



Stichting Autoriteit Financiële Markten
Per e-mail: nrgfo@afm.nl

Van Hazellhoff Centre for Financial Law, Universiteit Leiden
Datum 29 februari 2016
Betreft Reactie inzake het consultatievoorstel wijziging Nrgfo Wft

1. Inleiding en samenvatting

1. Op 3 februari 2016 heeft de Stichting Autoriteit Financiële Markten (“AFM”) een consultatiedocument gepubliceerd betreffende een voorgenomen besluit tot wijziging van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (“Nrgfo Wft”) ter zake van de regels met betrekking tot de bescherming van de rechten van cliënten inzake voor cliënten bewaarde financiële instrumenten (“consultatiedocument”). Blijkens het consultatiedocument is de AFM voornemens de beleggersgiro niet langer toe te staan als instrument van vermogensscheiding. Voorts acht de AFM het denkbaar dat ook bewaring van financiële instrumenten via een effectenbewaarbedrijf in de toekomst niet meer wordt toegestaan als middel van vermogensscheiding. De AFM verneemt graag van “marktpartijen” hoe hierover wordt gedacht. Hoewel wij ons niet als “marktpartij” beschouwen, maakt het Hazellhoff Centre for Financial Law¹ gaarne gebruik van de mogelijkheid te reageren op de door de AFM voorgenomen wijziging van de Nrgfo Wft.
2. Samenvattend achten wij het onwenselijk bewaring van financiële instrumenten via een effectenbewaarbedrijf of beleggersgiro in de toekomst niet langer toe te staan.² Banken dienen naar ons idee namelijk de keus te houden zelf te bepalen of zij de bescherming van de rechten van cliënten willen realiseren langs de weg van de Wet giraal

¹ Het Hazellhoff Centre for Financial Law maakt deel uit van het Instituut voor Privaatrecht van de Universiteit Leiden en verzorgt onderwijs en onderzoek op het terrein van het financiële recht. Drie hoogleraren leiden het Hazellhoff Centre for Financial Law: prof. mr. drs. M. Haentjens, prof. mr. R.P. Raas en prof. mr. W.A.K. Rank. Zie voor meer informatie www.law.leidenuniv.nl/financieelrecht.

² In het consultatiedocument richt de AFM haar pijlen in eerste instantie op de beleggersgiro en beargumenteert dat het houden van financiële instrumenten via een beleggersgiro niet langer zou moeten worden toegestaan. Uit het consultatiedocument moet echter worden afgeleid dat de AFM dezelfde mening toegedaan is ten aanzien van op bewaring via een effectenbewaarbedrijf.

effectenverkeer (“Wge”) of door een of meer bewaarbedrijven. Denkbaar is bovendien dat de rechten van cliënten in bepaalde gevallen beter kunnen worden gewaarborgd door bewaarbedrijven. Hoe dan ook kunnen wij ons slecht vinden in de argumentatie die de AFM heeft gehanteerd in haar consultatiedocument. Hieronder lichten wij dit standpunt nader toe.³

2. Bescherming cliënt

3. Uit het consultatiedocument kan worden afgeleid dat de AFM meent dat de Wge altijd een “juridisch sterkere bescherming” dan een bewaarbedrijf biedt, terwijl de Wge altijd “dezelfde functionaliteit” als bewaarbedrijven zou kunnen bieden. Dat is naar ons idee niet noodzakelijkerwijs het geval. Ten eerste is de reikwijdte van de Wge blijkens art. 1 jo art. 10 en 35 Wge namelijk ‘beperkt’ tot financiële instrumenten als bedoeld in onderdeel a, b of c van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft. Andere financiële instrumenten vallen er dus niet onder, tenzij deze door Euroclear Nederland als zodanig zijn aangewezen (zie art. 1 Wge).
4. Ofschoon met de omschrijvingen van deze categorieën financiële instrumenten, afgezien van derivaten⁴, de meeste soorten financiële instrumenten zullen worden ‘opgepikt’, kunnen wij ons voorstellen dat toch niet alle effecten kwalificeren als financiële instrumenten in de zin van art. 1:1 onder a, b of c Wft. Te denken valt bijvoorbeeld aan effecten die niet “verhandelbaar” zijn in de zin van de Wft, hoewel dat een vereiste is om als “financieel instrument” in de zin van diezelfde wet te kwalificeren. Denkbaar is ook dat sprake is van hybride of gestructureerde instrumenten, waarvan onduidelijk is of zij kwalificeren als effecten in de zin van de Wft of als derivaten in de zin van deze wet. Bovendien kunnen in de toekomst financiële instrumenten worden ontwikkeld waarvan nu niet goed valt te overzien of zij als “financiële instrumenten” in de zin van de Wft zullen kwalificeren. In al deze gevallen zullen cliënten deze financiële instrumenten willen kunnen aanhouden en in al deze gevallen zal de desbetreffende beleggingsonderneming moeten blijven voldoen aan de eis van vermogensscheiding op grond van art. 4:87 Wft. Dat zal dan

³ Een van ons heeft het onderstaande ook elders aan de orde gesteld: W.A.K. Rank, Requiem voor het effectenbewaarbedrijf?, Tijdschrift voor Financieel Recht, nr. 3/2016, p. 70 e.v.

⁴ Met het in het kader van de Wijzigingswet financiële markten 2016 aangenomen voorstel voor een in de Wge op te nemen vermogensscheidingsregeling voor derivaten hoopt de Minister van Financiën een beschermingsregime voor deze categorie financiële instrumenten te creëren. Zie Kamerstukken II, 2014/2015, 34 198, nrs 1-3.

echter niet kunnen door effectenbewaring via op basis van de Wge (tenzij deze desbetreffende instrumenten door Euroclear Nederland zijn aangemerkt als ‘Wge-effecten’), maar wel door effectenbewaring met een bewaarbedrijf.

5. Ook biedt de Wge niet noodzakelijkerwijs altijd een “juridisch sterkere bescherming” dan een bewaarbedrijf om de volgende reden. Volgens het consultatiedocument “behoudt de cliënt van de beleggingsonderneming [overeenkomstig het bepaalde in de Wge] het juridisch eigendom over zijn financiële instrumenten”. Wij leiden hieruit af dat de AFM van mening is dat een cliënt een goederenrechtelijke aanspraak jegens zijn beleggingsonderneming heeft in het systeem van de Wge. Daarmee zijn wij het graag eens. Een cliënt “behoudt” echter geen “juridisch eigendom” in dat systeem. Als een cliënt effecten in het systeem van de Wge inbrengt, verliest hij namelijk zijn eigendomsrecht ten aanzien van die effecten en wordt dat recht van rechtswege omgezet in een mede-eigendomsrecht op basis van de Wge.⁵ Een cliënt heeft dan op grond van art. 12 Wge als “deelgenoot” een aandeel in een gemeenschap die wordt gevormd door alle (aanspraken op) effecten van dezelfde soort die de desbetreffende beleggingsonderneming voor haar cliënten (en zichzelf) houdt. Dat heeft als belangrijk gevolg dat als zich – bijvoorbeeld in faillissement van de beleggingsonderneming – een eventueel tekort in die gemeenschap voordoet, de cliënten gezamenlijk dat tekort moeten dragen (ook wel bekend als het *fellow customer risk*, zie art. 27 Wge).
6. Uit het consultatiedocument leiden wij af dat de AFM meent dat de aanspraak van de belegger in het systeem van de effectenbewaarbedrijven, anders dan in het systeem van de Wge, van verbintenisrechtelijke aard is. Ook daarmee zijn wij het graag eens. Anders dan de AFM betoogt, betekent dit echter niet dat “de cliënt (theoretisch) het risico [loopt] zijn financiële instrumenten kwijt te raken in geval van faillissement”, terwijl “de cliënt bij Wge-bewaring het juridisch eigendom over zijn financiële instrumenten behoudt”. De verbintenisrechtelijke aard van de aanspraak van de cliënt in het systeem van bewaring met een effectenbewaarbedrijf brengt namelijk mee dat hij als concurrent schuldeiser moet delen in de opbrengsten (en dus: eventuele tekorten) van het bewaarbedrijf met de overige schuldeisers van dat bewaarbedrijf. Op grond van de statuten van het bewaarbedrijf zouden die overige schuldeisers geen andere moeten kunnen zijn dan mede-clënten.

⁵Zie M. Haentjens, Tekst&Commentaar Ondernemingsrecht (7e druk 2014), aant. 2 op art. 12 Wge.

7. Op grond van hetgeen hierboven ten aanzien van de Wge is opgemerkt, lijkt de positie van de cliënt in het systeem van effectenbewaarbedrijven dus sterk op die van de cliënt in het systeem van de Wge. In beide gevallen blijven de financiële instrumenten buiten de boedel van de beleggingsonderneming: bij effectenbewaarbedrijven omdat de financiële instrumenten zijn ondergebracht in een aparte entiteit, bij de Wge omdat deze financiële instrumenten van rechtswege deel uitmaken van een apart vermogen. En in beide gevallen worden tekorten omgeslagen onder de cliënten (zij het dat in het Wge-systeem de tekorten worden verdeeld per soort effect, terwijl dat bij de bewaarbedrijven over de gehele boedel wordt bepaald). In beide gevallen - bewaring via de Wge of via een effectenbewaarbedrijf - zal het dan ook uiteindelijk de administratie van de bank of het effectenbewaarbedrijf bepalend zijn voor de vraag of de cliënt in het faillissement van de desbetreffende beleggingsonderneming zijn rechten kan effectueren.⁶
8. Wat ons betreft betekent het hebben van een verbintenisrechtelijke aanspraak dan ook niet noodzakelijkerwijs dat de cliënt in het geval van een faillissement van de beleggingsonderneming slechter af is als zijn financiële instrumenten door een effectenbewaarbedrijf worden bewaard in plaats van door de beleggingsonderneming op basis van de Wge. Daarbij komt dat als (rechten ten aanzien van) in het buitenland gehouden effecten de effecten in de boeken van de buitenlandse (*sub*)*custodian* worden aangehouden voor het effectenbewaarbedrijf en niet voor de beleggingsonderneming, de buitenlandse (*sub*)*custodian* zich dan niet de vraag hoeft te stellen wat de consequenties zijn van het houden van effecten voor een failliete entiteit.
9. Belangrijk is bovendien te constateren dat voor beide vormen van effectenbewaring geldt dat de mate van bescherming van de cliënt niet alleen wordt bepaald door de wijze van bewaring naar Nederlands recht. In beide gevallen - bewaring via de Wge of via een effectenbewaarbedrijf - zal de cliënt namelijk zijn rechten slechts kunnen effectueren voor zover de desbetreffende beleggingsonderneming, respectievelijk het effectenbewaarbedrijf haar/zijn aanspraken jegens de buitenlandse (*sub*)*custodian* kan effectueren. Anders gezegd (en in antwoord op een expliciet door de AFM geformuleerde vraag): de rechten van de cliënten

⁶ Art. 165 lid 1 onder a Bgfo Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming alle gegevens en rekeningen bijhoudt die noodzakelijk zijn om haar op elk moment onmiddellijk in staat te stellen de financiële instrumenten die voor een cliënt worden aangehouden, te onderscheiden van voor andere cliënten aangehouden financiële instrumenten en haar eigen financiële instrumenten.

ten aanzien van financiële instrumenten kunnen slechts ten dele worden gewaarborgd door de structuur van effectenbewaring naar Nederlands recht, waar die financiële instrumenten uiteindelijk bij buitenlandse (*sub*)*custodians* worden aangehouden.

3. Europees normenkader

10. Voorts betoogt de AFM dat bewaring op grond van de Wge beter zou aansluiten bij het Europese normenkader omdat MiFID ervan uitgaat dat de bewaring van financiële instrumenten plaatsvindt door de beleggingsonderneming zelf. Volgens de AFM “bewaart een beleggingsonderneming in het geval van Wge-conforme bewaring zelf”. Ten eerste miskent dit argument dat de financiële instrumenten die een beleggingsonderneming in het systeem van de Wge voor haar cliënten ‘bewaart’ (ook) geen deel uitmaken van haar eigen vermogen (maar van een van rechtswege ontstane gemeenschap). Dat neemt overigens niet weg dat de desbetreffende beleggingsonderneming de administratie van die gemeenschap voert. Maar ook in het systeem van de bewaarbedrijven voert de beleggingsonderneming de administratie van haar bewaarbedrijf.
11. Ten tweede miskent dit argument dat de positie van een partij die optreedt als bewaarder van financiële instrumenten van land tot land kan verschillen, ook binnen de Europese Unie. Zo zal een bewaarder in een trustjurisdictie activa voor cliënten op eigen naam kunnen houden die van rechtswege zijn afgescheiden van zijn eigen activa, terwijl voor het creëren van een dergelijke afscheiding in continentale rechtsstelsels ingewikkelde wetgeving noodzakelijk is. Men denke in dit verband behalve aan de Wge bijvoorbeeld aan het Depotgesetz in Duitsland en het Koninklijk Besluit no. 62 in België. Daarbij geldt dan ook nog dat de Wge en het Depotgesetz uitgaan van een mede-eigendomsrecht van de cliënt, terwijl het Koninklijk Besluit no. 62 is gebaseerd op een revindicatierecht.⁷

4. Kosten

⁷ Zie voor een beschrijving van het KB no. 62 bijvoorbeeld M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law; Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, Alphen aan den Rijn 2007, p. 57-92, en meer recent: A. Fontaine and M.C.E.M. van der Haegen, *Holding Securities in the Euroclear System*, in: P. Zijp e.a. (red.), *Koersen rondom Christel*, Deventer 2011, p. 73-90 en de aldaar vermelde literatuur.

12. Ten slotte zijn wij weinig onder de indruk van de stelling van de AFM dat de “operationele gevolgen” van het opheffen van de effectenbewaarbedrijven “gering” zouden zijn. Deze stelling miskent namelijk dat in alle gevallen waarin de bewaarbedrijven rekeningen voor cliënten aanhouden bij buitenlandse (*sub*)*custodians*, met al deze (*sub*)*custodians* zal moeten worden onderhandeld over de overgang van de financiële instrumenten van bewaarbedrijf naar beleggingsonderneming en de bijbehorende wijziging van tenaamstelling. Omdat over het algemeen voor elk ‘buitenlands’ financieel instrument een andere buitenlandse (*sub*)*custodian* wordt gebruikt, hebben beleggingsondernemingen regelmatig met een veelheid van buitenlandse (*sub*)*custodians* van doen. Onze inschatting is dan ook dat dit – naast de kosten die een beleggingsonderneming zou moeten maken voor het opheffen van de bewaarbedrijven, de overgang van de financiële instrumenten naar de beleggingsonderneming, het aanpassen van de voorwaarden en het informeren van cliënten –wel degelijk bezwaarlijk zou kunnen zijn.
13. Bovendien is onze ervaring dat het fenomeen effectenbewaarbedrijf redelijk eenvoudig is uit te leggen aan buitenlandse cliënten en *subcustodians* als men in dit verband het begrip “nominee” ten tonele voert, terwijl het systeem van de Wge door de complexiteit ervan vaak veel vragen oproept. Het heeft iets bizars dat een beschermingsconstructie die al vele jaren in de Nrgfo naast bescherming via de Wge wordt erkend als een valide wijze van bescherming opeens niet meer aan de eisen (die overigens niet zijn veranderd) zou voldoen.
14. Ten aanzien van beleggersgiro’s geldt bovendien dat het voorstel van de AFM het einde zal betekenen van deze specifieke wijze van vermogensscheiding. Een beleggersgiro doet echter méér dan alleen het bewerkstelligen van vermogensscheiding. Een beleggersgiro stelt (met name particuliere) beleggers in staat om op laagdrempelige en kostenefficiënte wijze te beleggen in beleggingsfondsen en (‘fracties’ van) andere effecten. Het opheffen van de beleggersgiro kan met name voor kleine beleggers een belangrijk kostennadeel opleveren wanneer zij niet meer via een beleggersgiro hun orders kunnen inleggen. Het aanhouden en administreren van ‘fracties’ van effecten is weliswaar inmiddels ook onder de Wge mogelijk (zie art. 16 lid 1 Wge), maar het is maar de vraag of aanbieders van beleggersgiro’s bereid zijn de investeringen te doen om dit mogelijk te maken. In het licht van het ontbreken van evidente voordelen van bewaring van (fracties van) effecten onder de Wge zien wij

geen reden om deze belegger deze goedkope en efficiënte wijze van beleggen te ontzeggen.

5. Cliëntsegregatie

15. Een laatste reden om de effectenbewaarbedrijven (nog) niet vaarwel te zeggen, zou gelegen kunnen zijn in de mogelijkheid om met deze figuur cliënten extra bescherming te bieden. Zo kan worden gedacht aan het oprichten van aparte effectenbewaarbedrijven voor de financiële instrumenten van specifieke cliënten. Met name voor grote institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, kan dit een aantrekkelijke optie zijn. In deze constructie, die kan worden aangeduid als “cliëntsegregatie”, hoeft de cliënt derhalve niet meer te delen in een omslag van eventuele tekorten die zich bij andere cliënten voordoen (zoals hierboven beschreven thans wel het geval is in zowel de Wge als de huidige regeling van de effectenbewaarbedrijven). Deze constructie zou ook kunnen worden gebruikt voor het bewaren van financiële instrumenten voor de gezamenlijke cliënten van een en dezelfde vermogensbeheerder. In die variant kan worden gesproken van “beperkte omnibussegregatie”.