

Vermogensscheiding: aandachtspunten bij de bescherming van de rechten van cliënten

*mw. drs. Y.O.M. van Vugt en mr. A.A. van Angeren**

Het faillissement van Van der Hoop Bankiers NV heeft nogmaals laten zien dat vermogensscheiding van groot belang is voor de bescherming van de rechten van cliënten. Onder vermogensscheiding wordt verstaan: het scheiden van financiële instrumenten van cliënten van het vermogen van de beleggingsonderneming.

Uit het marktbreed onderzoek dat de AFM heeft gedaan naar de vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen is gebleken dat het een complex onderwerp is. De complexiteit bestaat met name uit de vereiste samenhang van juridische en operationele aspecten die moeten zorgdragen voor een adequate bescherming van de rechten van cliënten.

Het doel van dit artikel is u te informeren over het onderwerp vermogensscheiding en de aandachtspunten daarbij voor de compliance officers.

De aandachtspunten voor compliance officers liggen met name bij de issues die kunnen spelen op het gebied van het bewaren van financiële instrumenten bij een derde, de voorwaarden waaraan een bewaarinstelling dient te voldoen, het 'levering tegen betaling'-principe alsmede de administratieve organisatie en interne controle.

1. Vermogensscheiding is van belang

Bij het tot stand komen van een transactie in financiële instrumenten en de afwikkeling daarvan kunnen meerdere functies worden onderscheiden: handel, clearing, afwikkeling en bewaring. De vermogensscheidingsregels richten zich met name op de bescherming van het eigendomsrecht van cliënten bij de afwikkeling en bewaring van transacties in financiële instrumenten.

In de Wet op het financieel toezicht ('Wft') en aanverwante regelgeving¹ zijn regels opgenomen die beleggingsondernemingen verplichten om met betrekking tot de financiële instrumenten van cliënten regelingen te treffen die ervoor zorgdragen dat de rechten van die cliënten worden beschermd. De vermogensscheidingsregels dienen te waarborgen dat in geval van faillissement van de beleggingsonderneming de financiële instrumenten van cliënten voldoende zijn afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming, zodat de financiële instrumenten van cliënten bij faillissement van de beleggingsonderneming niet in de boedel van de beleggingsonderneming vallen.

De vermogensscheidingsregels zijn van groot belang voor de goede werking van de markt en het waarborgen van vertrouwen in de financiële markt. Indien de vermogensscheiding onvoldoende gewaarborgd is, dan kunnen de financiële

instrumenten van cliënten mogelijk wel in de boedel van de failliete beleggingsonderneming vallen. Hiermee zouden de rechten van cliënten alsmede het vertrouwen van cliënten in de markt onmiddellijk zijn geschaad.

De wetgever bestrijdt de risico's van het niet-nakomen van vermogensscheidingsregels door beleggingsondernemingen zeer krachtig. Het vertrouwen in de financiële markten kan namelijk zeer snel onderuit worden gehaald als cliënten, al is het maar sporadisch, niet zouden kunnen beschikken over hun financiële instrumenten. Door de afwikkelings- en bewaringsrisico's te minimaliseren kan een cliënt er zeker van zijn dat hij te allen tijde over zijn financiële instrumenten kan beschikken en dat geeft hem een veiliger gevoel bij het investeren in financiële instrumenten. De AFM ziet toe op de adequate naleving van de vermogensscheidingsregels door beleggingsondernemingen.

In het vervolg van dit artikel zal met name worden ingegaan op de vermogensscheiding bij banken, aangezien de banken een kerntaak vervullen bij het beschermen van de rechten van cliënten bij de afwikkeling van transacties in en bewaring van financiële instrumenten.

Beleggingsondernemingen (orderremisiers en brokers, niet zijnde banken) dienen er namelijk op toe te zien dat hun cliënten hun gelden en financiële instrumenten aanhouden op een of meer rekeningen op eigen naam bij een bank die betrokken is bij de (uitvoering of) afwikkeling van de transacties.

2. Wat houden de vermogensscheidingsregels in?

Een bank kan aan de eisen van vermogensscheiding voldoen door de voorwaarden van artikel 6:18 Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft ('Nrgfo Wft') na te leven. Dit artikel vereist dat banken in zodanige waarborgen voorzien dat aan het 'levering tegen betaling'-principe wordt voldaan en dat de rechten van beleggers afdoende zijn beschermd. Zo komt bij de afwikkeling van transacties in financiële instrumenten de vraag aan de orde hoe de eigendomsoverdracht wordt geëffectueerd, alsmede

* Yvette van Vugt is werkzaam bij de Toezichtgroep Financiële Ondernemingen en Aert van Angeren is werkzaam bij het Competentiecentrum Juridische Zaken van de AFM.

1. Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft en Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

hoe de levering tegen betaling plaatsvindt. Bij de bewaring van financiële instrumenten speelt het eigendomsrecht een rol.

2.1 Eigendomsrecht (en overdracht eigendom)

De Nrgfo Wft stelt voor banken in artikel 6:18 onder a, twee mogelijkheden voor om de vereiste vermogensscheiding te kunnen waarborgen:

1. Indien de financiële instrumenten vallen onder de Wet giraal effectenverkeer (Wge) en de beleggingsonderneming is aangesloten bij Euroclear Nederland, worden de financiële instrumenten door de beleggingsonderneming conform de bepalingen van de Wge bewaard en geadministreerd².
2. Indien de financiële instrumenten niet vallen onder de Wet giraal effectenverkeer (Wge) worden de financiële instrumenten bewaard bij een bewaarinstelling die aan een aantal voorwaarden voldoet.

Ad 1. Financiële instrumenten die onder de Wge vallen

De eerste mogelijkheid is juridisch-technisch gezien het sterkst. Diegenen die financiële instrumenten bezitten die – via een bank – conform de bepalingen van de Wge worden bewaard zijn namelijk eigenaar van de financiële instrumenten. Het eigendomsrecht is het meest omvattende recht dat er bestaat (gemeenschappelijk recht van mede-eigendom). Het kan jegens eenieder worden uitgeoefend, ongeacht een faillissement van de bank.

De Wge-bescherming houdt in dat wanneer de bij Euroclear Nederland aangesloten instelling³ failliet gaat, de cliënt van deze aangesloten instelling zowel een verbintenisrechtelijke aanspraak jegens de aangesloten instelling heeft als een goederenrechtelijke aanspraak op eenzelfde hoeveelheid financiële instrumenten als zij heeft ingebracht.

Momenteel is de goederenrechtelijke bescherming in geval van faillissement van een aangesloten instelling beperkt tot de financiële instrumenten ten aanzien waarvan Euroclear Nederland heeft bepaald dat zij tot een verzameldepot en een girodepot⁴ in de zin van de Wge kunnen behoren. Euroclear Nederland hanteert juridische en operationele toelatingscriteria bij het toelaten van financiële instrumenten tot het Wge-systeem⁵. Het betreft in ieder geval op Euronext Amsterdam genoteerde beursfondsen.

Ad 2. Financiële instrumenten die niet onder de Wge vallen

De tweede mogelijkheid – de bewaarinstelling – is juridisch minder sterk dan de eerste, doch wordt door de AFM wel geaccepteerd als een aanvaardbare oplossing om vermogensscheiding te waarborgen, mits deze met de nodige waarborgen is omkleed. Diegenen die financiële instrumenten bezitten die via een bewaarinstelling worden bewaard hebben een vorderingsrecht jegens de bewaarinstelling (deze is zelf juridisch eigenaar van de financiële instrumenten). Dit vorderingsrecht kan slechts jegens de bewaarinstelling worden uitgeoefend, niet jegens eenieder. Bij faillissement van de bewaarinstelling hebben niet alleen bezitters van financiële instrumenten maar ook eventuele andere crediteuren een vordering jegens de bewaarinstelling. Gevolg is dat de

cliënten bij faillissement van de bewaarinstelling in de regel minder terug zullen krijgen dan waarop zij recht hebben. Dit is de reden waarom er regels zijn om ervoor te zorgen dat de bewaarinstelling vrijwel niet failliet kan gaan.

Tot financiële instrumenten die niet onder de Wge vallen behoren onder andere eurobonds; niet-beursgenoteerde fondsen, structured products en beleggingsinstellingen; en in het buitenland genoteerde beursfondsen.

2.2 Levering tegen betaling

De afwikkeling van transacties in financiële instrumenten vindt in de regel voor beursgenoteerde financiële instrumenten plaats op de derde werkdag na de transactiedatum. Dat is een internationale standaard. Op deze dag wordt het eigendomsrecht overgeboekt, waarna de transactie in alle opzichten juridisch is bekrachtigd.

De procedure die bij de afwikkeling van transacties in beursgenoteerde financiële instrumenten wordt gevolgd garandeert dat geld en financiële instrumenten gelijk worden overgestoken. Dit betekent dat de financiële instrumenten worden betaald bij gelijktijdige ontvangst van deze financiële instrumenten of vice versa. Gedane transacties in beursgenoteerde financiële instrumenten zijn namelijk uitgezonderd van de Faillissementswet. Hierdoor is een transactie in beursgenoteerde financiële instrumenten al een voldongen feit zodra de afwikkelingsprocedure in gang is gezet. Voor transacties in niet-beursgenoteerde financiële instrumenten dient de beleggingsonderneming eveneens maatregelen te treffen om 'levering tegen betaling' te garanderen.

2. Het systeem van de Wge is ontstaan naar aanleiding van een uitspraak van de Hoge Raad in 1968 inzake Teixeira de Mattos. De problematiek daarin was dat de financiële instrumenten die in open bewaaring waren gegeven door cliënten niet individualiseerbaar bleken te zijn, aangezien geen nummervantwoording was aangehouden. Bij het faillissement bleken de financiële instrumenten in de boedel van de bank te vallen. Men heeft naar aanleiding daarvan naar alternatieven gezocht van bewaring waarbij geen nummervantwoording hoefde te worden aangehouden, maar wel de eigendomspositie van de cliënten werd gewaarborgd.
3. Een aangesloten instelling is degene die als zodanig door Euroclear Nederland is toegelaten.
4. Het girodepot is een gemeenschap bestaande uit de door alle aangesloten instellingen gezamenlijk bij Euroclear Nederland in bewaring gegeven financiële instrumenten. Het verzameldepot is een gemeenschap bestaande uit de door alle cliënten gezamenlijk bij één aangesloten instelling aangehouden financiële instrumenten (zijnde het op naam van die aangesloten instelling staande tegoed in het girodepot plus de bij die instelling in voordepot aangehouden financiële instrumenten).
5. Zie het artikel 'De toelating van effecten tot het Wge-systeem door Euroclear Nederland' in FR 2005-7.

3. Aandachtspunten vermogensscheiding voor de compliance officers

Her faillissement van Van der Hoop Bankiers N.V. in december 2005 alsmede bevindingen van de eigen controleorganisatie van de AFM zijn voor de AFM aanleiding geweest om in 2006 een marktbreed onderzoek te verrichten naar de vermogensscheidingsregels bij beleggingsondernemingen. Het doel van het onderzoek was om vast te stellen in hoeverre beleggingsondernemingen (waaronder banken die beleggingsdiensten aanbieden of verrichten) de vermogensscheiding adequaat hebben geregeld.

Hieronder zal worden ingegaan op de belangrijkste aandachtspunten voortvloeiende uit het onderzoek. In dit kader zullen tevens handvatten voor analyse en verbetering worden gegeven. Opgemerkt dient te worden dat de hieronder genoemde oplossingen niet uitputtend zijn en dat de beleggingsonderneming ook op andere wijze invulling kan geven aan de aandachtspunten.

3.1 Het bewaren bij een derde van financiële instrumenten die onder de Wge vallen

De Wge beschermt de financiële instrumenten van cliënten tegen de (nadelige) gevolgen van een mogelijk faillissement van Euroclear Nederland en/of haar aangesloten instellingen. Om gebruik te kunnen maken van die goederenrechtelijke bescherming dient een bank aangesloten te zijn bij Euroclear Nederland en de effecten toegelaten te zijn tot het Wge-systeem.

Indien een bank de financiële instrumenten van haar cliënten bij een derde (aangesloten instelling van Euroclear Nederland) bewaart, zonder dat zij zelf aangesloten is bij Euroclear Nederland, dan bestaat het gevaar dat, indien zij failliet gaat, de Wge-effecten van haar cliënten niet de Wge-bescherming genieten⁶.

Aandachtspunten voor de compliance officers

De oplossing voor dit probleem is dat dergelijke instellingen alsnog aangesloten instelling van Euroclear Nederland worden (al dan niet als 'niet-actief lid') en daarmee toch – via artikel 10 Wge – onder de goederenrechtelijke bescherming van de Wge komen te vallen. Een alternatief kan zijn om de financiële instrumenten op naam van een bewaarinstelling bij een derde (aangesloten instelling van Euroclear Nederland) te bewaren.

3.2 Het bewaren bij een derde van financiële instrumenten die niet onder de Wge vallen

Indien financiële instrumenten die niet onder de Wge vallen, op naam van de bank zelf worden aangehouden bij derdebewaarplaatsen in het binnen- en buitenland, bestaat het gevaar dat, indien de bank failliet zou gaan, de financiële instrumenten van de betrokken cliënten mogelijk in de boedel van de bank zouden vallen.

Aandachtspunten voor de compliance officers

De oplossing hiervoor is dat de banken niet-Wge-effecten van cliënten, die op rekeningen in financiële instrumenten bij derdebewaarplaatsen in binnen- en buitenland worden

aangehouden op naam van de bewaarinstelling of van de cliënt zetten.

Belangrijk daarbij is om in het operationele proces te waarborgen dat banken bij het openen en aanhouden van rekeningen in financiële instrumenten in het binnen- en buitenland zorgvuldig letten op de juiste tenaamstelling van de rekeningen in financiële instrumenten en op een eenduidige bewaarovereenkomst. De desbetreffende bewaarovereenkomsten dienen door de daartoe bevoegde personen van de bank tot stand te zijn gekomen. De rekeningen in financiële instrumenten mogen dus niet op naam van de bank zelf staan, omdat dan alsnog het gevaar bestaat dat de op de desbetreffende rekening aangehouden financiële instrumenten in de failliete boedel vallen. De bank dient tevens de nodige zorgvuldigheid in acht te nemen bij het selecteren van derdebewaarplaatsen, teneinde de belangen van haar cliënten zo veel als redelijkerwijs mogelijk is te beschermen.

3.3 Voorwaarden bewaarinstelling

De bewaarinstelling moet aan de voorwaarden in artikel 6:18, onder b, Nrgfo voldoen. Deze voorwaarden dragen bij aan een grotere bescherming van de cliënt. Ter beperking van het faillissementsrisico geldt onder meer de voorwaarde dat de uitoefening van andere (risicovolle) activiteiten naast het bewaren van financiële instrumenten uitgesloten is. Dat moet als zodanig ook in de statuten van de bewaarinstelling (een rechtspersoon naar Nederlands recht) zijn vastgelegd. Daarnaast dient een instelling te allen tijde te (kunnen) controleren of de som van de rechten van cliënten overeenkomt met de som van de door de bewaarinstelling voor cliënten bewaarde financiële instrumenten. Ook moet de bewaarinstelling uitsluitend in het belang handelen van de cliënten waarvoor zij de financiële instrumenten bewaart. Zo mag zij onder meer geen zekerheidsrechten verstrekken aan derden op door haar voor cliënten gehouden financiële instrumenten, waardoor zij in een debiteurenpositie ten opzichte van derden komt te staan. Verder dient de nakoming van de verplichtingen van de bewaarinstelling te allen tijde te worden gegarandeerd door de beleggingsonderneming.

Aandachtspunten voor de compliance officers

In dit kader is het van belang dat de beleggingsonderneming periodiek controleert of de bewaarinstelling aan de desbetreffende voorwaarde voldoet. De uitkomsten van deze controle dienen tevens te worden vastgelegd.

6. In feite ontstaat dan hetzelfde probleem als is verwezenlijkt in 1996 in de zaak *Kas Associatie/Drying Corporation*. Daarin hield een cliënt niet rechtstreeks een rekening in financiële instrumenten aan bij een aangesloten instelling, maar bij een failliete tussenpersoon (die op zijn beurt wel deelgenoot was in het verzameldepot van de aangesloten instelling). In de uiteindelijke procedure die volgde oordeelde de Hoge Raad dat de cliënt geen deelgenoot kon worden in het verzameldepot. Daardoor miste hij de bescherming die de Wge biedt.

3.4 Levering tegen betaling

Het 'levering tegen betaling'-principe is een belangrijk aandachtspunt bij niet-beursgenoteerde financiële instrumenten. In het geval van beursgenoteerde financiële instrumenten zorgen centrale tegenpartijen, centrale bewaarinstellingen en centrale banken (waaronder LCH.Clearnet SA, Euroclear Nederland en De Nederlandsche Bank) voor een adequate juridische afwikkeling van de transacties in financiële instrumenten.

Echter, bij niet-beursgenoteerde financiële instrumenten dient de beleggingsonderneming op andere wijze de rechten van cliënten te waarborgen. Voorkomen dient te worden dat de geldrekening van de cliënt bijvoorbeeld wordt gedebiteerd op transactiedatum, terwijl de bijbehorende rekening in financiële instrumenten van de cliënt pas wordt gecrediteerd na (bevestiging van de) daadwerkelijke levering van de stukken aan de bewaarinstelling. In geval van een faillissement van de bewaarinstelling zou de cliënt mogelijk achter kunnen blijven met een vordering op de bewaarinstelling voor nog te ontvangen niet-beursgenoteerde financiële instrumenten (veelal participaties in beleggingsfondsen), terwijl het geld al wel is betaald. Andersom dient te worden voorkomen dat een cliënt financiële instrumenten heeft geleverd alvorens daarvoor betaling te ontvangen.

Aandachtspunten voor de compliance officers

De bank dient derhalve tevens een procedure te hanteren bij de afwikkeling van transacties in niet-beursgenoteerde financiële instrumenten die garandeert dat geld en financiële instrumenten op de rekeningen van de cliënt gelijk worden overgestoken. Dit betekent niet dat de (gelijktijdige) administratieve afwikkeling van de geld- en stukkenrekening(en) van een cliënt gepaard dient te gaan met een gelijktijdige afwikkeling in het onderliggende stukkenverkeer (op de rekeningen van de bewaarinstelling bij een derde). Voorwaarde is wel dat voldoende maatregelen getroffen zijn ter waarborging van de rechten van cliënten.

In dit kader is het mogelijk dat de markt met best practices komt voor het waarborgen van het 'levering tegen betaling'-principe voor niet-beursgenoteerde financiële instrumenten.

3.5 Administratieve organisatie/interne controle (AO/IC)

Aandachtspunten voor de compliance officers

Het is belangrijk dat de juridische en operationele aspecten van de vermogensscheiding in de bedrijfsvoering van de beleggingsonderneming wordt geborgd. Dit betekent dat alle processen (juridisch en operationeel) op het gebied van vermogensscheiding dienen te zijn beschreven in de AO/IC, alsmede dat de internecontroleprocedures adequaat moeten functioneren. Tekortkomingen op het gebied van vermogensscheiding zijn doorgaans een duidelijk signaal voor de adequaatheid van de gehele bedrijfsvoering.

3.6 Alternatieve wijze van vermogensscheiding

Met name, doch niet uitsluitend, in geval van grensoverschrijdende bewaring van financiële instrumenten, waarbij de bewaring geschiedt overeenkomstig de in het desbetreffende land gestelde regels, dient de instelling er mee rekening

te houden dat de AFM deze wijze van vermogensscheiding dient goed te keuren. Het gaat dan bijvoorbeeld om derde-bewaarplaatsen in het buitenland die het aanhouden van financiële instrumenten op naam van een bewaarinstelling niet accepteren. In het bijzonder zal de AFM daarbij kijken naar de regeling van de vermogensrechtelijke positie van de cliënt bij insolventie of faillissement van de instelling of de derde⁷.

Aandachtspunten voor de compliance officers

Nederlandse vergunninghoudende beleggingsondernemingen zullen dan ook, vóórdat zij met een alternatieve bewaring in het buitenland aan de slag gaan, eerst (schriftelijk) goedkeuring moeten vragen aan de AFM. Daarbij dienen instellingen zich te realiseren dat de AFM die goedkeuring niet lichtzinnig zal behandelen. De instelling zal met een degelijk schriftelijk verzoek – onderbouwd met behulp van een advies van een ter zake deskundig juridisch adviseur – moeten aantonen dat de manier waarop zij de bewaring in het buitenland vorm wenst te geven solide is.

4. Veranderingen in wet- en regelgeving

Voor de compliance officer is het van belang te weten dat er enkele wijzigingen hebben plaatsgevonden dan wel nog zullen plaatsvinden op het gebied van vermogensscheiding. Allereerst zal kort worden stilgestaan bij de gevolgen van de implementatie van de MiFID-richtlijn. Daarna zal aandacht worden besteed aan de geconsulteerde aanpassingen van de Wge.

4.1 Aanpassing Bgfo en Nrgfo onder de MiFID

De vermogensscheidingsbepalingen uit de uitvoeringsrichtlijn MiFID⁸, zoals geïmplementeerd in de artikelen 165a t/m 165d Bgfo, schrijven met name organisatorische en administratieve maatregelen voor. Zij bevatten meer eenduidige eisen ten aanzien van het selecteren van derdebewaarplaatsen, het uitlenen van financiële instrumenten van cliënten en een jaarlijks verslag van de externe accountant over de deugdelijkheid van de getroffen maatregelen.

De bepalingen in de Nrgfo Wft zullen daarnaast worden gehandhaafd. De uit de uitvoeringsrichtlijn MiFID overgenomen bepalingen regelen namelijk niet volledig de goederenrechtelijke bescherming van cliënten van beleggingsondernemingen in geval van faillissement bij het afwickelen van transacties in en het bewaren van financiële instrumenten.

4.2 Interpretaties

Daarnaast heeft de AFM interpretaties⁹ opgesteld met betrekking tot onder meer de voorwaarden waaraan een bank en een bewaarinstelling (en effectengiro) dienen te voldoen. Besproken worden onder meer de volgende onderwerpen: verpanding door de bewaarinstelling, hervpanding door de bank, bewaarinstelling in de fiscale eenheid, garantieverkla-

7. Zie de toelichting bij artikel 6:20 Nrgfo Wft.

8. Uitvoeringsrichtlijn MiFID 2006/73/EG.

9. Zie *Inzicht* van 14 maart 2007.

ring door de bank en selectiecriteria bewaarplaatsen. Uitgangspunt bij deze interpretaties is dat een bewaarinstelling 'bankruptcy remote' is. Wij verwijzen voor nadere toelichting naar het desbetreffende artikel in *Inzicht*, dat is in te zien via de website van de AFM (www.afm.nl).

4.3 Aanpassing Wet giraal effectenverkeer

De wetgever is voornemens de Wge te wijzigen om de goederenrechtelijke bescherming aan cliënten uit te breiden. Deze bescherming wordt uitgebreid tot effecten in de zin van de Wft, alsmede tot derivaten, zoals opties en futures, die worden verhandeld op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit. Derivaten, zoals opties en futures, kunnen niet worden toegelaten tot het girale systeem van de Wge omdat (a) derivaten zowel rechten als plichten voor beleggers met zich mee kunnen brengen en (b) bij derivaten niet echt kan worden gesproken van een uitgevende instelling. De goederenrechtelijke bescherming aan cliënten wordt daarmee losgekoppeld van de eis dat een effect door Euroclear Nederland moet zijn toegelaten tot het Wge-systeem ten behoeve van efficiënte interbancaire leveringen.

Daarnaast wordt met de aanpassing van de Wge beoogd om bewaarinstellingen uit juridisch oogpunt zo veel mogelijk overbodig te maken. Voorgesteld wordt in de Wge te regelen dat niet alleen een aangesloten instelling een verzameldepot in de zin van de Wge kan houden, maar ook iedere beleggingsonderneming waaraan het op grond van de Wft is toegestaan in Nederland ten name van cliënten rekeningen in financiële instrumenten aan te houden. De implementatie van de wijziging van de Wge is voorzien voor medio 2008.