 'CSD's en hun deelnemers maken bekend welk beschermingsniveau en welke kosten verbonden zijn aan de verschillende niveaus van vermogensscheiding die zij aanbieden, en bieden deze diensten tegen redelijke commerciële voorwaarden aan. De bijzonderheden over de verschillende scheidingsniveaus omvatten een beschrijving van de belangrijkste juridische implicaties van de respectieve scheidingsniveaus die worden aangeboden, met inbegrip van informatie over het insolventierecht dat in het relevante rechtsgebied van kracht is.'

4. Beoordeling van aanspraken jegens (en van) de intermediair

4.1. Algemeen

Naast de vraag of geld, derivaten of effecten tot de (insolvente) boedel behoren, moet de vraag worden beantwoord hoe rechten op deze vermogensbestanddelen geldend moeten worden gemaakt. In het hiernavolgende wordt steeds per onderscheiden categorie vermogensbestanddeel (te weten: geld, derivaten en effecten) op die tweede vraag ingegaan, waarbij bovendien steeds wordt uitgegaan van een internationale situatie.

4.2. Geld en derivaten

4.2.1. Vermogensrecht

Het antwoord op de vraag, hoe de vorderingen van cliënten op hun (insolvente) intermediair moeten worden beoordeeld, dat wil zeggen: wat de 'aard en inhoud' van die vorderingen is, kan (ook) inzicht geven in hoeverre deze cliënten *pari passu* moeten concurreren met, danwel voorrang hebben boven andere crediteuren van de intermediair. Naar Nederlands IPR moet deze vraag worden beantwoord op grond van art. 10:135 lid 2 aanhef BW, dat zegt 'Voor het overige [dat wil zeggen: afgezien van de vatbaarheid voor overdracht van een vordering, MH] wordt het goederenrechtelijke regime met betrekking tot een vordering op naam beheerst door het recht dat op de tot (...) vestiging van rechten verplichtende overeenkomst toepasselijk is'. Toegepast op de hierboven bedoelde vordering van een cliënt op een intermediair, begrijp ik deze bepaling aldus, dat de 'aard en inhoud' (vergelijk art. 10:135 lid 2 sub (c) BW) van de gerechtigheid tot de vordering jegens de intermediair ook behelst in hoeverre de cliënt *pari passu* moet concurreren met, danwel voorrang heeft boven andere crediteuren van de intermediair. Bovendien begrijp ik 'de op de tot (...) vestiging van rechten

verplichtende overeenkomst' als de overeenkomst die de geldrekening of het derivaat beheerst.⁴³

Welk recht de overeenkomst de geldrekening of het derivaat beheerst wordt bepaald door de Rome I Verordening. Naar Nederlands IPR is de Rome I Verordening van toepassing op overeenkomsten, ook als de kwestie buiten de werkingssfeer van Rome I valt (art. 10:154 BW). Bovendien heeft Rome I een universeel toepassingsbereik, zodat de verordening ook geldt als het toepasselijk recht niet het recht van een lidstaat is. Op grond van Rome I wordt een overeenkomst in beginsel 'beheerst door het recht dat de partijen hebben gekozen' (art. 3 lid 1 Rome I). Over het algemeen bevat een rekeningovereenkomst en een derivatencontract een rechtskeuze, zodat dat recht van toepassing is. Met een Nederlandse bank zal dat meestal Nederlands recht zijn, zie bijvoorbeeld art. 33 Algemene Bankvoorwaarden 2017.

4.2.2. Toezicht

Het op grond van het bovenstaande toepasselijke recht kan bepalen dat de vordering van een rekeninghouder jegens zijn intermediair bevoorrecht is ten opzichte van andere crediteuren van dezelfde intermediair – of niet. Europese en Nederlandse regels van toezichtrecht schrijven voor, dat de desbetreffende intermediair haar cliënten daarover dient te informeren. Het wetgevend kader wordt in dit verband gevormd door de zogeheten Markets in Financial Instruments Richtlijn II⁴⁴ (MiFID II), de daarbij behorende Gedelegeerde Richtlijn 2017/593⁴⁵ en de Gedelegeerde Verordening 2017/565⁴⁶. Art.

43. Deze analyse komt overeen met art. 4 lid 2 aanhef en onder (a) van de op 12 maart 2018 door de Europese Commissie voorgestelde Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende het recht dat van toepassing is op de derdenwerking van de cessie van vorderingen, COM/2018/096 final.

44. Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, PB L 173.

45. Gedelegeerde Richtlijn (EU) 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen, C/2016/2031, PB L 87.

46. Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, C/2016/2398, OJ L 87.

49 Gedelegeerde Verordening 2017/565 geeft uitwerking aan art. 24 lid 4 MiFID II en bevat het volgende voorschrift in lid 5: 'Wanneer rekeningen met financiële instrumenten of gelden die aan de cliënt of potentiële cliënt toebehoren, onderworpen zijn of zullen zijn aan de wetgeving van een ander rechtsgebied dan dat van een lidstaat, brengt de beleggingsonderneming deze cliënt of potentiële cliënt daarvan op de hoogte en wijst zij erop dat dit van invloed kan zijn op de rechten van de cliënt of potentiële cliënt welke aan deze financiële instrumenten of gelden verbonden zijn.'⁴⁷

Het algemene, meer inhoudelijk voorschrift wordt gegeven door art. 16 lid 9 MiFID II: 'Indien een beleggingsonderneming gelden aanhoudt die aan een cliënt toebehoren, treft zij adequate regelingen ter vrijwaring van de rechten van de cliënt en om, behalve in het geval van kredietinstellingen, te voorkomen dat aan de cliënt toebehorende gelden voor eigen rekening worden gebruikt.' Art. 16 lid 8 MiFID II bevat een vergelijkbare regel met betrekking tot financiële instrumenten. Art. 16 lid 8 en 9 MiFID II is geïmplementeerd in het Nederlands recht in art. 4:87 lid 1 Wft en op grond van art. 4:87 lid 2 onder (a) Wft kunnen bij of krachtens algemene maatregel van bestuur nadere regels worden gesteld ten aanzien van 'de maatregelen ter bescherming van de rechten van de cliënt en ter voorkoming van het gebruik van financiële instrumenten of gelden van de cliënt'. Deze nadere regels zijn hoofdzakelijk gegeven in de art. 165 e.v. van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Bgfo). Meer nadere regels zijn gesteld door de AFM in de art. 7:15 tot en met 7:20 Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (NRgfo).⁴⁸

Art. 16 lid 9 MiFID II is uitgewerkt in de eerder genoemde Gedelegeerde Richtlijn 2017/593, met name in art. 2 tot en met 8 Uitvoeringsrichtlijn 2017/593. Volgens de Nederlandse wetgever behoeften de onderdelen daarvan die, kortgezegd, vermogensscheiding in grensoverschrijdende situaties betreffen (naar mijn idee met name art. 2 lid 2 en lid 3) 'naar hun aard' geen implementatie.⁴⁹ Art. 2 lid 4 Uitvoeringsrichtlijn 2017/593 daarentegen is geïmplementeerd als art. 165e Bgfo. Art. 165e lid 1 en lid 2 Bgfo bepalen thans: '(1) Een zakelijk zekerheidsrecht, een voorrecht of een recht van verrekening op financiële instrumenten

of gelden van cliënten die een derde in staat stelt financiële instrumenten of gelden van cliënten te vervreemden ter voldoening van vorderingen die geen betrekking hebben op de cliënt of op de dienstverlening aan de cliënt is niet toegestaan tenzij de financiële instrumenten of gelden worden aangehouden in een staat die geen lidstaat is waar dit wettelijk is voorgeschreven. (2) Een beleggingsonderneming informeert de cliënt over het bestaan en de voorwaarden van een zakelijk zekerheidsrecht, een voorrecht of een recht van verrekening als bedoeld in het eerste lid die een derde heeft gevestigd op financiële instrumenten of gelden van de cliënt alsmede over de risico's die hieraan zijn verbonden.'

4.3. Effecten

4.3.1. Algemeen

Hierboven, in paragraaf 3.4 is een weinig overzichtelijk systeem beschreven, waarin *settlement systems* onderling op verschillende wijzen verweven zijn. Door dit systeem is de belegger over het algemeen door een heel aantal intermediairs van zijn effecten gescheiden. Met het aantal intermediairs neemt echter ook het risico toe dat ergens in de bewaarketen bedoelde of onbedoelde fouten worden gemaakt ten aanzien van de effectenbewaring. Bovendien neemt met elke schakel in de bewaarketen het insolventierisico toe. Anderzijds zal de belegger gewoonlijk onwetend zijn van de keten van intermediairs – hij kent immers slechts zijn eigen intermediair –, en zal hij de risico's die inherent zijn aan die keten niet altijd kunnen inschatten.⁵⁰ De volgende paragraaf betreft met name deze internationale bewaarketen en de daaruit voortvloeiende risico's.

4.3.2. Vermogensrecht - IPR

Wij komen nu toe aan de vraag, hoe rechten op effecten geldend moeten worden gemaakt. Een onderscheid kan hierbij worden gemaakt tussen de situatie dat een cliënt zijn rechten op effecten geldend wil maken jegens zijn (insolvente) intermediair, en de situatie dat de (insolvente) intermediair, althans haar curator, afwikkelautoriteit e.d. deze rechten al dan niet namens cliënten jegens een CSD of *settlement system* geldend wil maken.

Traditioneel bepaalde de zogeheten *lex rei sitae* het toepasselijk recht ten aanzien van de vermogensrechtelijke aanspraak van een

47. Deze bepaling was vóór inwerkingtreding van de implementatiewetgeving MiFID II te vinden in art. 58a e.v. Bgfo. Zie *Stb.* 2017, 513, p. 75.

48. Zie verder J. de Bie Leuveling Tjeenk in: *Commentaar Financieel Recht* (Sdu), Deel I, p. 800-801 en uitgebreid Y.O.M. van Vugt en A.A. van Angeren, 'Vermogensscheiding: aandachtspunten bij de bescherming van de rechten van cliënten', *Tijdschrift voor Compliance* 2007, nr. 6, p. 172 e.v., en, meer recent, W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen, betaalinstanties en elektronisch geldinstellingen: van consultatie tot consolidatie?', *FR* 2016. Nr. 10, p. 396-404.

49. *Stb.* 2017, 513, p. 44.

50. CPSS/IOSCO *Recommendations for securities settlement systems* (november 2001), p. 43, beschikbaar via www.bis.org en tevens M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law*, p. 50-54, voor een uitgebreidere bespreking van de te onderscheiden risico's van internationale effectenbewaring.

effectenrekeninghouder. Hierboven, in paragraaf 3.4 is reeds gewezen op art. 24 Winding-Up Richtlijn, die ten onrechte als kopje *lex rei sitae* heeft. Algemeen wordt thans echter aangenomen dat de verwijzingsregel, die verwijst naar het recht van het land waar effecten zich fysiek bevinden, niet meer voldoet. In de eerste plaats is het hedendaagse karakter van effecten, die vaak slechts uit boekingen op rekeningen bestaan, niet te verenigen met een dergelijke regel. Bovendien leidt de *lex rei sitae* regel ertoe dat de kwalificatie van de aanspraak van een belegger afhangt van de plaats van 'ligging' van de effecten, zodat de aard van zijn aanspraak per effect zou kunnen verschillen. Dat is buitengewoon onpraktisch in het geval een belegger een portefeuille effecten uit verschillende landen bezit, hetgeen niet zelden zal voorkomen. Om deze redenen wordt tegenwoordig veeleer de hierboven (paragraaf 3.4) genoemde PRIMA regel toegepast. Deze verwijzingsregel knoopt aan bij de 'relevante intermediair', dat wil zeggen: bij de plaats van de intermediair waarbij de belegger zijn effectenrekening aanhoudt.

De PRIMA regel wordt echter verschillend geïnterpreteerd, hetgeen samenhangt met de moeilijkheden die het bepalen van de plaats van de 'relevante intermediair' of 'relevante rekening' meebrengt. In dit verband kan gewezen worden op een verschil in formulering in de Winding-up Richtlijn en de Finaliteits- en Collateral Richtlijnen.⁵¹ De conflictenrechtelijke regel van de Finaliteitsrichtlijn verwijst naar het recht van de lidstaat waarin het register, de rekening of het gecentraliseerd effectendepot is *gelokaliseerd* waarop rechten ten aanzien van effecten zijn vastgelegd. Dit is dezelfde regel als het eerder besproken art. 24 Winding-Up Directive. Art. 9 Collateral Richtlijn verwijst naar het recht van de plaats waar de betrokken rekening wordt *aangehouden*.⁵² Volgens de Europese Commissie is tussen deze regels echter geen inhoudelijk verschil beoogd.⁵³

De Haagse Conferentie voor Internationaal Privaatrecht heeft bij het opstellen van de Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with an Intermediary (hierna: het Haagse Verdrag) in 2003 gekozen voor een andere verwijzingsregel.⁵⁴ Dit verdrag gaat uit van een rechtskeuze die kan worden gemaakt in de effectenrekeningovereenkomst tussen de effectenrekeninghouder en de intermediair. Deze rechtskeuze is niet geheel vrij, maar wordt beperkt tot het recht van het land waar een van de kantoren van de intermediair is gevestigd. Ook indien geen uitdrukkelijke rechtskeuze gemaakt is, wordt in eerste instantie aangeknoopt bij de plaats waar de intermediair kantoor houdt.⁵⁵ Pas 1 april 2017 is het Haags Verdrag in werking getreden, na ratificatie ervan door Zwitserland, Mauritius en de Verenigde Staten. De Europese Unie heeft het verdrag niet willen ratificeren en recentelijk lijkt de Europese Commissie het standpunt te huldigen dat geen nieuwe, geharmoniseerde verwijzingsregel voor de EU noodzakelijk is.⁵⁶

Voor de Nederlandse rechtssfeer bepaalde aanvankelijk art. 16 Wet conflictenrecht goederenrecht (sinds 1 mei 2008) en thans art. 10:141 BW (sinds 1 januari 2012) dat het goederenrechtelijk regime, waaronder wordt begrepen: welke rechten op effecten rusten en welke de aard en de inhoud van deze rechten zijn, wordt beheerst door 'het recht van de staat op welks grondgebied de rekening waarin de effecten worden geadministreerd, wordt gehouden'.⁵⁷ Daarmee wordt de formulering van de Collateral Richtlijn overgenomen. Hoewel op zichzelf wel voor de hand ligt dat aansluiting is gezocht bij de verwijzingsregel van de Collateral Richtlijn en de vergelijkbare regel van de Finaliteitsrichtlijn, sluiten deze laatste regels niet aan bij het Haagse Verdrag, dat immers van een andere (hoofd)regel uitgaat.⁵⁸ Voor wereldwijd opererende banken zal deze diversiteit derhalve problematisch blijven.

51. Respectievelijk: Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen, PB L 166, 11/06/1998, p. 45-50, en Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten. Zie PB L 168, 27/06/2002, p. 43-50.

52. Respectievelijk Art. 9 lid 2 Finaliteitsrichtlijn en art. 9 lid 1 Collateral Richtlijn. Zie nader M. Haentjens, *The Law Applicable to Indirectly Held Securities* (2006), p. 29-38, en R. Potok, 'The Hague Securities Convention – Closer and Closer to Reality', *Journal of Banking and Finance Law and Practice* 2004/15, p. 204 e.v.

53. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the applicable law to the proprietary effects of transactions in securities, 12 maart 2018, COM(2018) 89 final, p. 4.

54. Zie het Explanatory Report bij het Haagse Verdrag, Int-41-48.

55. Zie de artikelen 4 en 5 van het Haagse Verdrag, waarover uitgebreid W.A.K. Rank, 'Vaststelling Hague Securities Convention: meer rechtszekerheid in het internationale effectenverkeer?', *NIPR* 2005, p. 249 e.v.

56. Zie http://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/post-trade-services/securities-and-claims-ownership_en.

57. Zie W.A.K. Rank en B. Bierman, 'Gegiraliseerde effecten in het IPR', *MvV* 2010, nr. 7/8, p. 196, die betogen dat art. 10:141 lid 2 sub c BW geen betrekking heeft op de rechten van een belegger jegens de uitgevende instelling, maar alleen op de rechten die een rekeninghouder heeft jegens de bewaarinstantie waarbij hij de rekening aanhoudt.

58. Zie M. Haentjens en T.R.M.P. Keijser, 'Internationale ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht', *Ondernemingsrecht* 2008/3, p. 114-116, voor een bespreking van het huidige debat over eventuele ratificatie van het Haagse Verdrag.

Bovendien valt te betwijfelen hoe bruikbaar de verwijzingsregel van art. 10:141 BW is. De daarin vervatte variant van de *lex rei sitae*-regel is voor girale effecten, preciezer gezegd: voor de aanspraak van een effectenrekeninghouder jegens zijn intermediair ten aanzien van effecten, namelijk niet geschikt. Een dergelijke aanspraak is naar zijn aard immers geen lokaliseerbare zaak. Want waar 'ligt' die aanspraak van een effectenrekeninghouder jegens zijn intermediair? Denkbare aanknopingspunten zijn onder andere het land waar de effectenrekening in kwestie is geopend, het land waar het hoofdkantoor van de bank/intermediair in kwestie staat, en het land waar de computers staan waarop de mutaties op de rekening worden verwerkt. Rechtspraak noch wetsgeschiedenis wijzen in een duidelijke richting, hoewel elk van deze aanknopingspunten naar een ander recht zouden kunnen verwijzen.⁵⁹

In ieder geval moet naar huidig Nederlands IPR per schakel in de bewaarketen worden vastgesteld, welk recht de eventuele scheiding van vermogensbestanddelen regelt. Men dient dan te denken aan de volgende situaties. Stel, een belegger houdt een effectenrekening aan bij een Nederlandse intermediair, op welke rekening de intermediair buitenlandse effecten heeft gecrediteerd. Deze effecten houdt de intermediair middels een effectenrekening bij een buitenlandse intermediair. Omdat de effectenrekening van de belegger waarschijnlijk in Nederland wordt gehouden, bepaalt Nederlands recht de aard van de aanspraak van de belegger – en dus in hoeverre deze belegger *pari passu* moeten concurreren met, danwel voorrang hebben boven andere crediteuren van de intermediair.

Op het materiële Nederlandse recht wordt hieronder, in paragraaf 4.3.2, nader ingegaan, maar voor dit voorbeeld kan worden volstaan met de aanname dat deze aanspraak kan worden gekwalificeerd als een mede-eigendomsrecht, dat wil zeggen: als een aandeel in een gemeenschap die wordt gevormd door een zogeheten verzameldepot in de zin van de Wet giraal effectenverkeer (Wge). Een dergelijk verzameldepot wordt gehouden door de intermediair, en vormt een vermogen dat is afgescheiden van het eigen vermogen van de intermediair zelf.⁶⁰

Om begrip te krijgen van het vermogensbestanddeel waarop het aandeel van de belegger in het zojuist genoemde verzameldepot betrekking heeft, zal vervolgens moeten worden bepaald met welke aanspraak dit aandeel correspondeert. Dat betekent dat moet worden vastgesteld hoe de corresponderende aanspraak van de intermediair (ten behoeve van het door haar

gehouden verzameldepot) jegens de buitenlandse intermediair moeten worden beoordeeld. Het verzameldepot bestaat op grond van art. 10 aanhef en onder 'd' Wge immers uit 'het ten name van de intermediair staande tegoed terzake van effecten van de betreffende soort, dat wordt aangehouden bij een instelling in het buitenland'. De wet spreekt van 'tegoed' omdat, zoals hierboven besproken, art. 10:141 lid 1 jo. 2 aanhef en onderdeel a BW bepaalt dat, kort gezegd, de aard van de aanspraak van een effectenrekeninghouder wordt bepaald door het recht van het land waar zijn effectenrekening wordt gehouden. Dit tegoed kan betrekking hebben op: a) toondereffecten die de buitenlandse bewaarinstantie bewaart; b) effecten op naam die de buitenlandse bewaarinstantie administreert; en c) de gevallen waarin de buitenlandse instelling op haar beurt zelf ook weer een rekening aanhoudt bij de centrale bewaarinstantie van dat buitenland, of bij nog weer een andere intermediair of buitenlandse bewaarinstantie.⁶¹

Op grond van het toepasselijke recht kan het zojuist bedoelde 'tegoed', dat wil zeggen: de aanspraak van de Nederlandse intermediair op de buitenlandse intermediair, kwalificeren als een verbintenisrechtelijke aanspraak. Dat zou betekenen dat de Nederlandse intermediair *pari passu* dient te concurreren met de overige crediteuren van de buitenlandse intermediair bij diens mogelijke faillissement. In dat geval kan dit meebrengen dat het 'Nederlandse' mede-eigendomsrecht van de belegger uiteindelijk slechts betrekking heeft op een verbintenisrechtelijke aanspraak met betrekkelijk weinig waarde.

Dit voorbeeld laat zien hoe de insolventie van een intermediair in een internationale bewaarketen de stabiliteit van die gehele keten onder druk kan zetten, zeker als jurisdicties worden gekruist waar de rekeninghouder slechts een verbintenisrechtelijke aanspraak jegens zijn intermediair heeft. Het is daarom van belang dat het vermogensrechtelijk regime aangevuld wordt met adequate regels van toezicht en effectieve uitvoering daarvan.

4.3.3. Vermogensrecht - materieel

Hierboven, in paragraaf 2., is reeds besproken hoe sinds de jaren '20 van de vorige eeuw vermenging van effecten plaatsvond in de kluizen van de bewaarders en hoe effecten sindsdien op basis van vervangbaarheid in een gezamenlijke *pool* worden geadministreerd. Door deze vermenging van effecten is eenvoudige overboeking weliswaar mogelijk geworden, maar dit heeft ook tot gevolg gehad dat beleggers door de vermenging die aldus optreedt geen (eigendoms)rechten (meer) kunnen uitoefenen op specifieke effecten.

59. Zie M. Haentjens, *De autonomie van de alchemist, een beginsel van burgerlijk recht in het bankwezen*, Intreerede, Boom Juridische Uitgevers, 2014, p. 21-25.

60. Zie, bijvoorbeeld, *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* (8ste druk, 2016), Inl. Opmerkingen bij de Wge, aant. 2 (M. Haentjens).

61. Zie *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* (8ste druk, 2016), aant. 5 bij art. 10 Wge (M. Haentjens) en vergelijk MvT, Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 34.

Naar Nederlands recht leidt dit ertoe dat rechthebbenden in het faillissement van hun intermediair geen recht van eigendom kunnen uitoefenen en dat beleggers daarmee slechts een verbintenisrechtelijke aanspraak resteert. Ook in andere rechtstelsels heeft de vermenging van effecten in een *pool* een vergelijkbaar gevolg. Verschillende oplossingen zijn dan ook gevonden om vermogensscheiding te bewerkstellingen en beleggers te beschermen.⁶² Het belangrijkste onderscheid dat daarbij kan worden gemaakt is het onderscheid tussen regimes die de belegger goederenrechtelijk beschermen en regimes waarin de belegger slechts een verbintenisrechtelijke aanspraak heeft jegens zijn intermediair.

De regimes waarin de belegger goederenrechtelijk wordt beschermd laten zich verder als volgt onderverdelen. In enkele rechtstelsels, zoals Duitsland en Spanje, delen de cliënten van een intermediair als mede-eigenaren in de effectenverzameling die door de intermediair wordt beheerd.⁶³ In landen als Engeland en Wales wordt de door de intermediair beheerde effectenverzameling als trust gekwalificeerd en hebben beleggers uit dien hoofde een met (mede-) eigendom vergelijkbare aanspraak jegens de trust. Naar Belgisch en Luxemburgs recht wordt de belegger ook een recht van mede-eigendom toegekend. Dat recht wordt echter niet uitgeoefend jegens de effectenverzameling die door een specifieke intermediair wordt beheerd, maar jegens de gehele verzameling van effecten van dezelfde soort, dat wil zeggen: ook jegens de effecten die op een hoger niveau in de keten of elders worden beheerd.⁶⁴ De Amerikaanse Uniform Commercial Code kent de belegger een zogeheten *bundle of rights* toe, welke rechten vanuit Nederlands perspectief als zowel goederenrechtelijk, als verbintenisrechtelijk zouden worden gekwalificeerd. Italiaans en Braziliaans recht hanteren weer een ander regime; volgens het recht van deze landen wordt de belegger beschermd alsof hij een specifiek recht op individualiseerbare effecten zou hebben.

In de Nederlandse rechtssfeer wordt zowel een goederenrechtelijke regime van mede-eigendom, als een verbintenisrechtelijk regime toegepast om tot vermogensscheiding en bescherming van de beleggers te komen. Het reeds eerder besproken regime van mede-eigendom wordt tot stand gebracht door de Wge. Voor zover deze wet van

toepassing is, en de desbetreffende effecten en intermediair onder de werkingssfeer van deze wet vallen, worden de rechten van beleggers ten aanzien van deze effecten beheerst (en beschermd) door de Wge. De beleggers genieten dan immers een recht van mede-eigendom en de (aanspraken ten aanzien van hun) effecten zijn aldus afgescheiden van het algeheel vermogen van de intermediair.

Hierboven is besproken wanneer Nederlands recht – en daarmee de Wge – van toepassing zou kunnen zijn. Rest een bespreking van de werkingssfeer van de Wge zelf. Deze wordt bepaald door het antwoord op de vraag om welke effecten en welke intermediair het in een concreet geval gaat. Op grond van art. 9 Wge kunnen immers slechts ‘intermediairs’ (in de zin van de Wge) een verzameldepot (in de zin van de Wge) houden. Met andere woorden: alleen als men een effectenrekening bij een intermediair (in de zin van de Wge) aanhoudt, kan men de bescherming genieten die de Wge beoogt te bieden. Op grond van art. 10 Wge moet dat verzameldepot betrekking hebben op ‘effecten’ (in de zin van de Wge). Vergelijkbare bepalingen zijn er met betrekking tot de door de CSD (in de terminologie van de Wge: ‘centraal instituut’) gehouden depots, die dan ‘girodepots’ heten (zie art. 1 en 34 lid 1 Wge). Verzameldepot noch girodepot zijn gedefinieerd, maar worden ‘(...) gekend uit de rechtsgevolgen’, waarbij met name moet worden gedacht aan de omschrijving der goederen die een verzameldepot kan bevatten.⁶⁵ Als gezegd betreffen deze goederen in hoofdzaak effecten in de zin van de Wge. Ingevolge de definitie van ‘effect’ kan de Wge betrekking hebben op twee soorten financiële instrumenten: (i) financiële instrumenten in de zin van de definitie van ‘financieel instrument’ onder (a), (b) of (c) van art. 1:1 Wft; en (ii) financiële instrumenten die als zodanig door het centraal instituut zijn aangewezen. Categorie (i) betreft: (a) effecten in de zin van de definitie van ‘effect’ van art. 1:1 Wft, dat wil zeggen, kort gezegd, aandelen, obligaties en instrumenten die kunnen worden omgewisseld in aandelen, obligaties of geld; (b) geldmarktinstrumenten; en (c) rechten van deelneming in een beleggingsinstelling. Categorie (ii) betreft financiële instrumenten die niet onder categorie (i) vallen, maar waarvan het centraal instituut desalniettemin meent dat deze onder het toepassingsbereik van de Wge gebracht zouden moeten worden. Om in het Wge-systeem te (kunnen) worden opgenomen, dienen effecten in de zin van de Wge bovendien te voldoen aan de volgende twee vereisten: (1) het moet gaan om effecten op naam of effecten aan toonder in de vorm van een verzamelbewijs; en (2) de effecten moeten, kort gezegd, vrij overdraagbaar zijn (zie art. 8a Wge).⁶⁶

62. Vergelijk Christophe Bernasconi, ‘The law applicable to dispositions of securities held through indirect holding systems’, (november 2000), *Preliminary Document no. 1 to the Hague Conference on Private International Law*, p. 20 e.v., beschikbaar op www.hcch.net.

63. Op grond van, respectievelijk, de *Depotgesetz* en *Ley del Mercado de Valores*.

64. Op grond van, respectievelijk, Koninklijk Besluit nr. 62 en de volgende Luxemburgse Decreten en wet: Decreet van 17 februari 1971, van 8 juni 1994, van 7 juni 1996 en van 16 augustus 2000, alsmede de wet van 3 september 1996.

65. *Kamerstukken II 1975/76*, 13 780, nr. 3 MvT, p. 30 en *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* (8ste druk, 2016), aant. 1 bij art. 9 Wge (M. Haentjens).

66. *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* (8ste druk, 2016), aant. 3 bij art. 1 Wge (M. Haentjens).

Intermediairs in de zin van de Wge vallen uiteen in drie categorieën: a) aangesloten instellingen; b) beleggingsondernemingen in de zin van de definitie van ‘beleggingsonderneming’ van art. 1:1 Wft waaraan het op grond van die wet is toegestaan beleggingsdiensten te verlenen; en c) banken in de zin van de definitie van ‘bank’ van art. 1:1 Wft waaraan het op grond van die wet is toegestaan het bedrijf van bank uit te oefenen.⁶⁷ Een ‘aangesloten instelling’ is een rechtspersoon is die als zodanig wordt aangewezen door het centraal instituut.⁶⁸ Het ‘centraal instituut’ is in de Wge gedefinieerd als de rechtspersoon die ‘als zodanig’ door de Minister van Financiën is aangewezen (art. 1 Wge). Bij beschikking van 11 augustus 1977, *Stcrt.* 1977, 157, wees de Minister het ‘Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V.’ (‘Necigef’) aan als centraal instituut. Sinds 2002 maakt Necigef onderdeel uit van de Euroclear groep en heet sindsdien Euroclear Nederland. De naam Necigef blijft echter ook gehandhaafd. Naast Euroclear en Euroclear Nederland, zijn onderdeel van de Euroclear Groep: Euroclear France, Euroclear UK & Ireland, Euroclear Belgium, Euroclear Sweden en Euroclear Finland, die alle centrale bewaarinstellingen in hun eigen land zijn.⁶⁹ Voor Euroclear Nederland is de belangrijkste consequentie van het lidmaatschap van de Euroclear groep dat de effectenadministratie van Nederland, Frankrijk en België op een *single platform* geschiedt. Dat betekent dat elke bij Euroclear Nederland aangesloten instelling *ipso facto* ook is aangesloten bij de Belgische en Franse centrale bewaarinstellingen en dat transacties ten aanzien van effecten die — naar het oordeel van Euroclear — in een van deze drielanden thuishoren, over de daarbij behorende rekening wordt afgewikkeld. Deze ontwikkeling is ‘ingeaald’ door de inwerkingtreding van het hierboven, in paragraaf 3.4 beschreven inter-CSD platform T2S. Als besproken kan dit bedrijfsmodel, dat wil zeggen: het aanhouden van effectenrekeningen bij buitenlandse CSD’s, op grond van art. 10:141 BW gevolgen hebben voor het toepasselijk recht en daarmee voor de vraag of de Wge van toepassing

is. Als een transactie bijvoorbeeld effecten betreft die op de effectenrekening van een aangesloten instelling of Euroclear Nederland bij Euroclear France zijn gecrediteerd, zal Frans recht waarschijnlijk van toepassing zijn op het goederenrechtelijk regime ten aanzien van deze effecten(transactie).⁷⁰

Met de inwerkingtreding van de CSD-Verordening is aan de oorspronkelijke monopoliepositie van het centraal instituut een einde gekomen. Meer dan één centrale bewaarinstelling zal immers een in deze Verordening bedoelde vergunning kunnen verkrijgen om de functie van centraal instituut te vervullen in Nederland, terwijl art. 23 lid 1 CSD-Verordening het een ‘vergunninghoudende CSD’ toestaat de in de verordening genoemde diensten op het grondgebied van alle lidstaten van de EU te verrichten ‘onder andere door het oprichten van een bijkantoor’.⁷¹ Voor zover een CSD met inachtneming van de CSD-Verordening voor Nederlandse effectenrekeninghouders effectenrekeningen zal beheren die moeten worden geacht te worden ‘gehouden’ in het buitenland, zal ook dit op grond van art. 10:141 BW gevolgen hebben voor het toepasselijk recht. In een dergelijke situatie zal de Wge niet van toepassing zijn.

Uit het bovenstaande kan enerzijds worden afgeleid dat de Nederlandse effectenbewaring door de CSD-Verordening, het *single platform* van de Euroclear groep en T2S steeds meer is ingebed geraakt in het internationaal effectenverkeer, met dito blootstelling aan stelsels van buitenlands recht. Anderzijds betekent dit dat ook door buitenlandse uitgevende instellingen uitgegeven effecten onder het bereik van de Wge kunnen vallen, mits deze effecten worden gehouden door een intermediair of centraal instituut (in de zin van de Wge). Dit in tegenstelling tot het systeem zoals dat gold vóór de wetwijziging van de Wge in 2011, toen de Wge zich slechts uitstreckte tot die effecten die door het centraal instituut als zodanig waren aangewezen, en zij wees weinig buitenlandse effecten als zodanig aan.⁷² Als een belegger bij zijn Nederlandse intermediair buitenlandse effecten wenst aan te

67. Voor de huidige definitie van intermediair is aansluiting gezocht bij de definitie van ‘instelling in het buitenland’ van art. 49a Wge. Zie MvT, *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 3, p. 33 en *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* (8ste druk, 2016), aant. 4 bij art. 1 Wge (M. Haentjens).

68. Specifieke toelatingscriteria zijn niet in de wet opgenomen, maar overgelaten aan het centraal instituut zelf, dat wil zeggen: Necigef/Euroclear Nederland. Deze zijn te vinden de Toelatingsregels Necigef, *Stcrt.* 1999, 110, waaruit blijkt dat als aangesloten instellingen in aanmerking komen kredietinstellingen, De Nederlandsche Bank en andere semi-publieke instellingen, buitenlandse centrale bewaarinstellingen en overige instellingen, gespecialiseerd in de bewaring van effecten. *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* (8ste druk, 2016), aant. 1 bij art. 1 Wge (M. Haentjens).

69. Zie www.euroclear.com en

70. *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* (8ste druk, 2016), aant. 2 bij art. 1 Wge (M. Haentjens).

71. Als het Europeesrechtelijk vergunningenkader voor centrale effectenbewaarinstellingen op grond van de CSD-Verordening in werking zal zijn getreden, zal deze definitie van centraal instituut worden aangepast: *Stb.* 2015, 428, p. 19. Deze definitie zal dan komen te luiden: ‘een centrale effectenbewaarinstelling als bedoeld in art. 2 van Verordening (EU) nr. 909/2014 van het Europees parlement en de Raad van 23 juli 2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie, betreffende centrale effectenbewaarinstellingen en tot wijziging van Richtlijnen 98/26/EG en 2014/65/EU en Verordening (EU) nr. 236/2012 (*PbEU* 2014, L 257)’. Ten tijde van het schrijven van deze bijdrage (21 januari 2019) was de definitie nog niet gewijzigd.

72. Zie B.J.A. Zebregs, ‘De toelating van effecten tot het Wge-systeem door Euroclear Nederland’, *FR* 2005, nr. 7, p. 199.

houden, zullen de aanspraken van deze belegger – als uitgedrukt in een effectenrekening – dan ook op grond van de Wge worden afgescheiden van het vermogen van de desbetreffende intermediair, maar voorheen werd gewoonlijk gebruik gemaakt van het zogeheten VABEF II systeem.

Naast het zojuist beschreven Wge-regime, dat voorziet in een goederenrechtelijke aanspraak en thans van toepassing is op het grootste deel van de in Nederland gehouden effecten, is een systeem ontwikkeld dat voorziet in een verbintenisrechtelijke aanspraak voor de cliënt, maar toch het faillissementsrisico voor de laatste beperkt. Dit systeem, Vereenvoudigde Administratie en Bewaring van Effecten ("VABEF"), de voorloper van het VABEF II, is in 1971 ontwikkeld toen de Wge nog niet was ingevoerd en het faillissementsrisico van effectenrekeninghouders anderszins moest worden gemitigeerd. In dit systeem worden (de aanspraken van een belegger op) effecten beheerd door een VABEF bewaarbedrijf. Dit bewaarbedrijf wordt bestuurd en beheerd door een intermediair, maar de aandelen ervan worden gehouden door het Administratiekantoor VABEF. Voorts sluiten de statuten ervan elke commerciële activiteit uit, zodat het bewaarbedrijf wel de garantie van de intermediair geniet, maar niet diens insolventierisico. Nadeel van dit systeem blijft evenwel dat de belegger slechts een verbintenisrechtelijke aanspraak jegens de bewaarinstelling heeft, met alle insolventierisico's van dien.⁷³

4.3.4. Toezicht

Zoals hierboven reeds is aangestipt kunnen toezichtrechtelijke regels het oneigenlijk gebruik door intermediairs van effecten die aan hun cliënten toebehoren sanctioneren en bovendien voorschrijven dat intermediairs de effecten die zij voor eigen rekening houden scheiden van de effecten die zij houden voor hun cliënten. Anders dan het materiële vermogensrecht ten aanzien van vermogensscheiding, zijn de toezichtrechtelijke regels in de EU op dat gebied in vèrgaande mate geharmoniseerd. In het hiernavolgende zal slechts ingegaan worden op de regels van toezicht waar deze specifiek zien op grensoverschrijdende bewaring van effecten. Daarbij moet worden gedacht aan de situatie waarin een Nederlandse intermediair ten behoeve van zijn cliënt(en) een effectenrekening aanhoudt bij een buitenlandse intermediair.

Teneerst geldt op grond van art. 49 lid 5 Gedelegeerde Verordening 2017/565 dezelfde informatieplicht voor effecten zoals deze hierboven, in paragraaf 4.2.2 is beschreven ten aanzien van gelden. Afgezien van deze informatieplicht stelt art. 165a Bgfo nadere eisen aan de intermediair die een effectenrekening aanhoudt ten behoeve zijn cliënt(en) bij een intermediair in het buitenland. Ingevolge art. 165a lid 2 Bgfo mag een intermediair geen effectenrekening voor zijn cliënten bij een buitenlandse intermediair aanhouden als die buitenlandse intermediair niet aan het toezicht op de naleving van 'specifieke regels' is onderworpen die dat buitenland heeft voor, kort gezegd, de bewaring en administratie van financiële instrumenten voor cliënten. In art. 165a lid 3 Bgfo worden vervolgens de voorwaarden beschreven waaronder een intermediair effectenrekeningen voor cliënten in het buitenland mag aanhouden wanneer dat buitenland geen lidstaat is van de EU en ook overigens 'niet aan regels is gebonden'. Ingevolge art. 165a lid 3 Bgfo mag een effectenrekening in een niet-lidstaat worden aangehouden indien 'de aard van de financiële instrumenten of van de met deze instrumenten verband houdende beleggingsdiensten vereist dat ze worden aangehouden bij een derde in die staat,' of indien het financiële instrumenten betreft die voor een professionele belegger worden aangehouden en deze aan de beleggingsonderneming schriftelijk heeft verzocht om ze in die staat bij een derde aan te houden.

Als gezegd heeft de AFM (nog) meer nadere regels gesteld ten aanzien van effectenbewaring in de art. 7:15 tot en met 7:20 NRgfo. Van die bepalingen is met name art. 7:18 NRgfo van belang voor vermogensscheiding. Ingevolge art. 7:18 NRgfo worden de belangen van een effectenrekeninghouder afdoende gewaarborgd als een bank de effecten van haar cliënten ofwel bewaart als bedoeld in de Wge, ofwel in een bewaarinstelling heeft ondergebracht. Onder art. 7:18 sub b NRgfo wordt vervolgens een twaalfal vereisten aan een dergelijke bewaarinstelling gesteld. Deze voorwaarden lijken met name te zijn bedoeld voor bijvoorbeeld VABEF bewaarinstellingen zoals hierboven beschreven. Blijkens haar interpretaties van art. 7:18 NRgfo betreft de AFM bedoelde voorwaarden echter ook op buitenlandse bewaarinstellingen waarbij een Nederlandse bank effectenrekeningen voor haar cliënten aanhoudt.⁷⁴ Meer in het bijzonder besteedt de AFM daarbij aandacht aan de zorgvuldigheid die een intermediair dient te betrachten bij het uitkiezen van de buitenlandse bewaarinstelling.⁷⁵ Volgens de AFM dient de bank, alvorens een effectenrekening voor haar cliënten bij een buitenlandse bewaarinstelling te openen,

73. Zie ook C.A.E. Uniken Venema, *Effectengiro-recht in beweging* (2003), p. 101 e.v. en p. 174 e.v. Over de VABEF-constructie, zie uitgebreid W.R. Meijer, *Effectenbewaring* (1974), W.A.K. Rank in: *Bewaring en eigendom van effecten, preadvies Vereniging voor Effectenrecht* 1996 (1997) en W.A.K. Rank, 'Aangaan en afwikkeling van transacties op de AEX-Effectenbeurs', in: *Geldige effecten* (1999), p. 85-86.

74. Inzicht, 2007/14, p. 8-10.

75. Zie tevens W.A.K. Rank en B.F.L.M. Schim, 'Inzichten van de AFM in de vermogensscheiding', *FR* 2007, nr. 7, p. 223.

onderzoek te doen naar: (i) het toepasselijke vermogensrecht ten aanzien van de positie van de effectenrekeninghouder bij insolventie van zowel de bank als de buitenlandse bewaarinstelling; (ii) de betrouwbaarheid van de buitenlandse bewaarinstelling; en (iii) de toepasselijkheid van regels ten aanzien van compensatie voor schade die cliënten mogelijkwerwijs leiden in geval van insolventie.

5. Conclusie

Alle hierboven besproken regels van toezicht strekken ertoe, de risico's van grensoverschrijdend kapitaalverkeer in kaart te brengen en te minimaliseren. Het in kaart brengen van de risico's alleen is echter onvoldoende om de rechten van beleggers te waarborgen. Zeker als een intermediair de regels van toezicht niet heeft nageleefd en haar cliënten hun aanspraak in het faillissement van die intermediair te gelde dienen te maken, zal het op het toepasselijk vermogensrecht aankomen in hoeverre de beleggers hun rechten ten aanzien van hun effecten kunnen uitoefenen.

In het voorafgaande is dan ook aandacht besteed aan regels van toezicht, maar is ook uitgebreid ingegaan op verschillende vermogensrechtelijke regimes die de positie van een rekeninghouder bepalen. Een belangrijke voorvraag daarbij is hoe het toepasselijk vermogensrechtelijk regime moet worden bepaald. Gebleken is dat voor verschillende vermogensbestanddelen (geld en derivaten enerzijds, en effecten anderzijds), verschillende verwijzingsregels gelden. Bovendien is uiteengezet hoe het onderscheid moet worden gemaakt tussen de vraag *of* vermogensbestanddelen tot de (mogelijk insolvente) boedel van de intermediair behoren, en *hoe* de aanspraken van de cliënten jegens de intermediair moeten worden beoordeeld. Ook dit onderscheid kan leiden tot verschillende toepasselijke rechtstelsels – en daarmee tot andere antwoorden op de vraag in hoeverre cliënten van de intermediair *pari passu* dienen te concurreren met andere crediteuren van de intermediair. Duidelijk zal zijn geworden dat de insolventie van een intermediair tot buitengewoon complexe vragenclusters kan leiden, met evenredige rechtsonzekerheid voor de desbetreffende cliënten tot gevolg. Gelet op de toenemende internationale integratie van financiële markten enerzijds en de uitblijvende harmonisatie van het materiële vermogensrecht anderzijds, valt dan ook te betreuren dat de Europese wetgever nog immer niet in meer uniformiteit en duidelijker regels heeft voorzien. Die klacht betreft zowel de relevante verwijzingsregels, als het materiële recht.