

Vermogensscheiding door beleggingsondernemingen: een perfecte symbiose van toezichtrecht en civiel recht (II)

*Prof. mr. W.A.K. Rank**

De financiële toezichtregelgeving bevat gedetailleerde regels inzake de door beleggingsondernemingen – bankbeleggingsondernemingen daaronder begrepen – toe te passen vermogensscheiding bij de bewaring van financiële instrumenten en gelden van cliënten. Om het door de toezichtwetgeving beoogde civielrechtelijke gevolg te bereiken zijn civielrechtelijke regels of civielrechtelijke constructies vereist. Beide soorten regels werken op elkaar in: het toezichtrecht faciliteert en reguleert en het civiele recht creëert en implementeert de gewenste structuren. In dit – in twee delen gepubliceerde – artikel worden de toezichtrechtelijke en civielrechtelijke aspecten van vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen op een rijtje gezet en geanalyseerd. Het eerste deel – gepubliceerd in MvV 2018, afl. 5 – bevat naast de inleiding (par. 1) een beschrijving van de Europese toezichtregels op het punt van de vermogensscheiding (par. 2). Het tweede deel – te vinden in de paragrafen en subparagrafen hierna – beschrijft de Nederlandse toezichtregels (par. 3) en de privaatrechtelijke kant van de vermogensscheiding, waarbij ook de verhouding tussen de beide soorten rechtsregels aan de orde komt (par. 4 en 5). Dit deel bevat ook de overkoepelende samenvatting en de conclusie. Omdat het één geïntegreerd artikel betreft, zijn de paragrafen en subparagrafen van de beide delen doorlopend genummerd.

3 Nederlandse toezichtregelgeving

3.1 Nederlandse toezichtregelgeving vermogensscheiding: Wet op het financieel toezicht (Wft)

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

Art. 4:87 lid 1 Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming adequate maatregelen treft ter bescherming van de rechten van cliënten op aan hen toebehorende financiële instrumenten en gelden, en, behoudens uitdrukkelijke instemming van de cliënt indien het financiële instrumenten betreft, ter voorkoming

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

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

3.2 Nederlandse toezichtregelgeving vermogensscheiding: Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Bgfo Wft)

De in art. 2 t/m 8 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn vervatte nadere regels inzake vermogensscheiding worden ingevolge art. 4:87 lid 2 respectievelijk art. 4:89a lid 2 Wft uitgewerkt in

* Prof. mr. W.A.K. Rank is hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden en Of Counsel bij NautaDutilh te Amsterdam.

art. 31b en 165 t/m 165g Bgfo Wft en in de op basis van art. 165 lid 2 Bgfo Wft door de AFM vastgestelde art. 7:2, 7:15 t/m 7:18 en 7:20 NRgfo Wft (zie par. 3.3). De regels over informatieverplichtingen op het punt van de bewaring van financiële instrumenten en gelden van cliënten zijn thans opgenomen in art. 49 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 en hebben dus rechtstreekse werking. Daarom zijn art. 58b t/m 58f Bgfo Wft met de inwerkingtreding van MiFID II komen te vervallen.¹

Art. 165 t/m 165g Bgfo Wft bevatten materiële regels op het punt van de bewaring van financiële instrumenten en gelden. Art. 165 lid 1 sub a t/m f Bgfo Wft vormt de implementatie in de Nederlandse toezichtregelgeving van art. 2 lid 1 t/m 3 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. De bepaling wijkt niet materieel af van het oude art. 165 lid 1 Bgfo Wft. Art. 165 lid 1 sub a Bgfo Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming alle gegevens en rekeningen bijhoudt die noodzakelijk zijn om haar op elk moment onmiddellijk in staat te stellen de financiële instrumenten en gelden die voor een cliënt worden aangehouden, te onderscheiden van voor andere cliënten aangehouden financiële instrumenten en gelden en haar eigen financiële instrumenten en gelden. Deze gegevens moeten zo worden bijgehouden dat deze altijd accuraat zijn en in elk geval de voor cliënten aangehouden financiële instrumenten en gelden weerspiegelen (art. 165 lid 1 sub b Bgfo Wft). De beleggingsonderneming is gehouden om regelmatig na te gaan of de bedoelde gegevens en rekeningen overeenstemmen met die van eventuele derden door wie deze financiële instrumenten en gelden worden aangehouden (art. 165 lid 1 sub c Bgfo Wft). Op grond van art. 165 lid 1 sub d Bgfo Wft dient de beleggingsonderneming ervoor te zorgen dat financiële instrumenten van cliënten die overeenkomstig art. 165a Bgfo Wft bij een derde worden aangehouden, kunnen worden onderscheiden van de financiële instrumenten die aan de beleggingsonderneming zelf toebehoren en van de financiële instrumenten die aan de derde toebehoren. Art. 165 lid 1 sub e Bgfo Wft behelst een soortgelijke verplichting ten aanzien van door de beleggingsonderneming aangehouden gelden van cliënten. Art. 165 lid 1 sub f Bgfo Wft verplicht de beleggingsonderneming tot het treffen van passende organisatorische maatregelen om het risico van verlies van de financiële instrumenten of gelden tot een minimum te beperken.

Art. 165a Bgfo Wft betreft de voorwaarden waaronder een beleggingsonderneming financiële instrumenten van cliënten mag aanhouden bij een derde. Deze bepaling vormt de implementatie van art. 3 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Zij is ongewijzigd gebleven. Allereerst dient de beleggingsonderneming bij de selectie, aanwijzing en periodieke beoordeling van een dergelijke derde de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en waakzaamheid toe te passen. Daarbij dient de beleggingson-

derneming rekening te houden met de deskundigheid en markt reputatie van de betrokken derde, evenals met alle op het aanhouden van deze financiële betrekking hebbende wettelijke verplichtingen of marktpraktijken die de rechten van de cliënt nadelig kunnen beïnvloeden (art. 165a lid 1 Bgfo Wft). Indien in het rechtsgebied waar de beleggingsonderneming de financiële instrumenten wil aanhouden het bewaren van financiële instrumenten voor rekening van anderen onderworpen is aan specifieke regelgeving, brengt de beleggingsonderneming deze financiële instrumenten niet onder bij een derde die niet aan het toezicht op de naleving van deze regels is onderworpen (art. 165a lid 2 Bgfo Wft). Ten slotte houdt een beleggingsonderneming financiële instrumenten niet voor een cliënt aan bij een derde in een niet-EU/EER-lidstaat waar het aanhouden en bewaren van financiële instrumenten voor rekening van een andere persoon niet is gereguleerd, tenzij (a) de aard van de financiële instrumenten of van de te verlenen beleggingsdiensten vereist dat ze bij een derde in die staat worden aangehouden, of (b) het financiële instrumenten betreft die voor een professionele belegger worden aangehouden en deze daarom schriftelijk heeft verzocht (art. 165a lid 3 Bgfo Wft).

Art. 165b lid 1 Bgfo Wft heeft betrekking op door een beleggingsonderneming van cliënten ontvangen gelden en vormt de implementatie in de Nederlandse toezichtwetgeving van art. 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Het artikel maakt daarbij onderscheid tussen beleggingsondernemingen met en zonder een bankvergunning. Betreft het een niet-bankbeleggingsonderneming, dan moeten deze gelden ingevolge art. 165b lid 1 Bgfo Wft onmiddellijk worden gestort op één of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een centrale bank, een vergunninghoudende bank of een erkend geldmarktfonds, bij de selectie, aanwijzing en periodieke beoordeling van welke vergunninghoudende bank of erkend geldmarktfonds de beleggingsonderneming de nodige bekwaamheid en waakzaamheid moet toepassen (art. 165b lid 4 Bgfo Wft). Deze verplichting geldt niet voor bankbeleggingsondernemingen. Als vergunninghoudende bank is een dergelijke beleggingsonderneming zonder meer bevoegd gelden voor cliënten onder zich te houden. Art. 165b Bgfo Wft bevat enkele wijzigingen ten opzichte van de situatie, maar deze wijzigingen zijn van technische aard.

Art. 165c Bgfo Wft normeert – in navolging van art. 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn – het aangaan door een beleggingsonderneming van effectenfinancieringstransacties met betrekking tot door haar voor een cliënt gehouden financiële instrumenten. Volgens art. 165c lid 1 Bgfo Wft mag een beleggingsonderneming geen effectenfinancieringstransacties aangaan met betrekking tot financiële instrumenten die zij voor een cliënt aanhoudt, tenzij (a) de cliënt vooraf uitdrukkelijk heeft ingestemd met een dergelijke handelwijze en met de voorwaarden waaronder een en ander zal plaatsvinden, welke instemming wordt aangetoond door zijn handtekening, en (b) dit uitsluitend geschiedt met inachtneming van genoemde voorwaarden. Een soortgelijke restrictie geldt voor het aangaan van

1. Besluit implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014, Stb. 2017, 513, nota van toelichting, p. 75. Zie over deze (inmiddels vervallen) bepalingen uitvoerig: C.A. Rooke, MiFID en custodians: let op extra informatieverplichtingen!, FR 2008, afl. 1, p. 43-45.

effectenfinancieringstransacties met betrekking tot financiële instrumenten die een beleggingsonderneming voor een cliënt op een omnibusrekening bij een derde aanhoudt. Conform het bepaalde in art. 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn wordt in art. 165c lid 1 Bgfo Wft op het punt van de handtekening niet meer onderscheiden tussen niet-professionele en professionele beleggers, zoals onder het oude art. 165c lid 1 nog wel het geval was. Bovendien dient de beleggingsonderneming in dat geval te beschikken over systemen en controlemiddelen die waarborgen dat de betrokken financiële instrumenten toebehoren aan cliënten die vooraf uitdrukkelijk hun instemming hebben verleend (art. 165c lid 2 Bgfo Wft). De beleggingsonderneming moet ook maatregelen nemen om ongeoorloofd gebruik van financiële instrumenten voor eigen rekening te voorkomen. Zo dient zij een overeenkomst te sluiten met de cliënt waarin is opgenomen welke maatregelen de beleggingsonderneming kan nemen als de cliënt op de datum van afwikkeling onvoldoende financiële instrumenten op zijn rekening heeft. Verder dient zij nauwlettend te monitoren dat op de datum van afwikkeling daadwerkelijk kan worden geleverd en, indien dit niet mogelijk is, maatregelen te treffen om hierin te voorzien. Daarnaast dient zij de uitstaande effecten nauwlettend te monitoren en tijdig op te vragen (art. 165c lid 4 Bgfo Wft). Art. 165c lid 5 Bgfo Wft verplicht de beleggingsonderneming tot het treffen van maatregelen strekkende tot het verschaffen van adequate zekerheid door de wederpartij ter securering van haar verplichtingen uit hoofde van de effectenfinancieringstransactie. Lid 4 en 5 zijn nieuw en vinden hun directe basis in art. 5 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn.

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

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

derneming (art. 165e lid 3 Bgfo Wft). Als gezegd bij de bespreking van art. 2 lid 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn kunnen beleggingsondernemingen natuurlijk wel hun eigen activa gebruiken om de hier bedoelde schulden te secureren.

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

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

Art. 7 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn, het artikel betreffende de aanstelling van de *asset segregation officer* (ASO), is in Nederland geïmplementeerd in art. 31b Bgfo Wft. Dit artikel bepaalt dat een beleggingsonderneming beschikt over een organisatieonderdeel dat op onafhankelijke en effectieve wijze een compliance uitvoert. In deze bepaling wordt niet voorzien in de aanstelling van een aparte ASO en wordt evenmin expliciet gerefereerd aan de functie van ASO. Volgens de nota van toelichting bij het Besluit implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014 is het toezien op de naleving van de vermogensscheidingsregels een taak die door dit organisatieonderdeel moet worden verricht en die met het uitoefenen van toezicht op de naleving van andere regels kan worden gecombineerd.³ Ofschoon deze wijze van implementatie van een praktische aanpak getuigt, rijst de vraag of hiermee voldoende recht wordt gedaan aan het bepaalde in art. 7 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn en aan de belangrijke rol die de ASO in een beleggingsonderneming behoort te vervullen.

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

3. NvT, Stb. 2017, 513, p. 63.

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

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

3.3.1 Vermogensscheiding niet- bankbeleggingsondernemingen

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

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

financiële instrumenten van de beleggingsonderneming worden gebruikt; en

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

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

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

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

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

- a. de door de beleggingsonderneming aangehouden financiële instrumenten die aan de cliënt toebehoren, worden bewaard en geadministreerd:
 1. overeenkomstig het bepaalde in de Wet giraal effectenverkeer, of
 2. in een bewaarinstelling;
- b. de gelden, als bedoeld in artikel 4:87, eerste lid, onderdeel a, van de wet, worden aangehouden op een of

4. Tot 1 april 2016 waren art. 7:2 en 7:15 t/m 7:20 NRgfo Wft genummerd als art. 6:2 en 6:15 t/m 6:20 NRgfo Wft.

meer rekeningen bij een bank ten name van de cliënt, of in een bewaarinstelling, indien de gelden ter uitvoering van een transactie in financiële instrumenten worden aangehouden;

- c. creditering of debitering van de bij de beleggingsonderneming aangehouden rekening in financiële instrumenten van de cliënt uitsluitend geschiedt tegen gelijktijdige debitering of creditering van het te ontvangen of verschuldigde bedrag op de daarvoor bestemde geldrekening van de cliënt of de rekening ten name van de bewaarinstelling; en
- d. de beleggingsonderneming uitsluitend bevoegd is om over de financiële instrumenten, bedoeld in onderdeel a, en de gelden, bedoeld in onderdeel b, te beschikken voor zover dit noodzakelijk is ter uitvoering van de diensten van de beleggingsonderneming voor de cliënt.⁷

Uit de aanhef van art. 7:17 lid 1 NRGfo Wft blijkt dat deze wijze van vermogensscheiding openstaat voor niet-bankbeleggingsondernemingen die zich bezighouden met het ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten, met het uitvoeren van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten of met het beheren van een individueel vermogen. Hierbij moet in het bijzonder worden gedacht aan beleggingsondernemingen die een beleggersgiro aanbieden. Het aanbieden van een beleggersgiro, dat is het aanbieden van de mogelijkheid om door het openen van een rekening vorderingen te verkrijgen luidende in financiële instrumenten, waarbij door middel van deze rekening transacties in financiële instrumenten kunnen worden bewerkstelligd, wordt sinds de inwerkingtreding van de Wft op 1 januari 2007 niet meer genoemd als een afzonderlijke beleggingsdienst in de zin van de wet. Volgens de memorie van toelichting van destijds valt deze activiteit onder het in de uitoefening van een beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten respectievelijk het in de uitoefening van een beroep of bedrijf voor rekening van die cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten, welke beleggingsdiensten worden omschreven in de definitie van 'verlenen van een beleggingsdienst' als bedoeld in art. 1:1 sub a en b Wft.⁵ De memorie van toelichting heeft daarbij het oog op de actieve beleggersgiro, waarbij de mogelijkheid om via de rekening transacties in financiële instrumenten te bewerkstelligen wordt aangeboden door een beleggingsonderneming. Het is dan de beleggingsonderneming die orders van cliënten ontvangt en doorgeeft of uitvoert, en het is ook de beleggingsonderneming die vergunningplichtig is op grond van art. 2:96 Wft.⁶

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

6. Zie in deze zin ook W. de Jong, Beleggersgiro: een effectenrechtelijke kameleon?, in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), Onderneming en effecten (Serie Onderneming en Recht, deel 13), Deventer: W.E.J. Tjeenk Wilink 1998, p. 57-61 en 67-69.

Art. 7:17 lid 1 sub a NRGfo Wft geeft aan dat afscheiding door een niet-bankbeleggingsonderneming van voor cliënten gehouden financiële instrumenten kan worden geregeld doordat de niet-bankbeleggingsonderneming deze financiële instrumenten bewaart conform de Wge, of doordat ze door de niet-bankbeleggingsonderneming worden ondergebracht in een speciaal daarvoor opgerichte bewaarinstelling. Deze bewaarinstelling op haar beurt houdt de financiële instrumenten op grond van art. 7:17 lid 2 sub g NRGfo Wft aan op één of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank. Financiële instrumenten die via de Wge worden gehouden, zijn op grond van die wet niet vatbaar voor verhaal door (andere) schuldeisers van de beleggingsonderneming (dan de rechthebbenden). Financiële instrumenten die via een bewaarinstelling worden gehouden, maken geen onderdeel uit van het vermogen van de beleggingsonderneming en zijn om die reden niet vatbaar voor verhaal door schuldeisers van de beleggingsonderneming. De bewaarinstelling vormt een van de beleggingsonderneming te onderscheiden afzonderlijke juridische entiteit. Zij heeft een risicomijdend karakter en is om die reden in hoge mate faillissementsbestendig. Op de merites van beide constructies kom ik later nog terug (par. 4 en 5). Ik volsta hier met op te merken dat bewaring overeenkomstig de Wge door niet-bankbeleggingsondernemingen pas sinds 2011 tot de mogelijkheden behoort. Voor die tijd konden alleen door Euroclear Nederland toegelaten instellingen financiële instrumenten bewaren overeenkomstig de Wge en konden in beginsel alleen beleggingsondernemingen met bankstatus door Euroclear Nederland worden toegelaten.⁷

Art. 7:17 lid 1 sub b NRGfo Wft bepaalt hoe afscheiding door een niet-bankbeleggingsonderneming van aan cliënten toebehorende gelden kan worden geregeld. Beleggingsondernemingen zonder bankstatus mogen deze gelden niet op een rekening ten name van de beleggingsonderneming ontvangen of aanhouden. De Wge biedt hier geen soelaas. Deze wet regelt vermogensscheiding voor financiële instrumenten, niet van de hieraan gekoppelde geldstromen zoals dividenden en rentebetalingen. Daarom wordt in art. 7:17 lid 1 sub b NRGfo Wft bepaald dat deze gelden kunnen worden aangehouden op één of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een bank – geheel in lijn met het bepaalde in art. 7:15 en 7:16 NRGfo Wft – of, maar uitsluitend indien het betreft gelden bestemd

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

voor de uitvoering van een transactie in financiële instrumenten, bij een speciaal daarvoor opgerichte bewaarinstelling. Deze bewaarinstelling – die bijvoorbeeld de vorm kan hebben van een stichting cliëntgelden of een stichting derdengelden – houdt de gelden op grond van art. 7:17 lid 2 sub g NRGfo Wft aan op één of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank, waarbij de bewaarinstelling een strikte administratieve scheiding toepast ten aanzien van gelden van cliënten en gelden van de bewaarinstelling.

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

Art. 7:17 lid 1 sub b NRGfo Wft beperkt de mogelijkheid van het inzetten van een bewaarinstelling voor gelden van cliënten tot gelden bestemd voor de uitvoering van een transactie in financiële instrumenten. Ofschoon dit niet met zoveel woorden in de toelichting wordt gezegd, lijkt deze beperking ingegeven door de gedachte dat dergelijke gelden waarschijnlijk niet zullen kwalificeren als opvorderbare gelden in de zin van art. 3:5 Wft, hetzij omdat het ontvangen en doorbetalen van dergelijke gelden een logisch sequeel is van het verlenen van de beleggingsdiensten als bedoeld in onderdeel a, b of c van de definitie van verlenen van een beleggingsdienst in art. 1:1 Wft, hetzij omdat deze gelden in de regel binnen vijf dagen aan de cliënt zullen zijn doorbetaald of zullen zijn herbelegd.⁸ De vraag rijst of het onderbrengen van (niet-opvorderbare) gelden bij een bewaarinstelling wel in overeenstemming is met art. 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn respectievelijk art. 165b lid 1

8. Zie W.A.K. Rank, Het verlenen van beleggingsdiensten en het verbod op het aantrekken van opvorderbare gelden, in: Bouwen en bezinning (Lustrumbundel 2007 Vereniging voor Effectenrecht), Deventer: Kluwer 2007, p. 261-278. Sinds de uitspraak van het CBB van 3 februari 2015 inzake NPEX/DNB is DNB niet langer automatisch bereid om een beleggersgiro op grond van art. 3:5 lid 4 Wft een individuele ontheffing van het aantrekkingsverbod te verlenen.

Bgfo Wft. Volgens deze bepalingen moeten van cliënten ontvangen gelden immers onmiddellijk worden gestort op één of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een (centrale) bank of een erkend geldmarktfonds.

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

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

- a. ‘de bewaarinstelling is een rechtspersoon naar Nederlands recht;
- b. een ieder die de bewaarinstelling krachtens statuten of reglementen vertegenwoordigt dan wel het dagelijks beleid van de bewaarinstelling bepaalt, is geschikt in verband met de uitoefening van het bedrijf van de bewaarinstelling. Tevens dient de betrouwbaarheid van de in dit onderdeel bedoelde personen, alsmede van de personen die rechtstreeks of middellijk bevoegd zijn om die personen te benoemen of te ontslaan, buiten twijfel te staan;
- c. degenen die ten behoeve van de bewaarinstelling werkzaamheden verrichten mogen niet werkzaam zijn voor het bedrijfsdeel van de beleggingsonderneming dat transacties in financiële instrumenten uitvoert, of daarvoor (eind)verantwoordelijkheid dragen;
- d. de bewaarinstelling verricht geen andere activiteiten dan het bewaren en administreren van de financiële instrumenten, bedoeld in het eerste lid, onderdeel a, of de gelden, bedoeld in het eerste lid, onderdeel b;
- e. de bewaarinstelling treedt uitsluitend op in het belang van de cliënten van wie financiële instrumenten en gelden door de beleggingsonderneming bij de bewaarinstelling in bewaring zijn gegeven;
- f. transacties in financiële instrumenten voor rekening van de cliënt geschieden slechts indien het saldo op de bij de bewaarinstelling aangehouden rekening ten name van die cliënt toereikend is;
- g. de financiële instrumenten, bedoeld in het eerste lid, onderdeel a, en gelden, bedoeld in het eerste lid, onderdeel b, worden aangehouden op een of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank, waarbij de bewaarinstelling een strikte administratieve scheiding toepast ten aanzien van gelden die toebehoren aan de cliënten van de beleggingsonderneming en de gelden die toebehoren aan de bewaarinstelling;

- h. de som van de rechten van cliënten op financiële instrumenten onderscheidenlijk gelden, komt overeen met de som van de door de bewaarinstelling voor cliënten bewaarde financiële instrumenten onderscheidenlijk gelden;
- i. de nakoming van de verplichtingen van de bewaarinstelling is gegarandeerd door de beleggingsonderneming;
- j. de bewaarinstelling is jegens de cliënten aansprakelijk voor de door hen geleden schade, voor zover die schade het gevolg is van verwijtbare niet-nakoming van haar verplichtingen;
- k. de bewaarinstelling wordt in de risicobeoordelings-, meet- en controleprocedures van de beleggingsonderneming betrokken.
- l. de bewaarinstelling die financiële instrumenten, bedoeld in het eerste lid, onderdeel a, bewaart en administreert beschikt over een bedrag aan eigen vermogen van ten minste 125.000 euro. De bewaarinstelling die uitsluitend gelden, bedoeld in het eerste lid, onderdeel b, bewaart en administreert beschikt over een bedrag aan eigen vermogen van ten minste 50.000 euro.’

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

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

De constructie van het inschakelen van een separate bewaarinstelling voor het houden van aan de cliënt toebehorende financiële instrumenten en/of gelden is bedoeld om de cliënt te beschermen tegen insolventie van de beleggingsonderneming en verhaal door de crediteuren van de beleggingsonderneming. De (civielrechtelijke) merites van deze constructie komen aan de orde in paragraaf 5 van dit artikel.

3.3.2 Vermogensscheiding bankbeleggingsondernemingen

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

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

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

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

- a. de bewaarinstelling is een rechtspersoon naar Nederlands recht;
- b. een ieder die de bewaarinstelling krachtens statuten of reglementen vertegenwoordigt dan wel het dagelijks beleid van de bewaarinstelling bepaalt, is geschikt in verband met de uitoefening van het bedrijf van de bewaarinstelling. Tevens dient de betrouwbaarheid van de in dit onderdeel bedoelde personen, alsmede van de personen die rechtstreeks of middellijk bevoegd zijn om die personen te benoemen of te ontslaan, buiten twijfel te staan;
- c. degenen die ten behoeve van de bewaarinstelling werkzaamheden verrichten mogen niet werkzaam zijn voor het bedrijfsonderdeel van de beleggingsonderneming dat transacties in financiële instrumenten uitvoert, of daarvoor (eind)verantwoordelijkheid dragen;
- d. de bewaarinstelling verricht geen andere activiteiten dan het bewaren en administreren van de financiële instrumenten, bedoeld in het eerste lid, onderdeel a, van cliënten van de beleggingsonderneming;
- e. de bewaarinstelling treedt uitsluitend op in het belang van de cliënten van wie financiële instrumenten door de beleggingsonderneming bij de bewaarinstelling in bewaring zijn gegeven;
- f. de som van de rechten van cliënten op financiële instrumenten komt overeen met de som van de door de bewaarinstelling voor cliënten bewaarde financiële instrumenten;
- g. de nakoming van de verplichtingen van de bewaarinstelling is gegarandeerd door de beleggingsonderneming;
- h. de bewaarinstelling is jegens de cliënten aansprakelijk voor de door hen geleden schade, voor zover die schade het gevolg is van verwijtbare niet-nakoming van haar verplichtingen;
- i. de bewaarinstelling wordt in de risicobeoordelings-, meet- en controleprocedures van de beleggingsonderneming betrokken.
- j. de bewaarinstelling beschikt over een bedrag aan eigen vermogen van ten minste 125.000 euro.⁹

De voorwaarden waaraan op grond van art. 7:18 lid 2 NRgfo Wft een bewaarinstelling van een bankbeleggingsonderneming moet voldoen, stemmen in belangrijke mate overeen met die waaraan op grond van art. 7:17 lid 2 NRgfo Wft een bewaarinstelling voor een niet-bankbeleggingsonderneming moet voldoen. Dat betreft allereerst de voorwaarden die betrekking hebben op de structuur en de werkzaamheden van de bewaarentiteit. Ook de bewaarinstelling van art. 7:18 lid 2 NRgfo Wft moet de vorm hebben van een rechtspersoon naar Nederlands recht en moet beschikken over een bepaald bedrag aan eigen vermogen. Ook hier moeten de bestuurders, verte-

genwoordigers en dagelijks-beleidsbepalers geschikt zijn in verband met de bedrijfsvoering en dient hun betrouwbaarheid buiten twijfel te staan. Evenzo mogen personen die ten behoeve van de bewaarinstelling werkzaamheden verrichten niet werkzaam zijn of verantwoordelijkheid dragen voor het bedrijfsonderdeel van de beleggingsonderneming dat zich bezighoudt met het verlenen van beleggingsdiensten. Ook de bewaarinstelling van art. 7:18 lid 2 NRgfo Wft mag geen andere activiteiten verrichten dan het houden van de aan cliënten toebehorende gelden en/of financiële instrumenten en treedt uitsluitend op in het belang van de cliënten voor wie dergelijke gelden en/of financiële instrumenten worden gehouden. Ook hier moet de som van de rechten van cliënten op financiële instrumenten te allen tijde overeenkomen met de som van de door de bewaarinstelling voor cliënten bewaarde financiële instrumenten. En ook hier worden de verplichtingen van de bewaarinstelling door de desbetreffende (bank)beleggingsonderneming gegarandeerd. Een verschil tussen beide sets voorwaarden is dat de eis dat transacties in financiële instrumenten voor rekening van de cliënt alleen mogen plaatsvinden als het saldo van de cliënt op de bij de bewaarinstelling aangehouden rekening daarvoor toereikend is, niet geldt voor een bewaarinstelling van een bankbeleggingsonderneming. Ook de voorwaarde dat de financiële instrumenten en gelden moeten worden aangehouden op één of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank vinden we niet terug bij de bewaarinstelling van een bankbeleggingsonderneming.⁹

De civielrechtelijke merites van vermogensscheiding door middel van een separate bewaarinstelling komen aan de orde in paragraaf 5.

3.3.3 Alternatieve regelingen

Art. 7:20 NRgfo Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming, een bankbeleggingsonderneming daaronder begrepen, andere regelingen kan treffen dan de regelingen van art. 7:15 t/m 7:18 NRgfo Wft teneinde aan de vereisten van vermogensscheiding te voldoen. Deze alternatieve regelingen behoeven echter wel voorafgaande goedkeuring van de AFM. De toelichting bij destijds art. 6:20 NRgfo Wft (thans genummerd art. 7:20 NRgfo Wft) geeft aan dat dit artikel met name ‘van belang [kan] zijn in het geval van grensoverschrijdend verkeer van financiële instrumenten en bewaarneming in het buitenland overeenkomstig de in het desbetreffende land geldende regels’. Blijkens dezelfde toelichting zal de AFM bij haar oordeel over de kwaliteit van de wijze van vermogensscheiding ten minste de volgende elementen in overweging nemen:

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

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

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

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

In dit verband zullen ook de in art. 49 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 neergelegde regels hun werking doen gevoelen. Deze regels – besproken in paragraaf 2.3 van dit artikel – leggen in het geval van bewaring bij een buitenlandse *subcustodian* zware informatieverplichtingen op aan de bewaargevende beleggingsonderneming en beperken de mogelijkheid om financiële instrumenten bij niet onder toezicht staande *subcustodians* in bewaring te geven. Daarnaast geeft de AFM een zodanige interpretatie aan de in art. 7:18 NRgfo Wft vervatte voorwaarden dat verpanding door een bewaarinstelling van door deze bewaarinstelling bij een buitenlandse *subcustodian* aangehouden financiële instrumenten van cliënten aan deze buitenlandse *subcustodian* niet onaantastbaar kan plaatsvinden, en al helemaal niet voor schulden die geen betrekking hebben op de cliënt. Hetzelfde geldt voor herverpanding door de bank aan de buitenlandse *subcustodian* van

door de cliënt aan de bank verpande rechten.¹⁰ Deze benadering is in lijn met het bepaalde in art. 2 lid 4 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn en art. 165e lid 1 Bgfo Wft.

4 Bewaring via de Wge

4.1 Introductie

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

4.2 Bescherming van effectenbeleggers

In het stelsel van de Wge maken effecten die door een ‘intermediair’ voor cliënten worden bewaard deel uit van een zogenaamd verzameldepot. Effecten in de zin van de Wge zijn financiële instrumenten als bedoeld in onderdeel a, b of c van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft en andere financiële instrumenten die door Euroclear Nederland, het centraal instituut onder de Wge, onze nationale ‘Central Securities Depository’ (CSD), giraal zijn verklaard. Een verzameldepot is een gemeenschap bestaande uit (aanspraken op) effecten van dezelfde soort, welk depot door de intermediair wordt geadministreerd ten behoeve van alle gezamenlijke cliënten die bij de intermediair effecten van de desbetreffende soort aanhouden. Effecten die door intermediairs die zijn aangesloten bij Euroclear Nederland aan Euroclear Nederland in bewaring zijn gegeven, maken deel uit van een zogenaamd girodepot. Een girodepot is een gemeenschap bestaande uit (aanspraken op) alle effecten van de desbetreffende soort, welk depot door Euroclear Nederland wordt gehouden ten behoeve van alle gezamenlijke cliënten van alle gezamenlijke aangesloten instellingen die bij deze instellingen effecten van de desbetreffende soort aanhouden. Verzameldepots en girodepots zijn, juridisch gezien, bijzondere gemeenschappen, gemeen-

10. Zie het AFM-relatiemagazine Inzicht nr. 14 van maart 2007, p. 8 e.v. en Y.O.M. van Vugt & A.A. van Angeren, Vermogensscheiding: aandachtspunten bij de bescherming van de rechten van cliënten, TvC 2007, afl. 6, p. 172 e.v. Zie tevens W.A.K. Rank & B.F.L.M. Schim, Inzichten van de AFM in de vermogensscheiding, FR 2007, afl. 7, p. 221 e.v. en W.A.K. Rank & B. Bierman, Use of Custody Clients’ Securities as Collateral under Dutch Law, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law 2008, afl. 2, p. 92-94.

schappen die niet worden beheerst door de algemene regels van het BW, maar door de specifieke regels van de Wge.¹¹

Tot het verzameldepot van een intermediair die tevens aangesloten instelling is, behoren niet alleen alle effecten van de desbetreffende soort die (fysiek) door deze intermediair worden bewaard, maar ook het ten name van deze intermediair luidende aandeel in het girodepot van effecten van de desbetreffende soort bij Euroclear Nederland. Effecten die een cliënt bij een aangesloten instelling van Euroclear Nederland in bewaring heeft gegeven, worden door de Wge beschermd tegen de insolventie van de aangesloten instelling, ongeacht of deze effecten door de aangesloten instelling bij Euroclear Nederland worden aangehouden in een rekening waarin zowel eigen effecten van de aangesloten instelling als effecten van cliënten van de aangesloten instelling worden geadmistreerd, in een rekening waarin alleen effecten van cliënten van de aangesloten instelling worden geadmistreerd, maar op geconsolideerde basis, of in afzonderlijke rekeningen met betrekking tot iedere individuele cliënt. Het systeem van de Wge is erop gebaseerd dat de rekeningen in de boeken van Euroclear Nederland luiden op naam van de aangesloten instelling. Weliswaar behoren de in deze rekeningen geboekte effecten toe aan de cliënten van de desbetreffende aangesloten instelling – met uitzondering van de eigen effecten van de aangesloten instelling –, maar het uitgangspunt van de Wge is dat een cliënt zijn rechten met betrekking tot deze effecten uitsluitend geldend kan maken via de aangesloten instelling. De aanspraak van de belegger ten aanzien van zijn aandeel in het verzameldepot is van goederenrechtelijke aard en is evenredig aan het aantal door de desbetreffende belegger aangehouden effecten van de desbetreffende soort in verhouding tot het totale aantal effecten van de desbetreffende soort in het verzameldepot. Omdat de verzameldepots en girodepots van rechtswege niet tot het vermogen van de intermediair respectievelijk Euroclear Nederland behoren, vallen de effecten bij een faillissement van de intermediair of van Euroclear Nederland niet in hun boedels. Is een verzameldepot of een girodepot niet toereikend om een rechthebbende de aan hem toekomende hoeveelheid effecten te verschaffen, dan worden de tekorten pro rata omgeslagen over de rechthebbenden. Onder de tekortenregeling worden in beginsel de rechten van cliënten eerst gehonoreerd en pas daarna die van de intermediair/aangesloten instelling.¹²

Tot 2011 was de Wge alleen van toepassing op financiële instrumenten die door Euroclear Nederland waren aangewe-

zen als Wge-effecten. Daarnaast was de Wge tot 2011 alleen van toepassing als de financiële instrumenten werden bewaard door een door Euroclear Nederland toegelaten aangesloten instelling. Per 1 januari 2011 is de Wge ingrijpend gewijzigd.¹³ Met deze wijziging is de werking van de Wge uitgebreid tot de waarden bedoeld in de onderdelen a, b en c van de definitie van 'financieel instrument' in art. 1:1 Wft. Het gaat daarbij om effecten, geldmarktinstrumenten en deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling of een ICBE, niet zijnde effecten, steeds in de zin van art. 1:1 Wft. Een beperking vinden we in art. 8a Wge. Tot een verzameldepot of girodepot kunnen op grond van deze bepaling niet behoren effecten op naam voor de levering waarvan een notariële akte is voorgeschreven en waarvan de overdraagbaarheid bij de statuten of de uitgiftevoorwaarden is beperkt of uitgesloten, tenzij deze effecten op naam zijn genoteerd aan een gereguleerde markt of een *Multilateral Trading Facility* (MTF).¹⁴ Voor het overige zijn er geen restricties. Daarnaast is het sinds 2011 voldoende voor bescherming onder de Wge dat de effecten worden aangehouden bij een intermediair. Een intermediair wordt in de Wge gedefinieerd als een aangesloten instelling, een beleggingsonderneming of een bank in de zin van art. 1:1 Wft, waaraan het op grond van de Wft is toegestaan beleggingsdiensten te verlenen respectievelijk het bedrijf van bank uit te oefenen.

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

Wat de minister betreft zijn de effectenbewaarbedrijven hiermee overbodig geworden en zouden zij kunnen worden opge-

11. In de visie van de wetgever van 1977 was dat overigens wel zo. Zie uitgebreid M. Haentjens, *Privaatrechtelijke aspecten van giraal effectenverkeer*, WPNR 2004/6582, p. 472 e.v.

12. Zie over de Wge uitvoerig: B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht* (Serie Onderneming en Recht, deel 36), Deventer: Kluwer 2006. Zie over het rechtskarakter van de aanspraak van de belegger onder de Wge ook: E.B. Rank-Berenschot, *Het Wge-aandeel: een recht op naam van eigen aard*, in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en effecten* (Serie Onderneming en Recht, deel 13), Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 149-167 en M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law: Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2007, p. 131-172.

13. Wet van 28 oktober 2010 tot wijziging van de Wet giraal effectenverkeer houdende uitbreiding van de bescherming van cliënten van intermediairs inzake financiële instrumenten en het bewerkstelligen van een verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten, Kamerstukken II 2008/09, 31830, 1-4. Zie over deze wetswijziging ook: L. Groenewoud, *Naar beschermingsuitbreiding, verdergaande dematerialisatie en identificatie van investeerders – Wge: voorgestelde wijzigingen*, TvO 2010, afl. 6, p. 233-238, M.A. Blom, Wge. De grote sprong voorwaarts, maar niet zonder struikelen, in: P. Zijp, A.J.P. Tillema, H. van Everdingen & W.A.K. Rank (red.), *Koersen rondom Christel*, Deventer: Kluwer 2011, p. 9-27 en G.V. Naber & B.A. Schuijling, *Giraal effectenverkeer na de wijziging van de Wge*, *Ondernemingsrecht* 2012/13, p. 543-551.

14. Zie over deze uitzondering: W.A.K. Rank & J.S. Polderman, *Uitgifte van effecten: toelating tot girale afwikkeling*, in: B. Biereus e.a. (red.), *Handboek beursgang* (Serie Onderneming en Recht, deel 68), Deventer: Kluwer 2011, p. 460-464.

heven.¹⁵ Om de opheffing althans het discontinueren van de effectenbewaardebedrijven zo veel mogelijk te faciliteren is in art. 50b Wge voorzien in een specifieke regeling. Het artikel bepaalt in dit verband dat indien ten aanzien van de door een effectenbewaardebedrijf bewaarde effecten een verzameldepot in de zin van de Wge kan bestaan, het effectenbewaardebedrijf bevoegd is deze effecten aan de bewaargever uit te leveren door ze namens hem in bewaring te geven aan de met het effectenbewaardebedrijf verbonden intermediair. Voor gebruikmaking door het effectenbewaardebedrijf van de uitleveringsbevoegdheid van art. 50b Wge is, anders dan in het geval van een schuldoverneming of contractsoverneming als bedoeld in art. 6:155 respectievelijk art. 6:159 BW, geen toestemming of medewerking van de bewaargever vereist. Art. 50b Wge heeft echter uitsluitend betrekking op de relatie van het effectenbewaardebedrijf en de bank met de bewaargever, de relatie ‘*downstream*’. Het artikel heeft geen betrekking op de relatie van het effectenbewaardebedrijf met hogere schakels in de bewaarketen – (buitenlandse) *subcustodians*, *settlement agents*, CSDs of uitgevende instellingen –, de relatie ‘*upstream*’. Waar de verplichtingen van het effectenbewaardebedrijf jegens de cliënten moeten overgaan op de bank, zullen de met deze verplichtingen corresponderende verplichtingen van deze hogere schakels jegens het effectenbewaardebedrijf verplichtingen jegens de bank in haar hoedanigheid van beheerder van het verzameldepot moeten worden. Daarvoor zal op het niveau van een dergelijke hogere schakel in de bewaarketen wel degelijk een overdracht of een novatie moeten plaatsvinden. Afhankelijk van het recht dat de relatie tussen het effectenbewaardebedrijf en deze hogere schakel beheerst, zal daarvoor toestemming of medewerking van deze hogere schakel zijn vereist.¹⁶

Geconstateerd kan worden dat de term beleggingsonderneming in de zin van de voorgestelde definitie tevens beleggingsondernemingen kan omvatten die buiten Nederland zijn gevestigd. Immers, een instelling die in een andere lidstaat van de EU/EER een vergunning heeft gekregen, kan gebruik maken van een Europees paspoort en mag dan in Nederland optreden als beleggingsonderneming. Als deze beleggingsonderneming daarbij heeft aangegeven de in Bijlage I deel B onder 1 bij MIFID II vermelde nevendienst van het bewaren van financiële instrumenten te willen verlenen, zal zij in dat kader ook rekeningen in financiële instrumenten voor cliënten mogen aanbieden. De bepaling zegt niet met zoveel woorden dat de rekeningen in kwestie in Nederland moeten worden aangehouden. Echter, op grond van art. 10:141 BW zal

Nederlands recht en dus de Wge alleen van toepassing zijn als de rekeningen in Nederland worden aangehouden. Daarmee is de toepasselijkheid van de nieuwe regeling effectief beperkt tot beleggingsondernemingen die in Nederland actief zijn door middel van een bijkantoor.¹⁷ Of hiermee in voldoende mate wordt veiliggesteld dat de door de Wge voorziene vermogensscheiding ook in het geval van insolventie van een buitenlandse beleggingsonderneming zal worden gerespecteerd in het land van vestiging van de beleggingsonderneming is wat mij betreft niet over de gehele linie zeker. Voor beleggingsondernemingen gevestigd in een EU/EER-lidstaat met een bijkantoor in Nederland lijkt dit wel het geval te zijn.¹⁸ Voor beleggingsondernemingen gevestigd in derde landen maar met een bijkantoor in Nederland is echter enige twijfel mogelijk.

Ook na de herziening van de Wge wordt nog steeds door Euroclear Nederland bepaald welke effecten van een girodepot deel kunnen uitmaken en welke effecten die tot een girodepot kunnen behoren voor de toepassing van de Wge als effecten van eenzelfde soort kunnen worden beschouwd. Euroclear Nederland bepaalt niet meer welke effecten tot een verzameldepot kunnen behoren. Ofschoon Euroclear Nederland op grond van art. 8a Wge niet gerechtigd is tot het aanwijzen van effecten op naam voor de levering waarvan een notariële akte is voorgeschreven en waarvan de overdraagbaarheid bij de statuten of de uitgiftevoorwaarden is beperkt of uitgesloten – behalve in het geval van effecten die zijn genoteerd aan een gereguleerde markt of een MTF in de EU/EER –, is zij overigens vrij om die instrumenten tot haar systemen toe te laten welke zij daartoe wil toelaten. Dit heeft als voordeel dat Euroclear Nederland bij het afgeven van een giraalverklaring steeds zal kunnen inspelen op de behoeften van een zich snel ontwikkelende markt, al is het bepaald bezwaarlijk dat bij gebreke van extern kenbaar gemaakte criteria niet altijd op voorhand duidelijk zal zijn of nieuw geëmitteerde effecten zich voor opname in het Wge-systeem lenen, of dat voor een andere wijze van bewaring zal moeten worden geopteerd. Vrijwel alle aandelen en obligaties die aan de Euronext Amsterdam Stock Market zijn genoteerd, lenen zich voor opname in het Wge-systeem en zijn door Euroclear Nederland aangewezen als Wge-effecten, ongeacht of zij aan toonder of op naam luiden.¹⁹ Problemen zouden zich kunnen voordoen als het gaat om het toelaten van effecten met bijzondere kenmerken of eigenschappen. Als deze effecten worden verhandeld op een gereguleerde markt of een MTF, dan moeten zij op grond

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

16. Zie hierover: Rank 2016, p. 70-78, in het bijzonder p. 75.

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

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

19. Zie over de opname in het Wge-systeem: B.J.A. Zebregs, De toelating van effecten tot het Wge-systeem door Euroclear Nederland, FR 2005, afl. 7, p. 199 e.v. Zie ook Rank & Polderman 2011.

van art. 3 van de CSD-verordening worden gegiraliseerd en gedeponereerd bij Euroclear Nederland.²⁰ Als Euroclear Nederland dergelijke effecten vervolgens niet zou willen accepteren, zou de MTF niet aan haar verplichtingen onder de CSD-verordening kunnen voldoen.

Het begrip aangesloten instelling heeft bij de herziening van de Wge in 2011 een andere inhoud gekregen. Het begrip is sindsdien beperkt tot intermediairs die door Euroclear Nederland zijn toegelaten als aangesloten instelling. Het verschil tussen een aangesloten instelling en een intermediair niet zijnde een aangesloten instelling bestaat daarin dat alleen een aangesloten instelling een aandeel in een girodepot kan houden. Een intermediair die geen aangesloten instelling is, kan geen aandeel in een girodepot houden en dus niet deelnemen aan het girale effectenverkeer via Euroclear Nederland. Het is aan Euroclear Nederland te bepalen welke instellingen als aangesloten instelling kwalificeren. Euroclear Nederland stelt ingevolge art. 4 Wge de regels vast betreffende de toelating als aangesloten instelling en betreffende de intrekking van zodanige toelating. Blijkens deze toelatingsregels worden desverzocht als aangesloten instelling toegelaten banken en beleggingsondernemingen die de status van bank hebben en die zich bezighouden met de bewaring en administratie van effecten voor derden. Daarnaast zijn verschillende bijzondere instellingen toegelaten als aangesloten instelling, waarvan de belangrijkste zijn: DNB, de Staat (via de Agent van het ministerie van Financiën) en diverse buitenlandse CSDs.

4.3 Bescherming van derivatenbeleggers

Sinds 1 april 2016 voorziet de Wge in hoofdstuk 3b in een regeling tot bescherming van derivatenbeleggers tegen het fail-

lisement van tussenpersonen.²¹ Doel van de voorgestelde regeling is om enerzijds derivatenposities die door een bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling ten behoeve van een cliënt worden aangegaan buiten het faillissement van de instelling te houden en aldus te voldoen aan het vereiste van art. 13 lid 7 MiFID (thans art. 16 lid 8 MiFID II), en anderzijds ervoor te zorgen dat de derivatenposities die voor een cliënt worden gehouden en het daarbij behorende onderpand op eenvoudige wijze kunnen worden overgedragen aan een andere tussenpersoon en aldus te voldoen aan art. 48 lid 5 en 6 EMIR.²²

Kern van de regeling is het afscheiden van alle derivatenposities die een bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling ten behoeve van haar cliënten aangaat met een derde van de eigen activa van de bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling. Centraal in de nieuw voorgestelde wettelijke regeling staat het begrip derivatenvermogen. In het derivatenvermogen – gedefinieerd in art. 49f sub f Wge – vallen alle zogenaamde corresponderende posities alsmede alle rechten en verplichtingen met betrekking tot het stellen van zekerheid ten behoeve van deze corresponderende posities. Een corresponderende positie wordt in art. 49f sub d Wge gedefinieerd als een derivatenpositie die een tussenpersoon met een derde is aangegaan in verband met het aangaan van een cliëntpositie en die overeenkomt met de betreffende cliëntpositie. Van overeenkomen is sprake als de bedingen die de kern van het derivaat vormen dezelfde zijn. Men denke in dit verband aan soort derivaat, betalingsdata, looptijd, nominaal bedrag en onderliggende waarde.²³ Een cliëntpositie is volgens art. 49f sub c Wge een derivatenpositie die een tussenpersoon houdt voor een cliënt. Het derivatenvermogen vormt volgens de in art. 49f sub f Wge opgenomen definitie een afgescheiden deel van het ver-

20. Verordening (EU) 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad betreffende centrale effectenbewaarinstellingen, en tot wijziging van Richtlijn 98/26/EG en 2014/65/EU en Verordening (EU) 236/2012, PbEU 28 augustus 2014, L 257/1 (CSD-verordening).

21. De Wge is op 1 april 2016 gewijzigd op grond van de Wijzigingswet financiële markten 2016, Stb. 2015, 528. Zie voor een uitgebreide beschrijving van de ontwerpregeling: W.A.K. Rank, Segregatie en portabiliteit: de Wge als panacee voor MiFID en EMIR, MvV 2014, afl. 7/8, p. 214-223, A. Schouten, De bescherming van derivatenbeleggers tegen het faillissement van hun tussenpersoon: de oplossing is nabij, FR 2014, afl. 10, p. 399-406, E.W. Kuijper, De vermogensscheidingsregeling voor beleggingsinstellingen als (alternatief) model voor de bescherming van derivatenbeleggers, MvV 2014, afl. 7/8, p. 209-213, E.W. Kuijper, De Ontwerpregeling ter bescherming van derivatenbeleggers tegen faillissement van de tussenpersoon nader beschouwd, O&F 2014, afl. 4, p. 11-23, V.P.G. de Serière, Nieuwe regeling voor de bescherming van beleggers in derivaten tegen het insolventierisico van tussenpersonen, Ondernemingsrecht 2016, afl. 3, p. 205-211 en V. Tweehuysen, Bescherming van derivatenbeleggers via een afgescheiden vermogen in de Wet giraal effectenverkeer, NTBR 2016, afl. 4, p. 123-126. Zie over de uiteindelijke regeling o.m. C.A.R. Oudhuis, Indirecte clearing verhelderd, MvV 2016, afl. 4, p. 97-104 en W.A.K. Rank & S. Uiterwijk, Voorgestelde wijziging segregatie EMIR: een (ondoordacht) steuntje in de rug voor portabiliteit?, FR 2017, afl. 9, p. 375-376 en, kritisch, V.P.G. de Serière, Slechts één penne-streek... enkele opmerkingen over afgescheiden vermogens in het financiële recht, in: C.D.J. Bulten, M.P. Nieuwe Weme & N.S.G.J. Vermunt (red.), Vertrouwen in het ondernemingsrecht en het financiële recht. Liber amicorum prof. mr. S.C.J.J. Kortmann (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 150), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 255-284.

22. Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 3 (MvT).

23. Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 37 (MvT).

mogen van een tussenpersoon waartoe alle corresponderende posities behoren, alsmede alle rechten en verplichtingen met betrekking tot het stellen van zekerheid ten behoeve van corresponderende posities.

Een corresponderende positie kan gebaseerd zijn op verschillende rechtsgrondslagen. Voor beursverhandelde derivaten denke men in dit verband aan lastgeving, waarbij de tussenpersoon als lasthebber op eigen naam, maar voor rekening en risico van zijn cliënt – de lastgever – een overeenkomst met betrekking tot een derivaat aangaat met een derde. In de OTC-sfeer zal met name sprake zijn van novatie van contracten, waarbij een eindgebruiker eerst een derivatenpositie aangaat met een bepaalde wederpartij en vervolgens, ten behoeve van de clearing via een CCP, een keten van contracten tot stand komt, via de CM van de eindgebruiker naar de CCP, van de CCP naar de CM van de uiteindelijke wederpartij en van deze CM naar de uiteindelijke wederpartij. Ten slotte kan sprake zijn van *back-to-back*-posities, waarbij de tussenpersoon eerst een derivatenpositie aangaat met zijn cliënt en vervolgens een corresponderende positie aangaat met een derde.²⁴ Ongeacht deze verschillende mogelijke rechtsgrondslagen vallen de met een cliëntpositie overeenstemmende posities van de instelling als corresponderende positie in het derivatenvermogen als en zolang die overeenstemmende positie samenhangt met een cliëntpositie.²⁵ De cliëntpositie kan neergelegd zijn in een contract met de tussenpersoon, maar kan ook louter een economische weergave zijn van de rechten en verplichtingen die voor de cliënt voortvloeien uit de overeenkomst die de tussenpersoon voor rekening en risico van de cliënt heeft gesloten met een derde.²⁶

Uit de definitie van tussenpersoon – opgenomen in art. 49f sub g Wge – volgt dat een bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling slechts als tussenpersoon wordt aangemerkt als zij ‘voor rekening en risico van haar cliënten corresponderende posities aangaat’ met derden. Als bij het aangaan van een derivatenpositie door een cliënt geen corresponderende positie wordt aangegaan, handelt de instelling voor eigen rekening en risico en treedt zij dus niet op als tussenpersoon. Het gevolg is dat voor rechten en verplichtingen van cliëntposities waarvoor geen corresponderende positie wordt aangegaan, geen bescherming bestaat onder de nieuw voorgestelde wettelijke regeling.²⁷

Art. 49g lid 2 Wge ziet op het bijhouden door een tussenpersoon van zijn administratie. In verband met de voorgestelde regeling zullen tussenpersonen het derivatenvermogen ade-

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

Art. 49g lid 1 Wge bepaalt dat, in afwijking van het bepaalde in art. 3:276 BW, het derivatenvermogen uitsluitend dient tot voldoening van vorderingen die voortvloeien uit de met de corresponderende posities samenhangende cliëntposities. In lid 3 t/m 5 van art. 49g Wge wordt vervolgens uitgewerkt wat de verhaalsmogelijkheden van de cliënt zijn in de situatie dat zowel de cliëntpositie als de daarmee corresponderende positie wordt beëindigd en in de situatie dat slechts één van beide posities wordt beëindigd. Afhankelijk van de situatie kan de cliënt voor zijn eventuele restvordering verhaal nemen op het derivatenvermogen, dan wel heeft hij voor het niet-voldane gedeelte van zijn vordering een (bevoorrechte) vordering op de tussenpersoon.²⁸

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

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

24. Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 5 (MvT). Zie voor een overzicht van de verschillende mogelijkheden: M.G.C.M. Peeters & W.A.K. Rank, Bescherming van derivatencliënten bij insolventie van een intermediair, in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden (red.), Effecten en vermogensrecht (Serie Onderneming en Recht, deel 63), Deventer: Kluwer 2011, p. 142-153.

25. Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 5 (MvT).

26. Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 37 (MvT).

27. Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 38 (MvT).

28. Kamerstukken II 2014/15, 34198, 3, p. 40 (MvT).

zijn, alsmede de vorderingen van cliënten met betrekking tot (hun aandeel in) het te retourneren onderpand.

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

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

De reikwijdte van de regeling is beperkt tot tussenpersonen die in Nederland zijn gevestigd. Het derivatenvermogen zal echter veelal bestaan uit rechten en verplichtingen aangaan tussen de tussenpersoon en een in het buitenland gevestigde derde. Dit zal onvermijdelijk problemen van internationaal privaatrecht opleveren. De toepasselijkheid van buitenlands recht op de verhoudingen met de CCP of een andere derde was, naast zorg omtrent overdraagbaarheid en bepaalbaarheid, altijd het argument om niet te vertrouwen op de werking van art. 7:420 en 7:421 BW.²⁹ Dat dit bij de thans voorgestelde regeling – die in verschillende opzichten aan de regeling van genoemde artikelen doet denken – geen probleem meer zou zijn, zou mij verbazen.

5 Bewaring via een bewaarinstelling

Zoals al eerder in dit artikel werd aangegeven, is de constructie van het inschakelen van een separate bewaarinstelling voor het houden van aan de cliënt toebehorende financiële instrumenten en/of gelden bedoeld om de cliënt te beschermen tegen insolventie van de beleggingsonderneming en verhaal door de crediteuren van de beleggingsonderneming.³⁰

29. Zie over de toepasselijkheid van deze regeling bij beursverhandelde opties: W.A.K. Rank, Vermogensscheiding bij opties, in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Vertegenwoordiging en tussenpersonen* (Serie Onderneming en Recht, deel 17), Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999, p. 267-305.

30. Zie voor een beschrijving van de bewaring van effecten door een VABEF en een VABEF II-effectenbewaarbedrijf: W.A.K. Rank, *Bewaring en administratie van effecten volgens VABEF I en VABEF II*, in: W.A.K. Rank, E.M. van Ardenne-Stachiw & Ch.W. Le Rütte, *Bewaring en eigendom van effecten*, preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1996, Deventer: Kluwer 1997, p. 58-71.

Er is in deze constructie sprake van een tripartite verhouding tussen de cliënt, de (bank)beleggingsonderneming en de bewaarinstelling. De bewaarinstelling is steeds juridisch recht-hebbende van de door de bewaarinstelling voor rekening van de cliënten gehouden financiële instrumenten en de cliënt heeft een rechtstreekse contractuele aanspraak jegens de bewaarinstelling ter zake van deze financiële instrumenten. De houdsterfunctie ten aanzien van deze financiële instrumenten wordt uitgeoefend door de bewaarinstelling, terwijl de servicefunctie – contacten met de cliënten en het uitvoeren van orders – bij de aanbiedende beleggingsonderneming berust. De beleggingsonderneming ontleent haar bevoegdheid om over de aan de bewaarinstelling toekomende financiële instrumenten te beschikken aan de door haar en de bewaarinstelling gezamenlijk gehanteerde voorwaarden en de tussen de beleggingsonderneming en de bewaarinstelling en eventuele uitgevende instellingen, *subcustodians* en CSDs gesloten overeenkomsten.³¹ Aldus zijn de aanspraken van de cliënt ten aanzien van de door de bewaarinstelling gehouden financiële instrumenten afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming. Daardoor zijn zij beschermd tegen insolventie van de beleggingsonderneming en verhaal door crediteuren van de beleggingsonderneming. Hetzelfde geldt met betrekking tot de voor de uitvoering van transacties bestemde gelden van een cliënt die in het geval van een niet-bankbeleggingsonderneming door een bewaarinstelling worden gehouden. Deze gelden zijn afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming en de cliënt heeft een rechtstreekse contractuele aanspraak jegens de bewaarinstelling ter zake van deze gelden.³²

De desbetreffende activa zijn niet afgescheiden van het vermogen van de bewaarinstelling. Het is om die reden dat de bewaarinstelling moet worden opgezet als een risicomijdende en faillissementsbestendige entiteit. De meeste van de in art. 7:17 en 7:18 NRgfo Wft vervatte voorwaarden doen recht aan het risicomijdende karakter van de bewaarinstellingen. Dat geldt echter niet voor de in art. 7:17 lid 2 sub j NRgfo Wft respectievelijk art. 7:18 lid 2 sub h NRgfo Wft vervatte voorwaarde. Volgens deze bepaling dient de bewaarinstelling jegens

31. Dit brengt mee dat, ofschoon een effectenbewaarbedrijf geen finale instelling is in de zin van art. 212a sub a Fw, er geen bezwaar tegen bestaat een effectenbewaarbedrijf te laten deelnemen aan een systeem in de zin van dat artikel. Nog daargelaten dat de kans dat een effectenbewaarbedrijf ooit in staat van faillissement wordt verklaard uiterst gering moet worden geacht – vanwege zijn risicomijdende karakter –, is het immers de bank die de opdrachten geeft en worden door een bank aan een systeem gegeven opdrachten tot overboeking van geld en effecten op grond van art. 212b Fw niet aangetast door de terugwerkende kracht van een faillissement van de bank en kunnen zij, onder bepaalde voorwaarden, aan de curator worden teruggeworpen.

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

de cliënten aansprakelijk te zijn voor de door hen geleden schade, voor zover die schade het gevolg is van verwijtbare niet-nakoming door de bewaarinstelling van haar verplichtingen. De gedachte achter deze bepaling is kennelijk dat voorkomen moet worden dat cliënten de dupe zouden worden van een door de bewaarinstelling gehanteerde aansprakelijkheidsbeperking. Deze gedachte miskent echter dat een bewaarinstelling in beginsel op geen enkele grond aansprakelijk zou moeten zijn, dit om te voorkomen dat voor een bewaarinstelling verplichtingen of schulden zouden kunnen ontstaan die tot een faillissement zouden kunnen leiden. Dit betekent niet dat een cliënt bij verwijtbare niet-nakoming met lege handen staat, maar simpelweg dat hij zich in een dergelijk geval tot de (bank)beleggingsonderneming moet wenden. De door een bewaarinstelling geboden bescherming onderscheidt zich van de door de Wge geboden bescherming doordat de aanspraak van de belegger jegens de bewaarinstelling van contractuele aard is, terwijl de belegger onder de Wge een goederenrechtelijke aanspraak heeft.

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

6 Samenvatting en conclusie

Teneinde te voorkomen dat de financiële instrumenten en/of gelden die (bank)beleggingsondernemingen van hun cliënten in bewaring hebben gekregen bij een faillissement van de (bank)beleggingsonderneming in de failliete boedel vallen, gelden er verschillende regels die ertoe strekken dat deze financiële instrumenten en gelden afgescheiden van het vermogen van de desbetreffende (bank)beleggingsonderneming worden bewaard en dat (andere) crediteuren van de (bank)beleggingsonderneming dan de rechthebbenden zich daarop niet kunnen verhalen in het geval van insolventie van de (bank)beleggingsonderneming. Deze regels zijn deels van nationale origine, deels van Europese oorsprong en geïmplementeerd in het Nederlandse recht, en deels Europees en rechtstreeks van toepassing in Nederland. Bij regels van nationale origine valt in dit verband te denken aan de Wge en de regeling van de bewaarinstellingen in de NRgfo Wft. Bij regels van Europese oorsprong die in het Nederlandse recht zijn geïmplementeerd, moet worden gedacht aan de vermogensscheidingsregels van

MiFID II en de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn, zoals deze regels zijn geïmplementeerd in de Wft, het Bgfo Wft en de NRgfo Wft. Van de rechtstreeks werkende Europese regels zijn in dit verband relevant de informatieverplichtingen van de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565, de segregatie- en portabiliteitsbepalingen van EMIR en de segregatiebepalingen van de CSD-verordening. Deze regelingen verschillen al naar gelang het type beleggingsonderneming, de soort financiële instrumenten en het karakter van de aangehouden gelden. De regels in kwestie zijn deels van toezichtrechtelijke aard en deels van civielrechtelijke aard. De toezichtrechtelijke regels strekken tot het bereiken van een bepaald civielrechtelijk gevolg. De civielrechtelijke regels en de door marktpartijen opgezette civielrechtelijke constructies bewerkstelligen dat het beoogde doel wordt gerealiseerd.

In essentie komt het erop neer dat in MiFID II wordt bepaald dat een beleggingsonderneming die financiële instrumenten en/of gelden van cliënten onder zich houdt adequate maatregelen dient te treffen ter bescherming van de rechten van die cliënten op de aan hen toekomende financiële instrumenten en gelden en ter voorkoming van het gebruik voor eigen rekening door de beleggingsonderneming van die financiële instrumenten, tenzij met uitdrukkelijke toestemming van de cliënten, en van die gelden, tenzij het een bankbeleggingsonderneming betreft. Voorts mag een beleggingsonderneming op grond van MiFID II geen FZO tot overdracht aangaan met een niet-professionele cliënt, met als doel om huidige of toekomstige verplichtingen van de cliënt te waarborgen of af te dekken. De vermogensscheidingsregels van MiFID II worden nader uitgewerkt in de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Daarnaast bevat de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 een aantal informatieverplichtingen die een beleggingsonderneming jegens cliënten in acht heeft te nemen ten aanzien van de bewaring van financiële instrumenten en gelden. EMIR verplicht een CCP en de daarbij aangesloten CMs tot het aanhouden van gescheiden rekeningen voor derivatenposities en zekerheden van cliënten en eigen derivatenposities en zekerheden. De CSD-verordening bepaalt *mutatis mutandis* hetzelfde voor een CSD en de daarbij aangesloten instellingen. EMIR voorziet daarnaast in bepalingen strekkende tot overdracht aan een andere CM van bij een CCP aangehouden cliëntenposities en zekerheden in het geval van faillissement van de CM (portabiliteit). Waar MiFID II verplicht tot vermogensscheiding – juridische segregatie –, behelzen EMIR en de CSD-verordening slechts een verplichting tot administratieve segregatie.

De vermogensscheidingsregels van MiFID II zijn in Nederland primair geïmplementeerd in de Wft. De nadere regels van de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn vinden we terug in het Bgfo Wft. Deze regels worden verder uitgewerkt in de NRgfo Wft. De MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565, EMIR en de CSD-verordening hebben rechtstreekse werking en behoeften dus geen implementatie. Dat neemt niet weg dat de Wge in 2016 niet alleen is aangepast om de in MiFID voorgeschreven

vermogensscheiding ten aanzien van derivatenposities te realiseren, maar ook om de Nederlandse wetgeving in de pas te laten lopen met de in EMIR neergelegde regels inzake portabiliteit van diezelfde derivatenposities. Het is belangrijk om te constateren dat MiFID II en de Wft niet tot een bepaalde wijze van vermogensscheiding verplichten. Er is sprake van een functionele benadering: een beleggingsonderneming dient met betrekking tot de financiële instrumenten en gelden van cliënten een zodanige regeling te treffen dat deze voldoende beschermd zijn, ook in het geval van insolventie van de beleggingsonderneming. Hoe zij dat resultaat wil bereiken, mag de beleggingsonderneming binnen bepaalde parameters zelf bepalen. De wetgever en lagere regelgevers treden daarbij wel faciliterend op.

Zo biedt de NRGf Wft bepaalde niet-bankbeleggingsondernemingen en bankbeleggingsondernemingen de mogelijkheid om de verplichte vermogensscheiding te implementeren door de financiële instrumenten van cliënten te bewaren overeenkomstig de Wge of door deze financiële instrumenten te laten bewaren door een speciaal daarvoor opgerichte bewaarinstelling. Een bewaarinstelling van een niet-bankbeleggingsonderneming houdt deze financiële instrumenten vervolgens weer aan op één of meer rekeningen op naam van de bewaarinstelling bij een bank. Financiële instrumenten die overeenkomstig de Wge worden bewaard, zijn op grond van die wet niet vatbaar voor verhaal door (andere) schuldeisers van de beleggingsonderneming (dan de rechthebbenden). Financiële instrumenten die via een bewaarinstelling worden bewaard, zijn afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming en om die reden niet vatbaar voor verhaal door schuldeisers van de beleggingsonderneming. Ze zijn niet afgescheiden van het vermogen van de bewaarinstelling. Omdat deze bewaarinstelling is opgezet als een SPV met maar één doel, te weten het bewaren van financiële instrumenten, en zij in beginsel geen aansprakelijkheden kan oplopen, betreft het hier echter een instelling die in beginsel faillissementsbestendig zou moeten zijn, zodat de cliënt ten aanzien van deze bewaarinstelling geen risico loopt.

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

De Wge behelst twee vormen van beleggersbescherming. Waar het traditionele financiële instrumenten betreft, voorziet de wet in een aan de gezamenlijke beleggers in de desbe-

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

De in EMIR en de CSD-verordening vervatte verplichtingen tot het aanhouden van gescheiden rekeningen voor CCPs respectievelijk CSDs en de bij deze CSDs aangesloten instellingen hebben rechtstreekse werking. Hoewel het hier om administratieve segregatieverplichtingen gaat, zijn deze bepalingen wel degelijk van belang voor de effectiviteit van de vermogensscheiding.

Ofschoon de regelingen complex en gefragmenteerd zijn, is er, wanneer zij in hun onderlinge verband en samenhang worden beschouwd, sprake van een solide en doordacht duaal beschermingsregime. Het bijzondere daarbij is de interactie tussen financieel toezichtrecht en civielrecht, die zich in dit verband voordoet: het financieel toezichtrecht schrijft een bepaald civielrechtelijk gevolg voor en het civiele recht voorziet erin dat dit gevolg wordt gerealiseerd. Hier is sprake van een wisselwerking tussen twee verschillende rechtssystemen, die uiteindelijk in een perfecte symbiose resulteert.