

MR. C.W.M. LIEVERSE / MR. M. VAN SCHUPPEN

Jurisprudentie effectenrecht

CBB 19 december 2000, JOR 2001, 66

CBB 30 januari 2001, JOR 2001, 67

HR 9 februari 2001, JOR 2001, 40*

DOSSIER

56

Nr. 49 / december 2001

In deze bijdrage zullen wij een aantal recente uitspraken behandelen op het gebied van het effectenrecht, die van belang zijn voor effecteninstellingen, financiële instellingen en andere partijen op de financiële markten. Eerst zal een aantal uitspraken worden behandeld waarin een oordeel wordt gegeven over de betrouwbaarheids- en deskundigheids-toets die wordt uitgevoerd door de Stichting Toezicht Effectenverkeer (hierna: STE) en die is onderworpen aan de bestuursrechtelijke toetsing door het College van Beroep voor het Bedrijfsleven (hierna: CBB). In dat kader zal eveneens een uitspraak worden behandeld van de Commissie van Beroep AEX, waarin de toetsing van de deskundigheid en betrouwbaarheid van een beursgemachtigde centraal staat. Daarna zal recente jurisprudentie worden behandeld met betrekking tot het verrichten van diensten als effectenbemiddelaar zonder vergunning in de zin van artikel 7 lid 1 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: Wte 1995). Tot slot zal worden behandeld het arrest van de Hoge Raad inzake de zogenaamde 'spotforex-transacties', waarin een oordeel wordt gegeven met betrekking tot de reikwijdte van het begrip 'effecten' onder de Wte 1995.

Voordat de uitspraken daadwerkelijk zullen worden behandeld, willen we kort ingaan op de aard van de diverse procedures. Opgemerkt dient te worden dat de rechtsbescherming op het gebied van het effectenrecht karaktertrekken vertoont van een lappendeken. Dat blijkt alleen al uit de verschillende procedures die hieronder aan de orde komen.

Vanuit bestuursrechtelijk oogpunt geldt dat tegen een besluit van de STE bezwaar kan worden aangetekend bij de STE. Tegen de beslissing die de STE op het bezwaar neemt, kan beroep worden aangetekend bij de sector bestuursrecht van de Rechtbank Rotterdam. Het CBB zal in hoger beroep, naar aanleiding van beslissingen van de bestuursrechter van de Rechtbank Rotterdam, een oordeel kunnen geven over de besluiten van de STE^{1,2}. In het geval Amsterdam Exchanges N.V. (hierna: AEX, thans: Euronext) de bevoegde instantie is om een besluit te nemen, staat tegen dit besluit beroep open bij de Commissie van Beroep AEX. De besluiten van AEX zijn overigens geen bestuursrechtelijke besluiten. Een uitleg over een verbodsbepaling uit de Wte 1995 kan indirect ook aan de orde komen in een civiele procedure tussen twee partijen, dan wel in een strafzaak. Beide soorten procedures zullen worden behandeld in deze bijdrage.

Betrouwbaarheid en deskundigheid van bestuurders van effecteninstellingen (CBB 14 december 1999, JOR 2000, 102; President CBB 10 augustus 2000, JOR 2000, 243; Commissie van Beroep AEX 17 oktober 2000, besproken in TvE 2001-4; CBB 19 december 2000, JOR 2001, 66; CBB 30 januari 2001, JOR 2001, 67; President Rechtbank Rotterdam 29 maart 2001, JOR 2001, 160)

Het CBB heeft een aantal uitspraken gedaan met betrekking tot het oordeel van de STE over de deskundigheid en betrouwbaarheid van (kandidaat) bestuurders van effecteninstellingen. Het dagelijks beleid van een effecteninstelling dient door ten minste twee personen te worden bepaald die, naar het

* Voor tekst volledige uitspraken zie www.rechtspraak.nl onder 'zoeken' en respectievelijk Elro nr/LJN nummer AA9280 / AA9187, AA9858 en AA9896.

oordeel van de STE, voldoende deskundig en betrouwbaar zijn. Dat zijn de wettelijke vereisten. De wetgever heeft echter geen nadere invulling gegeven aan deze begrippen. Over de invulling die door de STE aan deze begrippen werd gegeven en over de wijze waarop de bestuurders werden getoetst door de STE, is in het verleden veel te doen geweest, met name omdat niet duidelijk was wat het beleid van de STE op dit punt was. Het CBB heeft in 1997 al geoordeeld dat de STE beleidsregels diende op te stellen op grond waarvan de betrouwbaarheid getoetst dient te worden.³

In de uitspraak van het CBB van 14 december 1999 heeft Etude Investment Services B.V. (hierna: Etude) zich onder andere beroepen op het ontbreken van beleidsregels. De STE had geoordeeld dat de bestuurder van Etude niet voldoende betrouwbaar zou zijn, waardoor de vergunningaanvraag werd afgewezen. Het bestreden besluit van de STE dateert van 15 oktober 1998 en was gebaseerd op het door de STE gevoerde beleid. Onderdeel van dat gevoerde beleid was een toetsing van strafrechtelijke antecedenten van de kandidaat-bestuurder. In deze procedure stelde Etude zich op het standpunt dat niet iedere overtreding (zeker niet indien er nog geen sprake was van een veroordeling) gemaakt door de betreffende bestuurder als het ware automatisch tot de conclusie moet leiden dat de betrokken bestuurder onvoldoende betrouwbaar is om het dagelijks beleid van een effecteninstelling te bepalen. Afgezien van de inhoudelijke verweren tegen het oordeel van de STE omtrent de betrouwbaarheid, stelde Etude dat die conclusie in ieder geval een nadere motivering behoeft, welke slechts achterwege zou kunnen blijven indien de STE het door haar gevoerde beleid op de daartoe voorgeschreven wijze openbaar zal hebben gemaakt in een beleidsregel. Het CBB is echter, blijkens zijn uitspraak van 14 december 1999, van oordeel dat de STE een oordeel kan geven over de betrouwbaarheid van bestuurders op basis van het door haar gevoerde beleid, ook al was dit beleid niet in een beleidsregel kenbaar gemaakt. Hoewel het belang van deze uitspraak achterhaald lijkt, gelet op het feit dat de STE inmiddels een beleidsregel omtrent de toetsing van de betrouwbaarheid heeft gepubliceerd, is deze uitspraak in zoverre van belang dat het CBB hiermee duidelijk heeft gemaakt dat betrouwbaarheidsoordelen van vóór de publicatie van de beleidslijn niet reeds stranden omdat ze gebaseerd zijn op een niet openbaar gemaakte beleidslijn.

De uitspraak van de Commissie van Beroep AEX van 17 oktober 2000 betrof het geval waarin AEX (thans Euronext) de heer S. had afgewezen als beurs-

gemachtigde van een tot de optiebeurs toegelaten effecteninstelling. Reden voor de afwijzing was dat AEX van mening was dat de heer S. niet voldoende deskundig en betrouwbaar was gebleken. AEX had haar oordeel volledig gebaseerd op een besluit van de STE van ruim een half jaar daarvoor, welk besluit was gericht tegen een besloten vennootschap waarvan de heer S. enig bestuurder was. In dat besluit wees de STE de vergunningaanvraag ex artikel 7 lid 1 Wte 1995⁴ van die besloten vennootschap af, omdat de enig bestuurder van de vennootschap, de heer S., volgens de STE niet voldoende deskundig en betrouwbaar was. In de uitspraak van 17 oktober 2000 heeft de Commissie van Beroep AEX aangegeven dat de deskundigheids- en betrouwbaarheidstoets voor een beursgemachtigde, een geheel ander karakter heeft dan de wettelijke deskundigheids- en betrouwbaarheidstoets van een bestuurder van een effecteninstelling. Een beursgemachtigde is een persoon die een toegelaten instelling in alle zaken met betrekking tot de handel in effecten of derivaten tegenover andere beursgemachtigden en AEX-functionarissen vertegenwoordigt. Met andere woorden: de beursgemachtigde is niet verantwoordelijk voor de dagelijkse leiding of het dagelijks beleid van de effecteninstelling. Derhalve worden aan de deskundigheid en betrouwbaarheid van een beursgemachtigde andere eisen gesteld in vergelijking met de deskundigheid en betrouwbaarheid van een bestuurder van een effecteninstelling. Volgens de Commissie van Beroep AEX had AEX daartoe een eigen onderzoek moeten verrichten. AEX kon derhalve niet volstaan met het simpelweg overnemen van de bevindingen van de STE.

De toets van de betrouwbaarheid en deskundigheid van de bestuurders van een effecteninstelling is niet alleen aan de orde ten tijde van de aanvraag van een vergunning ex artikel 7 lid 1 Wte 1995. Bestuurders dienen ook nadien aan deze vereisten te voldoen. In de praktijk is gebleken dat de bevindingen van een controleonderzoek van de STE kunnen leiden tot het oordeel dat een bestuurder niet langer deskundig en/of betrouwbaar is. Dat dit zelfs kan leiden tot intrekking van de vergunning blijkt uit de uitspraken van het CBB van 30 januari 2001 en van de President CBB van 10 augustus 2000. De laatstgenoemde uitspraak betrof een vermogensbeheerder, Hanekroot en Van der Poel B.V., die beschikte over een vergunning in de zin van artikel 7 lid 1 Wte 1995. Naar aanleiding van een controle die de STE bij deze effecteninstelling uitvoerde, werd een groot aantal tekortkomingen geconstateerd, onder andere met betrekking tot de administratieve organisatie en interne controle (hierna: AO/IC) en ten aanzien van

het eigen vermogen en het toetsingsvermogen van de vennootschap. De STE concludeerde dat de bestuurders van de vermogensbeheerder niet langer betrouwbaar en deskundig waren. Het negatieve oordeel omtrent de betrouwbaarheid van de bestuurders had de STE gebaseerd op het feit dat Hanekroot en Van der Poel B.V. had samengewerkt met een niet-geregistreerde effecteninsetting, waarbij, in tegenstelling tot wat aan de STE werd bericht, actief werd geprobeerd nieuwe cliënten aan te trekken. Het oordeel omtrent de deskundigheid baseerde de STE op de bevinding dat de bestuurders hadden nagelaten aantoonbaar afdoende maatregelen te treffen teneinde de geconstateerde gebreken in de AO/IC te verhelpen en in overeenstemming te brengen met de relevante eisen. Naar het oordeel van de STE hadden de bestuurders geen, dan wel onvoldoende, invulling gegeven aan hun bestuurlijke verantwoordelijkheid. De gevraagde voorlopige voorziening in het kader van de intrekking van de vergunning is door de President CBB afgewezen.

Naast deze voorlopige voorziening heeft het CBB, in zijn uitspraak van 30 januari 2001, in een vergelijkbaar geval een uitspraak gedaan in een bodemprocedure. Ook in deze zaak oordeelde de STE dat de bestuurders van een vermogensbeheerder, Direct Invest B.V. (hierna: DI), niet langer deskundig en betrouwbaar waren, naar aanleiding van de bevindingen van een controleonderzoek door de STE. De bevindingen waren vergelijkbaar met de hiervoor genoemde bevindingen bij Hanekroot en Van de Poel B.V.: tekortkomingen in de AO/IC en het aannemen van orders van niet-geregistreerde effecteninsettingen. Uiteindelijk werd de vergunning van DI ingetrokken. Naar het oordeel van het CBB had de STE deze maatregel mogen nemen, mede gelet op de ernst van de tekortkomingen. Daarnaast, zo oordeelde het CBB, had DI welbewust het risico genomen dat de STE maatregelen zou nemen nu DI de aanmaningen van de STE om haar AO/IC op orde te brengen en niet langer orders aan te nemen van niet-geregistreerde effecteninsettingen, niet had opgevolgd.

Van belang is te constateren dat de STE, op basis van haar bevindingen zoals vastgelegd in een controllerapport, een aantal maatregelen kan treffen. De meest ingrijpende maatregel betreft uiteraard de intrekking van de vergunning. Over het algemeen zal in eerste instantie een aanwijzing worden gegeven op de voet van artikel 28 lid 2 Wte 1995. Volgens het eerste lid van artikel 28 Wte 1995 kan de STE, indien zij constateert dat een effecteninsetting de regels niet naleeft, daarop de aandacht vestigen van de

effecteninsetting. Daarbij kan de STE blijkens het tweede lid van dit artikel een aanwijzing geven om een bepaalde gedragslijn te volgen. Indien binnen de termijn zoals genoemd in de aanwijzing de geconstateerde tekortkomingen niet zijn verholpen, kan de STE ook overgaan tot het aanstellen van een stille curator. Het is opmerkelijk dat, indien de STE bij een reguliere controle tekortkomingen ontdekt bijvoorbeeld in de AO/IC, dit veelal leidt tot een negatief oordeel omtrent de deskundigheid en betrouwbaarheid van bestuurders van de betrokken instelling. Indien dat oordeel overeind blijft, heeft dat verstrekende gevolgen voor de betrokken bestuurder(s). Het houdt immers in feite een beroepsverbod in. Dit geldt met name voor een negatief oordeel omtrent de betrouwbaarheid.

Uit de jurisprudentie is één geval bekend waarin de STE een zogenaamde 'stille curator' heeft aangesteld, naar aanleiding van controlebevindingen bij een effecteninsetting waarbij de bestuurders van de effecteninsetting niet langer voldoende deskundig en betrouwbaar werden geacht door de STE. Dit blijkt uit een uitspraak van de President van de Rechtbank Rotterdam van 29 maart 2001. In deze uitspraak heeft de president geen inhoudelijk oordeel gegeven over de aanstelling van de stille curator en het daaraan ten grondslag liggende oordeel van de STE omtrent de deskundigheid en betrouwbaarheid. Het verzoek om een voorlopige voorziening werd toegewezen op formeel-juridische gronden. In het onderhavige geval had de STE een controle uitgevoerd bij een effecteninsetting. Deze controle vond plaats in augustus en september 2000. Eind september zijn de bevindingen van het onderzoek besproken met de effecteninsetting. Eerst op 21 december 2000 werd de effecteninsetting geïnformeerd over de definitieve bevindingen van het onderzoek en werd haar een schriftelijke reactie gevraagd. Pas eind februari 2001 werd duidelijk dat een aanwijzing zou worden gegeven én dat een stille curatele zou worden aangezegd. De besluiten hiertoe werden op 7 maart 2001 genomen. De president was van mening dat de STE zowel ten aanzien van de aanwijzing als de stille curatele ten onrechte had nagelaten een hoorzitting te houden in de zin van artikel 4:8 Algemene wet bestuursrecht (hierna: Awb). Een beroep op een uitzondering op de verplichting tot het houden van deze hoorzitting, zoals bedoeld in artikel 4:11 lid 1 aanhef en sub a Awb, was volgens de president niet mogelijk. Het afzien van een hoorzitting om redenen van spoedeisendheid, was in dit geval niet gerechtvaardigd, aangezien de STE reeds vanaf eind september 2000 op de hoogte was van de feiten en omstandigheden

welke aan de bestreden besluiten ten grondslag liggen.

Zoals ook blijkt uit deze uitspraak, brengt de onverkorte toepasselijkheid van het bestuursrecht zoals neergelegd in de Awb, een aantal zeer specifieke problemen met zich mee. Hierna volgt een korte weergave van de recente ontwikkeling van een aantal bestuursrechtelijke kwesties die zich hebben voorgedaan in de context van het effectenrecht. In de eerste plaats dient vastgesteld te worden of er sprake is van een besluit waartegen bezwaar en beroep kan worden aangetekend. In het verleden is hierover nogal eens onduidelijkheid geweest. Dit komt het beste tot uitdrukking in de jurisprudentie met betrekking tot verzoeken tot informatieverstrekking. In 1992⁵ oordeelde het CBB dat een verzoek van de STE om inlichtingen te verstrekken een besluit is in de zin van de Awb en derhalve appellabel is. In de uitspraak van het CBB van 21 juli 1998⁶ oordeelde het CBB echter dat een verzoek om informatie van De Nederlandse Bank geen besluit is in de zin van de Awb. Voor wat betreft informatieverzoeken van de STE oordeelde het CBB in zijn uitspraken van 21 juli 1998⁷ en 2 maart 1999⁸, dat dit eveneens geen appellabele besluiten zijn, omdat zij niet gericht zijn op enig rechtsgevolg. Met deze uitspraken werd de boel weer op zijn kop gezet en werd bij ieder besluit dat door de STE genomen werd, weer opnieuw de vraag gesteld of het een besluit was in de zin van de Awb, of dat alleen de weg naar de civiele rechter openstond. Nog verwarrender wordt het na lezing van de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel Opneming in de Wte 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten. Hierin wordt namelijk als voorbeeld van een besluit in de zin van de Awb, expliciet het verzoek om inlichtingen genoemd.⁹

Het lijkt er op dat de STE in de hiervoor genoemde uitspraken aanleiding heeft gezien om zich steeds vaker op het standpunt te stellen dat de beslissingen die zij neemt geen appellabele besluiten zijn. Blijkens de uitspraak van het CBB van 19 december 2000¹⁰, stelde de STE zich op het standpunt dat een afwijzing door de STE van een door een effecteninsetting conform artikel 22 Besluit toezicht effectenverkeer 1995 gemeld voornemen tot het benoemen van een nieuwe bestuurder, niet tot gevolg heeft dat de effecteninsetting dit voornemen feitelijk niet zou kunnen uitvoeren. Afwijzing van een dergelijk voornemen was in de visie van de STE geen besluit, omdat het geen publiekrechtelijk rechtsgevolg heeft. Immers, doorvoering door de effecteninsetting van een afgewezen voornemen heeft niet tot

gevolg dat een wijziging optreedt in de verleende vergunning, aldus de STE. Blijkens de uitspraak van 19 december 2000 oordeelt het CBB anders en is het CBB van mening dat een afwijzing ertoe strekt te voorkomen dat de kandidaat als bestuurder wordt benoemd. Derhalve wordt aan de effecteninsetting de plicht opgelegd af te zien van een benoeming. Het CBB komt dan ook tot het oordeel dat de afwijzing wel degelijk op rechtsgevolg is gericht en derhalve een besluit is in de zin van de Awb.

Vorenbedoelde uitspraak is eveneens van belang voor het antwoord op de vraag wie als belanghebbende bij het besluit kan worden aangemerkt en wie derhalve ontvankelijk is in zijn bezwaar tegen besluiten van de STE. In het voornoemde geval had zowel de kandidaat-bestuurder als de effecteninsetting zelf bezwaar aangetekend tegen de afwijzing van de aanvraag door de STE. De STE had de kandidaat-bestuurder niet-ontvankelijk verklaard in zijn bezwaar aangezien hij geen belanghebbende zou zijn in de zin van de Awb. De STE heeft zich bij de niet-ontvankelijkverklaring van de kandidaat-bestuurder gebaseerd op de uitspraken van de President van het CBB van onder andere 13 augustus 1996 en 28 oktober 1998.¹¹ De STE stelde zich op het standpunt dat het belang van de kandidaat-bestuurder niet rechtstreeks was betrokken bij het afwijzende besluit. Het CBB is echter van oordeel dat de kandidaat-bestuurder weldegelijk ontvankelijk is in zijn bezwaar. Daarbij verwijst het CBB naar zijn uitspraak van 11 januari 2000 inzake PBI Securities/STE.¹² In die zaak had de STE een aanwijzing gegeven aan AEX (thans Euronext) met betrekking tot een toegelaten instelling. Het CBB was in dat geval van oordeel dat niettemin de belangen van de personen op wie de aanwijzing betrekking had rechtstreeks bij de aanwijzing waren betrokken, omdat het geven van de aanwijzing een verplichting inhoudt van AEX om deze aanwijzing op te volgen. In het geval van de kandidaat-bestuurder is het CBB blijkens zijn uitspraak van 19 december 2000 van mening dat de beslissing van de STE de verplichting inhoudt voor de effecteninsetting om de kandidaat-bestuurder die zij heeft voorgedragen, niet te benoemen. Zou de effecteninsetting dit wel doen dan zou zij daarmee in strijd handelen met de wet.

Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met de Wte 1995 (HR 9 februari 2001, JOR 2001, 40; Rechtbank Rotterdam 1 maart 2001, JOR 2001, 97; Rechtbank Roermond 17 mei 2001, JOR 2001, 134; Rechtbank Arnhem 5 april 2001, JOR 2001, 214)

Inmiddels is een heel aantal uitspraken beschikbaar van lagere rechters waarin aan de orde komt welke de civielrechtelijke gevolgen zijn van handelen in strijd met de Wte 1995. Is bij handelen in strijd met, bijvoorbeeld, artikel 3 lid 1 (kort gezegd: het verbod om zonder prospectus effecten bij uitgifte buiten besloten kring aan te bieden) of artikel 7 lid 1 (het verbod om zonder vergunning diensten als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder aan te bieden) Wte 1995 sprake van nietigheid, of van vernietigbaarheid (artikel 3:40 lid 2 BW), of hebben deze bepalingen niet de strekking om de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten (artikel 3:40 lid 3 BW)? Als er sprake is van nietigheid of vernietigbaarheid, welke rechtshandeling is dan precies nietig en wat zijn daarvan de gevolgen?

De Hoge Raad is er nog niet aan toegekomen om in deze duidelijkheid te geven. In de procedure die ten grondslag lag aan het arrest van de Hoge Raad van 9 februari 2001 had het Hof Amsterdam in een (hoger beroep van een) kort geding een oordeel gegeven over de civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met (thans) artikel 7 lid 1 Wte 1995. Het in Duitsland gevestigde Cogenius zou als effectenbemiddelaar zijn opgetreden zonder te beschikken over een vergunning. Een teleurgestelde belegger vorderde zijn inleg en de door hem betaalde commissie terug. Naar het oordeel van het Hof had Cogenius inderdaad over een Wte-vergunning moeten beschikken en nu zij dat niet deed, was de bemiddelingsovereenkomst nietig op de voet van artikel 3:40 lid 2 BW. Aangetekend zij dat het Hof daarbij heeft laten meewegen dat Cogenius nimmer een vergunning had aangevraagd en bovendien op de waarschuwingslijst van de STE was geplaatst. De Hoge Raad komt aan de civielrechtelijke geldigheid van het contract en de beleggingen niet toe, omdat de procedure vooralsnog is gestopt op een procesrechtelijk vraagstuk en voor verdere behandeling is verwezen naar het Hof Den Haag.

In de uitspraken van de Rechtbank Rotterdam van 1 maart 2001, de Rechtbank Arnhem van 5 april 2001 en de Rechtbank Roermond van 17 mei 2001, gaat het om gevallen waarin een vermogensbeheerder, in strijd met het bepaalde in artikel 7 lid 1 Wte 1995, zou zijn opgetreden zonder vergunning. In het

geval dat voorlag bij de Rechtbank Rotterdam was de inzet een vordering van de vermogensbeheerder tot betaling van de overeengekomen beheersvergoeding. In een eerder tussenvonnis¹³ had de Rechtbank Rotterdam al geoordeeld dat het bepaalde in artikel 7 lid 1 Wte 1995 niet uitsluitend strekt ter bescherming van beleggers, maar dat handelen in strijd met artikel 7 lid 1 Wte 1995 geacht moet worden strijdig te zijn met het algemeen belang, met nietigheid van de overeenkomst tot gevolg. Aan de vermogensbeheerder kwam dus geen vordering toe tot betaling van een beheersvergoeding. Vervolgens behandelt de rechtbank in reconventie wél de vraag of de vermogensbeheerder aansprakelijk is wegens wanprestatie dan wel onrechtmatige daad om vervolgens de daarop gerichte schadevergoedingsvordering van de belegger af te wijzen, omdat deze niet aan zijn stelplicht terzake zou hebben voldaan. Het komt vreemd over dat de belegger, in plaats van een schadevergoedingsvordering wegens onrechtmatige daad of wanprestatie, geen vordering heeft ingesteld tot (terug)betaling van het bedrag van zijn inleg, nu de bemiddelingsovereenkomst (blijkbaar) nietig was.

Een vergelijkbaar oordeel over de strekking van artikel 7 lid 1 Wte 1995 is terug te vinden in het vonnis van de Rechtbank Arnhem van 5 april 2001. De rechtbank constateert dat noch uit de Wte 1995, noch uit artikel 7 lid 1 Wte 1995 zelf volgt welk gevolg moet worden verbonden aan overtreding van artikel 7 lid 1 Wte 1995. Uit de aard en strekking van de wetsbepaling moet echter naar het oordeel van de rechtbank worden afgeleid dat deze niet uitsluitend strekt tot bescherming van de belegger, maar dat het optreden als vermogensbeheerder zonder vergunning in strijd moet worden geacht met het algemeen belang, met nietigheid van de vermogensbeheerovereenkomst tot gevolg. Of de (gedupeerde) belegger al dan niet bekend was met het verbod om op te treden als vermogensbeheerder zonder over een vergunning te beschikken is daarbij volgens de rechtbank niet relevant.

In het vonnis van de Rechtbank Roermond van 17 mei 2001 wordt er eveneens van uitgegaan dat een vermogensbeheerovereenkomst gesloten met een vermogensbeheerder die niet over de vereiste vergunning beschikt, nietig is. Deze nietigheid wordt echter door de rechtbank in zoverre gerelativeerd dat hierdoor niet de effectentransacties zelf getroffen worden die in het kader van de vermogensbeheerovereenkomst zijn aangegaan. De afwikkeling van de nietigheid leidt er dan toe dat het bedrag van de oorspronkelijke inleg, vermeerderd met de wettelijke rente, moet worden vergoed.

Een ander geluid over de civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met de Wte 1995 is terug te vinden in de wetsgeschiedenis bij de Wet opening in de Wte 1995 van bepalingen betreffende openbare biedingen op effecten.¹⁴ Daar wordt opgemerkt dat het nieuwe artikel 6b Wte 1995 (het verbod om gedurende een periode van drie jaar na gestanddoening van een openbaar bod gunstiger transacties te verrichten) strekt ter bescherming van de belegger zodat een rechter in een voorkomend geval kan beslissen dat rechtshandelingen in strijd met artikel 6b Wte 1995 vernietigbaar zijn. Voor artikel 6a Wte 1995 (kort gezegd: het verbod een openbaar bod uit te brengen zonder verkrijgbaarstelling van een biedingsbericht dat aan de regels ter zake voldoet) zou dit niet gelden: nietigheid of vernietigbaarheid van effectentransacties na gestanddoening van een openbaar bod zou tot te grote onzekerheid in de markt aanleiding geven, zodat de wetgever ervan uitgaat dat artikel 6a Wte 1995 niet de strekking heeft de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten. Hoe het zit met het aanbiedingsverbod van artikel 3 lid 1 Wte 1995 (geldt daarvoor (i) de redenering die in de hierboven aangehaalde rechtspraak is gevolgd voor artikel 7 lid 1 Wte 1995 en die leidt tot nietigheid, of (ii) de redenering in de wetsgeschiedenis ten aanzien van artikel 6(b) Wte 1995 die leidt tot vernietigbaarheid, of (iii) die ten aanzien van artikel 6(a) Wte 1995 die leidt tot de conclusie dat in ieder geval geen sprake is van nietigheid of vernietigbaarheid?) is vooralsnog onduidelijk.

Wat zijn effecten? (HR 5 juni 2001, JOR 2001, 161)

Artikel 1 onder a Wte 1995 geeft een niet limitatieve opsomming van hetgeen in de Wte 1995 wordt verstaan onder 'effecten'. De wetgever heeft uitdrukkelijk de mogelijkheid opengehouden dat een 'soortgelijk' waardepapier of recht als de met name genoemde in artikel 1 onder a sub 1 (en 2) Wte 1995, óók als effect beschouwd moet worden. In de procedure die is uitgemond in het arrest van de Hoge Raad van 5 juni 2001 ging het om de vraag of zogenaamde 'spotforextransacties' beschouwd kunnen worden als effect in de zin van de Wte 1995 via de aanduiding 'soortgelijke rechten' zoals opgenomen in artikel 1 onder a sub 2 (Wte 1995).

Deze vraag kwam aan de orde in het kader van een strafzaak. Aan de verdachte was overtreding ten laste gelegd van artikel 6 lid 1 Wte 1995 (inmiddels is het betreffende verbod opgenomen in artikel 7 lid 1 Wte 1995): het zonder vergunning optreden als effectenbemiddelaar. Het ging hier om bemiddeling

bij het totstandkomen van bepaalde valutaverrekeningstransacties. De betreffende spotforextransacties worden beschreven in de conclusie van de procureur-generaal (met name) in de onderdelen 6, 17, 18 en 19. Het betreft, kort gezegd, het aan- en vervolgens verkopen van valuta. Een ingenomen positie wordt dagelijks automatisch gesloten en vervolgens weer ingenomen (het zogenaamde 'doorrollen' van de overeenkomsten). Een positie wordt definitief beëindigd door een daartoe strekkende opdracht van de cliënt, op het moment dat een bepaalde, van tevoren door de cliënt aangegeven, koerslimiet is bereikt. Bedoeling van de transacties is het behalen van koerswinst op valuta, waarbij (los van het dagelijks 'doorrollen' van de posities) de duur van de afwikkeling wordt bepaald door de koersveranderingen, zoals zij zich voordoen.

Het Hof had deze transacties aangemerkt als 'soortgelijke rechten' als bedoeld in artikel 1 aanhef en onder a sub 1 ([bedoeld zal zijn: sub 2(, KL) Wte 1995. De Hoge Raad oordeelt dat deze visie van het Hof tegen de achtergrond van de Wte, en (onderdelen uit) de parlementaire geschiedenis, geen blijk geeft van een onjuiste opvatting en ook niet onbegrijpelijk is. Dat het Hof daarbij niets heeft vastgesteld omtrent de overdraagbaarheid en verhandelbaarheid van de contracten acht de Hoge Raad niet van belang

'aangezien artikel 1 aanhef en onder a sub 2(Wte niet inhoudt dat soortgelijke rechten slechts dan kunnen worden aangemerkt als "effecten" in de zin van die bepaling, indien zij overdraagbaar zijn.'

Het speculatieve karakter van de transacties is volgens de Hoge Raad door het Hof niet beslissend geacht nu het Hof mede betekenis heeft toegekend aan de overige door hem vastgestelde kenmerken van de transacties

'zoals het gelijktijdig verstrekken van de opdracht tot aankoop en verkoop, het ontbreken van de bedoeling dat de gekochte en verkochte valuta feitelijk zouden worden geleverd en de wijze waarop de transacties uiteindelijk werden afgerekend'.

Is met dit oordeel van de Hoge Raad nu voor iedereen duidelijk wat wel en wat niet 'soortgelijke rechten' zijn zoals bedoeld in artikel 1 onder a sub 2 (Wte 1995)? De Hoge Raad heeft al eerder een interpretatie gegeven over artikel 1 onder a Wte 1995. Toen ging het om contracten die werden aangeboden in het kader van een piramidespel. In die zaak oordeelde de Hoge Raad dat de betreffende contracten niet konden worden aangemerkt als effecten, kort gezegd, wegens de niet-overdraagbaarheid van de betreffende contracten.¹⁵ In zijn motivering bij het

Jurisprudentie effectenrecht

arrest van 5 juni 2001 verwijst de Hoge Raad naar onderdelen uit de parlementaire geschiedenis van de Wte 1995. De Hoge Raad haalt hierbij aan dat blijkens de parlementaire geschiedenis

- 1 zowel opties en termijncontracten die het recht of de plicht geven tot levering van de onderliggende waarden als die welke recht geven tot verrekening in geld, vallen onder de definitie van effecten (rechtsoverweging 5.4.2); en dat
- 2 de Wte 1995 van toepassing is indien sprake is van een recht dat soortgelijk is aan de rechten op overdracht op termijn van zaken, zoals bijvoorbeeld het geval is bij overeenkomsten waarbij de verrekening van koersverschillen tussen valuta als beleggingsproduct wordt aangeboden (rechtsoverweging 5.4.3).

De opties en termijncontracten worden met name genoemd onder 2(van artikel 1 onder a Wte 1995. Voor de uitleg van 'soortgelijke rechten' biedt die verwijzing dus geen goed handvat. De Hoge Raad acht – blijkbaar – de spotforextransacties soortgelijk aan de rechten op overdracht op termijn van zaken.

Op grond van welke positieve kenmerken van de spotforextransacties de Hoge Raad nu precies tot dit oordeel komt valt in het arrest niet terug te vinden. Voor de praktijk is het jammer dat de in de jurisprudentie beschikbare richtlijnen, voor het beantwoorden van de vraag wanneer iets een effect is, zo casuïstisch blijven. Op grond van het arrest van 5 juni 2001 staat eigenlijk alleen vast dat spotforexovereenkomsten met de kenmerken zoals in deze procedure aan de orde waren, effecten zijn. Duidelijk is voorts ook dat de Hoge Raad thans van oordeel is dat het ontbreken van de kenmerken overdraagbaarheid en verhandelbaarheid niet tot de conclusie mag leiden dat de betreffende contracten géén effecten zijn in de zin van artikel 1 onder a Wte 1995. Daarmee vervalt een mogelijk onderscheidend criterium, en lijkt het erop dat in de toekomst met een ruimere uitleg van wat effecten zijn, rekening moet worden gehouden.

Mw. mr. C.W.M. Lieveerse en mw. mr. M. van Schuppen zijn beide advocaat bij Loyens & Loeff, Amsterdam.

- 1 Tot voor kort was dit anders en kon tegen de beslissing op bezwaar van de STE rechtstreeks beroep worden aangetekend bij het CBB.
- 2 Overigens vermelden we nog dat dit een beschrijving op hoofdlijnen is; de Wte 1995 kent uitzonderingen op de hier beschreven rechtsgang, bijvoorbeeld in het geval van een besluit in het kader van een openbaar bod.
- 3 CBB 3 juli 1997, Droog & Partners/STE, AB 1998, 27.
- 4 Volgens artikel 7 lid 1 Wte 1995, mag een effectenbemiddelaar of een vermogensbeheerder zijn diensten niet in of vanuit Nederland aanbieden, zonder over een vergunning te beschikken van de STE.

- 5 STE/KPMG Klynveld Accountants, UCB 1992, 78.
- 6 Bosque Teca Verde/DNB, AB 1998, 437.
- 7 ING/STE, JB 1998, 223.
- 8 ING/STE JOR 1999, 64.
- 9 TK 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 11.
- 10 Kandidaat-bestuurder/STE.
- 11 Bourgh Options B.V./STE respectievelijk Van Zessen/STE.
- 12 AB 2000, 180.
- 13 Rechtbank Rotterdam 5 oktober 2000, JOR 2000, 221.
- 14 *Staatsblad* 2001, 181; zie voor de wetsgeschiedenis TK 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 10.
- 15 HR 29 juni 1999, JOR 1999, 150.