

# **GECOMBINEERDE COMMISSIE VENNOOTSCHAPSRECHT**

**van de**

**Nederlandse Orde van Advocaten**

**en de**

**Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie**

## **Advies inzake**

**Het voorstel tot Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten op het terrein van de financiële markten (Wijzigingswet financiële markten 2016), hierna: “het Voorstel.”**

### **1. Inleiding**

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële beroepsorganisatie (hierna: de **Gecombineerde Commissie**) heeft kennis genomen van het Voorstel dat ter consultatie is aangeboden. In het Voorstel wordt een aantal onderwerpen behandeld. De Gecombineerde Commissie beperkt haar opmerkingen tot twee onderwerpen: (i) de mogelijkheid tot schorsen bestuurders bij twijfel aan geschiktheid en (ii) de bescherming van derivatenbeleggers tegen faillissement tussenpersonen.

### **2. Samenvatting**

#### **Ad (i) De mogelijkheid tot schorsen bestuurders bij twijfel aan geschiktheid**

De Gecombineerde Commissie meent dat dit voorstel niet goed is vanuit een oogpunt van rechtsbescherming en beveelt aan dit voorstel niet te volgen. De Gecombineerde Commissie meent dat het voorstel op dit punt het risico inhoudt dat personen zich reeds terugtrekken zonder dat de hertoetsing wordt uitgevoerd. Dit is niet wenselijk omdat daarmee de kwaliteit van de toetsingsprocedure zich aan toetsing door de rechter onttrekt.

#### **Ad (ii) Bescherming derivatenbeleggers tegen faillissement tussenpersonen**

De Gecombineerde Commissie kan zich vinden in de hoofdlijnen van dit voorstel en beperkt zich tot twee suggesties.

### **3. Mogelijkheid tot schorsen bestuurders bij twijfel geschiktheid**

Het Voorstel voorziet in de mogelijkheid om personen die onderworpen zijn aan een geschiktheidseis bij twijfel omtrent deze geschiktheid onmiddellijk te kunnen schorsen. Dit zou moeten gebeuren door een aanpassing van artikel 1:75 Wft waarin opgenomen zou worden dat niet pas een aanwijzing<sup>1</sup> kan worden gegeven als niet voldaan wordt aan de wettelijke eisen<sup>2</sup> (artikel 1:75 lid 1 Wft), maar reeds wanneer sprake is van twijfel aan de geschiktheid van de betreffende persoon.

Anders dan in het Voorstel is aangeduid, gaat het niet alleen om bestuurders, maar om alle dagelijks beleidsbepalers (waaronder bestuurders) en degenen die binnen de onderneming belast zijn met toezicht (de commissarissen), aldus artikel 3:8 en 4:9 Wft.

De gedachte die aan dit voorstel ten grondslag ligt is dat in de praktijk twijfel kan ontstaan omtrent geschiktheid van een persoon en dat dat reeds kan leiden tot prudentiële of reputatierisico's, zodat de toezichthouder de mogelijkheid moet hebben om reeds bij twijfel, hangende een verder onderzoek naar de vraag of de desbetreffende persoon nu wel of niet geschikt is, aan te kunnen sturen op schorsing van deze persoon.

Het Voorstel trekt hier een parallel met de betrouwbaarheidseis. Deze eis geldt overigens voor een ruimere kring van personen (art. 3:9 en 4:10 Wft). De wettelijke norm ten aanzien van de betrouwbaarheid is dat deze buiten twijfel dient te staan. Op basis van deze formulering gaat het Voorstel er van uit dat zodra twijfel ontstaat over de betrouwbaarheid van een persoon, reeds kan worden aangestuurd op schorsing van deze persoon, ook al is er nog geen (definitief) oordeel over de vraag of de betrouwbaarheid inderdaad niet langer buiten twijfel staat. Het Voorstel wenst op basis van deze parallel te bereiken dat op dezelfde wijze een voorlopig ingrijpen mogelijk is bij twijfel omtrent geschiktheid, zodat vervolgens kan worden uitgezocht of die twijfel terecht is.

De Gecombineerde Commissie meent dat deze parallel niet op gaat en heeft inhoudelijke bezwaren tegen het voorstel, in het bijzonder uit een oogpunt van rechtsbescherming. De Gecombineerde Commissie gaat eerst in op dit laatste punt.

Uitgangspunt is dat de personen waar het om gaat eerder door de toezichthouder zijn getoetst op geschiktheid en geschikt zijn bevonden (het gaat immers om een schorsingsmogelijkheid van zittende bestuurders en commissarissen). Bij geschiktheid gaat het om persoonlijke expertise en capaciteiten in ruime zin, gemeten naar de eisen die voortvloeien uit het bedrijf van de betreffende financiële onderneming. De Beleidsregel

---

<sup>1</sup> Naar moet worden aangenomen heeft het Voorstel het oog op de mogelijkheid om een aanwijzing te geven aan de financiële onderneming om over te gaan tot schorsing van de betreffende persoon.

<sup>2</sup> In dit geval: dat de betreffende persoon 'geschikt' is.

geschiktheid 2012 geeft in dat kader enige handvatten, maar voorts de nodige beoordelingsruimte aan de toezichthouder.

Geschiktheid is gekoppeld aan het bedrijf van de financiële onderneming. Iemand die geschikt is om een grote bank te leiden is niet per se geschikt om een kleine verzekeraar aan te sturen (en omgekeerd). Overigens is het uitgangspunt dat iemand die geschikt is bevonden dat blijft, met dien verstande dat er aanleiding kan zijn om een hertoetsing uit te voeren. Volgens de eigen regels van de toezichthouders kan dat alleen als zich daartoe een 'redelijke aanleiding' voordoet.<sup>3</sup>

Naar de waarneming van de Gecombineerde Commissie laat de praktijk zien dat de personentoetsingen door kandidaat bestuurders en commissarissen als een obstakel worden gezien, niet vanwege de inhoud van de toets zelf, maar wel vanwege de procedure, de duur daarvan en de onzekerheid van de uitkomst. Vanwege het afbreukrisico zijn lang niet alle geschikte kandidaten bereid om de toets te ondergaan of de uitkomst af te wachten als tijdens de procedure bedenkingen lijken op te komen. Als een kandidaat de toets ondergaat maar niet doorstaat, komt het veel voor dat het (dreigende) negatieve oordeel van de toezichthouder niet door de rechter wordt getoetst. Dit is omdat kandidaten zich dan veelal alsnog terugtrekken en niet zelden ook de desbetreffende onderneming besluit om af te zien van de voorgenomen benoeming. Negatieve publiciteit, de relatie van de desbetreffende onderneming met de toezichthouder en kosten zijn hier vaak doorslaggevende overwegingen. Vanuit de kandidaten en ondernemingen zijn dit begrijpelijke overwegingen. Het betekent echter wel dat relatief weinig kritisch door een buitenstaander (de rechter) kan worden gekeken naar de toetsingsprocedure en de wijze waarop de toezichthouders invulling geven aan de open normen voor geschiktheid. De Gecombineerde Commissie acht dit vanuit kwaliteitsbewaking van het toetsingsproces geen wenselijke ontwikkeling.

Bij de hier aan de orde zijnde *hertoetsing* zijn deze zorgen niet minder. Ook in dat geval komt niet zelden voor, als de toezichthouder meent dat er een redelijke aanleiding is voor hertoetsing, dat de betreffende persoon besluit op te stappen of terug te treden.

De Gecombineerde Commissie schat in dat dit effect nog toeneemt als de toezichthouder ook nog de bevoegdheid krijgt om reeds bij aanvang van de hertoetsing de betreffende persoon te laten schorsen door de onderneming. Schorsing leidt immers tot openbaarheid en in de praktijk zal een dergelijk terugtreden niet zelden onomkeerbaar zijn. Dat zou tot effect kunnen hebben dat nog meer personen ervoor kiezen om de toetsing niet af te wachten en vrijwillig terug te treden, al dan niet na aandringen via de toezichthouder en de desbetreffende onderneming. Bedacht moet worden dat dit niet te maken hoeft te hebben met de 'terechtheid' van de verdenking, maar simpelweg kan worden veroorzaakt door het feit dat de onderneming geen issues wenst met de toezichthouder en de persoon

---

<sup>3</sup> Zie het Informatiebulletin Toetsingen AFM en DNB.

niet het lijdend voorwerp wil zijn van een publieke hertoetsing. Aan dit ervaringsgegeven kan niet worden voorbijgegaan. Het aan een toetsing door DNB verbonden reputatierisico voor zowel instelling als betrokkene is dusdanig dat er naar de waarneming van de Gecombineerde Commissie in veel gevallen voor wordt gekozen om deze niet af te wachten, ook in gevallen waarin een negatieve uitkomst van die (her)toetsing niet evident is. Het zou dan ook de verwachting van de Gecombineerde Commissie zijn dat een aangekondigde schorsing hetzelfde effect zou hebben, waardoor het in veel gevallen niet tot een inhoudelijke toetsing zal komen en de (dreigende) schorsing daarmee bovendien een oneigenlijk fait accompli oplevert.

In dit verband wijst de Gecombineerde Commissie er voorts op een hertoetsing van de geschiktheid in die zin ook bijzonder is dat de persoon eerder geschikt is bevonden. Zijn expertise en capaciteiten zijn dus akkoord bevonden door de toezichthouder. Van de juistheid van die toets mag worden uitgegaan. Bij een (redelijke) aanleiding voor een hertoetsing moet worden bedacht dat het feit dat binnen de onderneming, onder leiding van de bestuurder, een fout wordt gemaakt of door de bestuurder zelf een fout wordt gemaakt, natuurlijk niet als zodanig betekent dat deze persoon (dus) mogelijk toch niet geschikt is.

De hierboven aangeduide parallel met de betrouwbaarheidstoets gaat, zoals gezegd, niet op. Daar is de wettelijke norm dat de betrouwbaarheid buiten twijfel dient te staan. De invulling daarvan is noodzakelijkerwijs enigszins vaag, maar kent niettemin een wettelijke invulling in artikel 15 Bgfo Wft en artikel 8 Bpr Wft. Daar is bepaald wanneer de betrouwbaarheid niet langer buiten twijfel staat (bijvoorbeeld in geval van een onherroepelijke veroordeling ter zake van bepaalde misdrijven, niet langer dan acht jaar geleden, letter a). Anders dan het Voorstel kennelijk aanneemt, is naar de inschatting van de Gecombineerde Commissie niet juist dat er nog een voorstadium bestaat (van twijfel over de vraag of de betrouwbaarheid wel of niet buiten twijfel staat) die aanleiding zou kunnen zijn om alvast over te gaan tot het geven van een aanwijzing aan de onderneming om de betreffende persoon heen te zenden of te schorsen.

#### **4. Bescherming van derivatenbeleggers bij faillissement tussenpersonen**

De Gecombineerde Commissie constateert, met instemming, dat de hoofdlijnen van het huidige voorstel aansluiten bij suggesties die de Gecombineerde Commissie in 2007 (zie bijlage) heeft gedaan, naar aanleiding van een eerder consultatiedocument over dit onderwerp. Dat geldt in het bijzonder voor de verplichte inschakeling door de curator van het beheer van de derivatenportefeuille door een deskundige (artikel 47h lid 1 Wge).

De Gecombineerde Commissie beperkt zich thans tot enkele opmerkingen:

De overdracht van het derivatenvermogen als bedoeld in artikel 49h lid 2 Wge vergt civielrechtelijk de medewerking van ieder van de derivatenbeleggers. Naar Nederlands recht is daartoe contractsoverneming (artikel 6:159 BW) vereist. Weliswaar kan de medewerking uit omstandigheden worden afgeleid, maar de Gecombineerde Commissie vraagt zich af of het niet aanbeveling verdient te voorzien in vervangende toestemming van de toezichthouder op vergelijkbare wijze als dit is voorzien bij portefeuilleoverdracht tussen verzekeraars (afdeling 3.5.1A Wft).

Er zou zich een samenloop kunnen voorzien tussen de regeling van hoofdstuk 3B van de Wge en de Interventiewet. De Gecombineerde Commissie schat in dat bij faillissement van een bankbeleggingsonderneming het niet de bedoeling is om het derivatenvermogen onderdeel te laten uitmaken van een overdrachtsplan en dat in dat geval de regeling van artikel 49h Wge prevaleert. Overigens doet deze samenloop zich pas voor bij faillissement en zal een overdrachtsplan normaal gesproken eerder aan de orde zijn.

Den Haag, 13 augustus 2014

## **GECOMBINEERDE COMMISSIE VENNOOTSCHAPSRECHT**

van de  
Nederlandse Orde van Advocaten  
en de  
Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie

### **Consultatiedocument Wijziging van de Wet giraal effectenverkeer**

#### **1. Inleiding**

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie ("**Gecombineerde Commissie**") maakt graag gebruik van de uitnodiging van de Minister van Financiën en de Minister van Justitie om te reageren op de consultatie omtrent de wijziging van de Wet giraal effectenverkeer ("**Wge**").

Blijkens het consultatiedocument hebben de voorgestelde wijzigingen twee hoofddoelstellingen: (i) het verschaffen van een goederenrechtelijke bescherming aan cliënten van intermediairs met betrekking tot alle financiële instrumenten in de zin van de Wet op het financieel toezicht ("**Wft**"); en (ii) het bewerkstelligen van een verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten.

Deze doelstellingen, en voorgestelde wijze van uitvoering daarvan, geven de Gecombineerde Commissie aanleiding tot de hierna volgende opmerkingen. Genoteerd wordt dat bij het onderstaande commentaar is uitgegaan van de Wft, zoals die zou luiden na implementatie van de Markets in Financial Instruments Directive ("**MiFID**") op basis van de concept wetsvoorstellen d.d. 21 december 2006 en 19 maart 2007.

#### **2. Samenvatting**

De Gecombineerde Commissie heeft bedenkingen ten aanzien van het voorgestelde systeem om cliënten van intermediairs bescherming te bieden tegen het faillissementsrisico en stelt enkele alternatieve oplossingen voor ten behoeve van bewaring of beheer van derivatenposities. De overige wijzigingen die zijn voorgesteld betreffen de voortzetting op een ingeslagen weg (namelijk: een verdergaande, maar uitdrukkelijk geen volledige, dematerialisatie). De Gecombineerde Commissie is wat betreft dematerialisatie een voorstander van een meer fundamentele bezinning op en aanpassing van de Wge en waar nodig, Boek 2 BW.

Meer in het algemeen zou het de Gecombineerde Commissie welkom zijn indien de door het Ministerie van Financiën enkele jaren geleden in het vooruitzicht gestelde meer integrale modernisering en aanpassing van de Wge aan de behoeftes van het grensoverschrijdend effectenverkeer gestalte krijgt. Een dergelijke exercitie zal de bruikbaarheid, inzichtelijkheid en



systematiek van de Wge beter kunnen waarborgen dan *ad hoc* aanpassingen aan deelproblemen die in de praktijk rijzen.

3. Het verschaffen van goederenrechtelijke bescherming aan cliënten van intermediairs met betrekking tot financiële instrumenten in de zin van de Wft

Anders dan de eerste alinea van de memorie van toelichting in het consultatiedocument doet vermoeden, voorziet het ontwerp-wetsvoorstel ("**wetsvoorstel**") niet in een goederenrechtelijke bescherming voor cliënten van intermediairs met betrekking tot *alle* financiële instrumenten in de zin van de Wft. De voorgestelde uitbreiding betreft twee onderdelen: (a) (voor zover het effecten aan toonder betreft:) niet alleen door het centraal instituut aangewezen effecten, maar alle effecten in de zin van de Wge (zie onder punt 5 hierna) die in bewaring zijn gegeven aan het centraal instituut of een intermediair, alsmede effecten die door een intermediair worden aangehouden ten behoeve van een cliënt op een buitenlandse effectenrekening (artikel 8), vormen onderdeel van een verzameldepot in de zin van de Wge; en (b) derivatencontracten die worden verhandeld op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit ("**MTF**") komen onder de reikwijdte van de Wge in de vorm van een nieuw Hoofdstuk 3A, Titel 2.

Ad (a):

De Gecombineerde Commissie kan zich vinden in het meer open systeem dat hiermee wordt voorgestaan, waarbij het niet langer afhankelijk is van een aanwijzing van het centraal instituut of cliënten van een intermediair tegen wiens faillissement dient te worden beschermd.

Ad (b):

De geboden bescherming wordt beperkt tot de beursverhandelde derivaten (optiecontracten en futures), en alle overige derivaten, waaronder alle derivaten die niet via de beurs, maar "over the counter" ("**OTC**") worden verhandeld blijven buiten de reikwijdte van de Wge. De Gecombineerde Commissie acht deze beperking niet onlogisch (bij OTC derivaten gaat het in het algemeen om één op één contracten waarbij de handelende partijen onderkennen kredietrisico te lopen op elkaar en dit door middel van contractuele bepalingen zoveel mogelijk trachten te beperken), maar meent wel dat de beperkte reikwijdte uit de memorie van toelichting duidelijker moet blijken.

Het beschreven systeem in Hoofdstuk 3A, Titel 2, komt erop neer, zo begrijpt de Gecombineerde Commissie het voorstel, dat de rechten die de intermediair heeft uit hoofde van de beursverhandelde derivaten, maar die de intermediair houdt ten behoeve van cliënten, zoveel mogelijk buiten het faillissement van de intermediair blijven<sup>1</sup>. Het is de bedoeling om derivatencontracten die een intermediair heeft gesloten ten behoeve van cliënten zoveel mogelijk af te wikkelen alsof er geen faillissement is. Daartoe wordt de curator belast met het beheer van deze contracten (artikel 49b). Het beheer kan ook worden overgedragen aan een andere intermediair (artikel 49c lid 4). Gerealiseerde baten worden voor de betreffende cliënt gereserveerd (artikel 49c lid 2).

<sup>1</sup> De Gecombineerde Commissie bespreekt hieronder de verhouding tussen de cliënt en de intermediair (artikel 49b en 49c). Voor de bepalingen ten aanzien van clearinginstellingen (artikel 49d en 49e) geldt *mutatis mutandis* hetzelfde.

Het opdragen van beheer en afwikkeling van derivaten aan de faillissementscurator van een intermediair, lijkt de Gecombineerde Commissie een onwenselijke propositie. Terwijl in de praktijk een curator al ten minste enige weken nodig heeft de gang van zaken in het bedrijf van een failliet te kunnen bevatten, geldt dat het beheer van derivaten onmiddellijke, dagelijkse en bovendien deskundige aandacht behoeft (bijvoorbeeld voor het bewaken van de marginverplichtingen en het doen van margin calls). Van een faillissementscurator kan niet worden verwacht dat hij dit beheer vanaf de dag van het faillissement op juiste wijze kan uitoefenen. Weliswaar wordt in het consultatiedocument de mogelijkheid geboden aan de curator om een deskundige in te schakelen (artikel 49b lid 2), maar hij is daartoe niet verplicht.

De Gecombineerde Commissie meent dan ook dat, uitgaande van de wens om (de rechten verbonden aan) beursgenoteerde derivaten die tot stand zijn gekomen op naam van de intermediair maar ten behoeve van cliënten af te zonderen van de failliete boedel van de intermediair, gekozen zou moeten worden voor een andere oplossing, bijvoorbeeld:

- (a) Reeds bij aanvang worden de derivaten ondergebracht bij een bewaarschikking die optreedt als rechthebbende van de derivatenposities ten behoeve van cliënten van de intermediair. Een nadeel vormen de hieraan verbonden kosten voor iedere intermediair die hierin zou moeten voorzien (verwezen wordt naar de memorie van toelichting, pag. 2). Een tweede nadeel zou kunnen zijn dat het gebruik van dit soort aparte bewaarinstellingen door de intermediairs een enigszins verwrongen constructie oplevert, die niet vergelijkbaar is met enige in andere lidstaten gebruikte beleggersbescherming en die aldus buitenlandse institutionele beleggers weinig aanspreekt.
- (b) In de wet wordt voorzien in een "algemeen opvanginstrument" voor het beheer van derivatencontracten in geval van faillissement van een intermediair, bijvoorbeeld als volgt: (i) er wordt een stichting opgericht waarvan het bestuur wordt gevormd door personen die deskundig zijn ten aanzien van de bedrijfsvoering van een beleggingsonderneming en derivatencontracten in het bijzonder<sup>2</sup>; (ii) in geval van een faillissement van een beleggingsonderneming met een derivatenportefeuille wordt bij de faillietverklaring door de rechtbank verklaard dat de portefeuille met derivatencontracten onder algemene titel overgaat naar deze stichting om binnen dit verband te worden beheerd en afgewikkeld<sup>3</sup>.

De Gecombineerde Commissie ziet als belangrijkste voordeel van de hierboven onder (b) genoemde optie ten opzichte van het beheer door de curator zoals voorzien in het consultatiedocument dat vanaf de eerste dag van het faillissement is voorzien in een deskundig beheer van de portefeuille.

<sup>2</sup> De kosten van oprichting en onderhoud van deze stichting zouden moeten worden omgeslagen over de collectiviteit van beleggingsondernemingen die op de Nederlandse markt opereren. De bestuurders van de stichting kunnen worden aangetrokken uit de sector van het effectenbedrijf; het zouden nevenfuncties kunnen zijn voor deskundige, ervaren en te goeder naam bekend staande handelaren in derivaten, omdat van betrokkenen alleen dan inzet wordt verwacht indien zich onverhoopt een faillissement van een intermediair voordoet.

<sup>3</sup> Onverlet de mogelijkheid van de cliënt om overdracht te verlangen naar een andere beleggingsonderneming, vergelijk artikel 49 lid 6 van het wetsvoorstel.



Als er niet gekozen zou worden voor enige vorm van de hiervoor bedoelde deskundige opvang van het beheer, meent de Gecombineerde Commissie dat als hoofdregel zou hebben te gelden dat de curator verplicht is een deskundige in te schakelen om het beheer van de derivatenportefeuille op zich te nemen. Voorts kan worden gedacht aan de variant dat de curator de mogelijkheid krijgt om van een opvanginstrument zoals hierboven bedoeld onder (b) of een andere partij te verlangen het beheer van de derivatenportefeuille van de boedel over te nemen<sup>4</sup>.

De Gecombineerde Commissie stelt vast dat conform het door het consultatiedocument voorgestelde systeem van de curator wordt verwacht dat hij ten aanzien van de derivatencontracten het bedrijf van de intermediair voortzet. De curator mag daarvoor overigens deskundige hulp inroepen (artikel 49b lid 2) op kosten van de cliënten aan wie de hulp te goede komt (artikel 49 lid 3). Zo moet de curator niet alleen rechten en verplichtingen inventariseren (artikel 49c lid 1), maar ook de marginverplichtingen van de cliënten bewaken (artikel 49 c lid 3), bij de cliënt zonodig aanvullende zekerheden opvragen en overgaan tot onverwijld sluiting van de posities als de cliënt hier niet aan voldoet (artikel 49c lid 3). Zoals ook mag blijken uit uitspraken van zowel de gewone rechter als van de Klachtencommissie DSI, leidt dit onderdeel van het beheer van derivatencontracten met enige regelmaat tot klachten en claims van beleggers. Aan de curator wordt dan ook een voortzetting opdragen van een bedrijf dat bepaald niet zonder risico's is. Zou bijvoorbeeld een curator niet overgaan tot *onverwijld* sluiting van posities als de cliënt geen zekerheden stelt, dan zou de cliënt de curator kunnen aanspreken voor daardoor geleden schade. In de systematiek van de Faillissementswet zou dit een boedelschuld opleveren. De overige crediteuren lopen hiermee een risico op vermindering van de voor verhaal beschikbare baten. In de memorie van toelichting wordt aan dit aspect geen aandacht besteed.

Ook als de curator geen fouten maakt, zal het in ieder geval een taak betreffen die zal leiden tot additionele tijdsbesteding door de curator en daarmee tot salariskosten. Deze kosten worden kennelijk omgeslagen over de cliënten van de derivatenportefeuille, zodat de andere crediteuren daarvan niet slechter zouden moeten worden (artikel 49b lid 1 en lid 3). De cliënten van de derivatenportefeuille zullen hiervan echter wel nadeel ondervinden, omdat de beheerskosten van de curator waarin moet worden bijgedragen hoger zullen zijn dan de kosten die volgens het contract voor rekening van de cliënt mogen worden gebracht.

De Gecombineerde Commissie is het eens met de gedachte dat de cliënt steeds kan verlangen dat de contractposities tussen de cliënt en de intermediair en die tussen de intermediair en de tegenpartij per de datum van het faillissement kunnen worden overgenomen door een andere door de cliënt aan te wijzen intermediair (artikel 49c lid 4 en 6). Ook dit zou een overgang onder algemene titel kunnen zijn, om complicaties bij contractoverneming te vermijden. Volgens artikel 49c lid 4 moet de cliënt wachten tot de curator het nodige voorwerk heeft gedaan (zie artikel 49c lid 1) en is hij bovendien afhankelijk van de toestemming van de curator. Maar waarom zou de cliënt moeten wachten en hier afhankelijk moeten zijn van de toestemming van de curator? Onduidelijk is op welke gronden de curator deze toestemming zou mogen onthouden. Bijvoorbeeld als hij zou menen dat voortzetting van de relatie met de cliënt niet bezwaarlijk is en voor de boedel voordelig zou zijn? Dat kan niet de bedoeling zijn. Deze beperkingen lijken de

<sup>4</sup> Het consultatiedocument voorziet nu niet in deze mogelijkheid. Alleen op verlangen van de cliënt kan overdracht van de contracten en de daarmee samenhangende posities naar een andere intermediair plaatsvinden (artikel 49c leden 4 en 6).

Gecombineerde Commissie dan ook onwenselijk. De Gecombineerde Commissie meent dat de cliënt, die door het faillissement wordt gedupeerd, optimale flexibiliteit zou moeten hebben om zijn posities onder algemene titel te laten overgaan. Uiteraard zou daarbij veilig moeten worden gesteld dat de failliete intermediair niet ten gevolge van de overdracht zijn *pro rata* aanspraken op vergoeding zou mislopen.

#### 4. Het bewerkstelligen van een verdergaande vorm van dematerialisatie van effecten

Deze doelstelling wordt in het wetsvoorstel ingevuld door (i) de bepaling dat effecten aan toonder alleen nog door middel van een verzamelbewijs in bewaring gegeven kunnen worden onder de Wge (artikel 8 onder a, zie ook artikel V voor een bepaling van overgangsrecht); en (ii) het als hoofdregel onmogelijk maken van uitlevering van effecten (artikel 26 lid 3, artikel 45 lid 3, zie ook artikel IV voor een bepaling van overgangsrecht).

De Gecombineerde Commissie kan zich in hoofdlijnen vinden in deze aanpassingen. Wat betreft het onmogelijk maken van uitlevering, meent de Gecombineerde Commissie dat het goed zou zijn dat de wetgever duidelijk maakt dat dit niet in de weg staat aan een (gedeeltelijke) uitlevering van effecten aan toonder of op naam (met een corresponderende “afboeking” op het verzamelbewijs aan toonder, bijvoorbeeld om uitwisseling tussen Nederlandse en buitenlandse systemen te kunnen uitvoeren).

De Gecombineerde Commissie meent dat de door de wetgever voorgestane verdergaande vorm van dematerialisatie onderstreept dat de girale effecten in de zin van de Wge steeds minder gezien kunnen worden als een derivaat van oorspronkelijke toonderstukken. Het zou dan ook goed zou zijn om, in plaats van een verdergaande dematerialisatie van het aandeel aan toonder, volledige dematerialisatie te overwegen<sup>5</sup>, met erkenning van de realiteit dat de rekeninghouders van de aangesloten instellingen bij een dergelijk giraal aandeel hebben te gelden als de aandeelhouders, met de daarbij behorende rechten op basis van Boek 2 BW. Dit zou dan moeten leiden tot een aanpassing van de Wge die aansluit bij de realiteit dat een giraal effect een effect is met een geheel eigen karakter en een daarmee corresponderende wijziging van de bepalingen van Boek 2 BW.

#### 5. Technische opmerkingen

- (i) Op grond van artikel 1 onder e wordt “effect” onder de Wge gedefinieerd als een financieel instrument als bedoeld in onderdeel a, b of c van de Wft. Het betreft hier de volgende drie categorieën: effecten (maar dan in de zin van de Wft), geldmarktinstrumenten en rechten van deelnemingen in een beleggingsinstelling (niet zijnde een effect in de zin van de Wft). Onder effect in de zin van de Wft vallen verhandelbare aandelen, obligaties en convertibles. Het gebruik van begrip effecten in de Wge en de Wft met een afwijkende betekenis zou tot verwarring kunnen leiden. De Gecombineerde Commissie meent dat voor te onderscheiden begrippen aparte definities (bijvoorbeeld: “girale effecten” versus “effecten” zouden moeten worden gebruikt).

<sup>5</sup>

Verwezen wordt ook naar de interim-rapportage van de Werkgroep Effecten aan toonder.

- (ii) Blijkens artikel 1 onder f wordt onder "intermediair" onder andere verstaan een beleggingsonderneming waaraan het op grond van de Wft is toegestaan in Nederland ten name van cliënten rekeningen in financiële instrumenten aan te houden. Deze toevoeging sluit niet aan bij de in de Wft omschreven beleggingsdiensten die door beleggingsondernemingen worden verleend. Is het niet zo dat iedere beleggingsonderneming financiële instrumenten die toebehoren aan cliënten onder zich mag houden, mits adequate maatregelen zijn getroffen om vermogensscheiding te waarborgen (artikel 4:87 Wft)? De Gecombineerde Commissie meent dan ook dat volstaan zou kunnen worden met de aanduiding "waaraan het ingevolge de Wft is toegestaan in Nederland beleggingsdiensten te verlenen". Verwezen wordt ook naar de memorie van toelichting op pag. 16, bovenaan. Daarnaast merkt de Gecombineerde Commissie op dat het onderdeel van de definitie "ten name van cliënten" te beperkend is. In sommige bewaarconstructies worden effecten geadministreerd op rekeningen die ten name van beleggingsondernemingen zelf (of ten name van "nominees" van beleggingsondernemingen) staan, en deze categorie intermediairs zou dan wellicht onbedoeld buiten de reikwijdte van deze wettelijke regeling vallen.
- (iii) De vermelding in artikel 8 onder b "waaraan het op grond van de wet is toegestaan ten name van cliënten rekeningen in effecten aan te houden" is voor de Gecombineerde Commissie onduidelijk. Kennelijk wordt hier gedoeld op de buitenlandse instelling? En welke "wet" wordt hier dan bedoeld: de Nederlandse? Deze wetsbepaling zou duidelijker geformuleerd moeten worden.
- (iv) Een verzamelbewijs wordt (artikel 1 onder h) aangeduid als een document "terzake" van de betreffende effecten. De Gecombineerde Commissie meent dat de aanduiding "een document dat alle tot een verzameldepot of girodepot behorende effecten van de desbetreffende soort belichaamt" specifieker zou zijn.
- (v) Volgens artikel 26 lid 1 is uitlevering van een fractie niet mogelijk. Dit lijkt juist, maar maakt niet duidelijk hoe het recht op een fractie kan worden verwezenlijkt als er wel recht bestaat op een fractie.
- (vi) In het voorgestelde artikel 11 lid 4 is de verhouding tussen de intermediair die stukken aan het verzamelbewijs kan toevoegen c.q. afhalen en de uitgevende instelling niet erg duidelijk. De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of het hier bepaalde voldoende is doordacht. Hetzelfde geldt voor artikel 11 lid 5 en artikel 36 lid 4 en 5.
- (vii) In artikel 26 lid 3 wordt een limitatieve opsomming gegeven van gevallen waarin effecten kunnen worden uitgeleverd. Zoals de Gecombineerde Commissie hierboven al aangaf, zijn er ook andere gevallen denkbaar waarin uitlevering van effecten nodig kan zijn, bijvoorbeeld bij overheveling naar een ander systeem. Dit laatste zou aan lid 3 kunnen worden toegevoegd, maar daarnaast lijkt het de Gecombineerde Commissie wenselijk dat andere gevallen waarin uitgeleverd mag worden bij regeling van de Minister van Financiën kunnen worden vastgesteld. Deze opmerking betreft ook artikel 45 lid 3 voor uitleveringen uit een giraal depot.

- (viii) De overgangsregeling voor de bestaande toonderstukken in de depots lijkt onvolledig. Die stukken kunnen na twee jaar niet meer worden uitgeleverd, maar wat dan? De intermediair kan die stukken laten opnemen in het verzamelbewijs, maar is niet verplicht dat te doen. Zou die verplichting niet moeten gelden (bij ommekomst van de periode van twee jaar) om lacunes te voorkomen? Daarnaast komt het de Gecombineerde Commissie voor dat de termijn van 3 maanden genoemd in Artikel IV praktisch gesproken veel te kort is. Een termijn van een jaar ligt meer voor de hand.

In verband met de principiële vragen die in het begin van dit rapport aan de orde zijn gesteld met betrekking tot Hoofdstuk 3A, meent de Gecombineerde Commissie dat het in dit stadium niet zinvol is technisch commentaar te geven op dit onderdeel van het wetsvoorstel. Te zijner tijd wordt de Gecombineerde Commissie graag in de gelegenheid gesteld dit alsnog te doen, wanneer die principiële vragen zijn geadresseerd.

Den Haag, 6 juli 2007