

Voorwoord

Vermogensscheiding betreft het zodanig afscheiden van de activa van cliënten van de eigen activa van een financiële onderneming dat (andere) crediteuren van die financiële onderneming zich daarop niet kunnen verhalen in het geval van insolventie van die onderneming. De regels inzake vermogensscheiding kennen een gemengd karakter: ze zijn deels toezichtrechtelijk en deels civielrechtelijk van aard. Om het inzicht in deze – complexe – regels te vergroten verscheen in 2008, als deel 56 van de toenmalige Bankjuridische Reeks van NIBE-SVV, de eerste druk van de bundel *Vermogensscheiding in de financiële praktijk*.

In de afgelopen tien jaar hebben zich op het terrein van de vermogensscheiding de nodige ontwikkelingen voorgedaan. Zo zijn er belangrijke nieuwe Europese regels in werking getreden. Te noemen zijn in dit verband MiFID II, EMIR, de CSD-verordening, de AIFMD en de UCITS V Richtlijn. Daarnaast is ook de relevante Nederlandse regelgeving substantieel gewijzigd. Deze laatste wijzigingen betreffen deels de implementatie van de nieuwe Europese regels in het nationale recht, maar ook nieuwe regels van nationale origine. Zo is de Wge-bescherming voor traditionele effecten uitgebreid en is er in de Wge een regeling gekomen voor de bescherming van bij een tussenpersoon aangehouden derivatenposities. Al met al voldoende reden voor het uitbrengen van een nieuwe druk van deze bundel, thans in de Financieel Juridische Reeks van Uitgeverij Paris, in welke serie de Bankjuridische Reeks is voortgezet.

De opzet van de bundel is ongewijzigd. Net als in de eerste druk worden eerst de regels inzake vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen op een rijtje gezet en geanalyseerd. Daarna komen onder meer het perspectief van de belegger, van de banken en van de CSD aan de orde. Vervolgens is er aandacht voor de ondernemingsrechtelijke en internationale aspecten van vermogensscheiding. Ten slotte wordt aandacht besteed aan de regels inzake vermogensscheiding bij beleggingsinstellingen. Uiteraard zijn de desbetreffende hoofdstukken aangepast aan de huidige wet- en regelgeving. Sommige bijdragen zijn om die reden qua inhoud ingrijpend gewijzigd. De regels inzake vermogensscheiding bij betaalinstanties, elektronisch-geldinstellingen, premiepensioeninstellingen en algemeen pensioenfondsen worden in het eerste hoofdstuk genoemd, maar worden verder niet besproken.

Vrijwel alle auteurs die aan de eerste druk hebben meegewerkt hebben voor deze druk opnieuw een bijdrage geleverd. De auteurs zijn allen werkzaam op het gebied van het financiële recht: in de wetenschap, bij een belangenvereniging voor beleggers, bij een bank, bij een vermogensbeheerder en in de financiële advocatuur. Zij zijn allen specialisten op het gebied van vermogensscheiding. Iedere auteur geeft vanuit zijn eigen achtergrond invulling aan het onderwerp.

De redactie dankt de auteurs dat zij, ondanks hun drukke bezigheden, opnieuw bereid waren hun bijdrage te leveren aan deze bundel.

Namens de redactie,
Prof. mr. W.A.K. Rank

Juli 2018

Hoofdstuk 1

Vermogensscheiding: a bird's eye overview

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

1.1 Inleiding

De Nederlandse financiële toezichtwetgeving bevat gedetailleerde regels inzake de door beleggingsondernemingen – bankbeleggingsondernemingen daaronder begrepen – toe te passen vermogensscheiding bij de bewaring van financiële instrumenten en gelden van cliënten. Het gaat hier om regels van toezichtrecht die strekken tot het bereiken van een bepaald civielrechtelijk gevolg, namelijk dat activa van cliënten zodanig zijn afgescheiden van het vermogen van de beleggingsonderneming dat (andere) crediteuren van de beleggingsonderneming dan de rechthebbenden zich daarop niet kunnen verhalen in het geval van insolventie van de beleggingsonderneming. Hoofddoel is bescherming tegen het tussenpersoonrisico, het zogenaamde *intermediary risk*.¹ Ofschoon deze regels voor een deel van nationale origine zijn, vormen zij ook de uitwerking van Europese regelgeving, eerst van art. 10 ISD, daarna van art. 13 lid 7 en 8 MiFID en thans van art. 16 lid 8-10 MiFID II. Soms ook betreft het bepalingen van Europees recht met rechtstreekse werking in Nederland, zoals art. 39 en 48 EMIR en art. 38 van de CSD-verordening.

In essentie wijkt de regeling van de vermogensscheiding in MiFID II niet materieel af van die in MiFID. Wel behelzen MiFID II en de (Level 2) MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn nieuwe bepalingen met betrekking tot het aangaan door beleggingsondernemingen van effectenfinancieringstransacties en financiële zekerheidsovereenkomsten (FZO's) met cliënten. Deze nieuwe bepalingen houden verband met de regeling van de vermogensscheiding omdat bij dergelijke overeenkomsten de eigendom van het onderpand overgaat van de cliënt op de beleggingsonderneming. Daarnaast zijn onder MiFID II de bepalingen inzake de bij de bewaring van financiële instrumenten en gelden in acht te nemen informatieverplichtingen niet langer opgenomen in de Uitvoeringsrichtlijn maar in de (Level 2) MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565. Voor zover het gaat om het afscheiden van derivatenposities vormen de nationale regels niet alleen de implementatie van de in MiFID II vervatte regels inzake vermogensscheiding maar strekken zij er eveneens toe om de Nederlandse wetgeving in de pas te laten lopen met de in EMIR neergelegde regels inzake (administratieve) segregatie en portabiliteit.

Waar het gaat om financiële instrumenten zijn de toezichtrechtelijke regels inzake vermogensscheiding niet beperkt tot effecten in de klassieke zin des woords. Zij

* Pim Rank is hoogleraar financieel recht aan de Universiteit Leiden en Of Counsel bij NautaDutilh te Amsterdam.

1. Zie over *intermediary risk* in breed verband: S.L. Schwarcz, 'Intermediary Risk in a Global Economy', *Duke Law Journal*, Volume 50, No 6, April 2001, p. 1541-1607.

hebben betrekking op *alle* financiële instrumenten. Zij verplichten derhalve ook tot een afscheiding van voor cliënten gehouden derivatenposities. Het gaat daarbij uitsluitend om derivaten waarbij de beleggingsonderneming handelt als tussenpersoon. Alleen als de beleggingsonderneming handelt als tussenpersoon is sprake van het houden van financiële instrumenten voor een cliënt en van *intermediary risk*. Als de beleggingsonderneming niet handelt als tussenpersoon maar als wederpartij, is geen sprake van het houden van posities voor een cliënt en zijn de vermogensscheidingsregels niet van toepassing.² Van een handelen als tussenpersoon is altijd sprake bij beursverhandelde derivaten.³ Bij OTC-derivaten handelt de beleggingsonderneming meestal niet als intermediair maar als wederpartij. Dat neemt niet weg dat ook bij OTC-derivaten een handelen als tussenpersoon tot de mogelijkheden behoort.

Vermogensscheiding speelt niet alleen bij beleggingsondernemingen, maar ook bij andere financiële ondernemingen en instellingen. Men denke bijvoorbeeld aan betaalinstellingen, elektronischgeldinstellingen (egi's), beleggingsinstellingen, premiepensioeninstellingen (PPI's) en algemeen pensioenfondsen (APF's). De voorschriften die in dit verband gelden verschillen al naargelang het type instelling en de aard van de activa.⁴ Overigens bestaat er wel een streven bij de toezichhouders om de voorschriften voor de verschillende typen financiële onderneming zoveel mogelijk gelijk te trekken. Zo hebben AFM en DNB op 8 juli 2016 elk een consultatiedocument gepubliceerd over vermogensscheiding. Het consultatiedocument van de AFM heeft betrekking op de voorwaarden voor vermogensscheiding door beleggingsondernemingen ten aanzien van financiële instrumenten en gelden van

2. Zie: M.G.C.M. Peeters & W.A.K. Rank, 'Bescherming van rechten van derivatencliënten bij insolventie van een intermediair', in: S.E. Bartels e.a. (red.), *Effecten en vermogensrecht*, Serie Onderneming en Recht, deel 63, Deventer: Kluwer 2011, p. 137-176, in het bijzonder p. 139-141. Zie voorts over mogelijke wijzen van bescherming van derivatenbeleggers: E.W. Kuijper, *Een fail-safe systeem in beleggersland?*, Utrecht: Kennispunt Recht, Economie, Bestuur en Organisatie, Universiteit Utrecht 2010, m.n. p. 83 e.v., en A.A. van Angeren & R.K. Bonhof, 'Vermogensscheiding voor derivaten — lastig maar niet onmogelijk', in: *Gedurfde essays over financieel toezichtrecht*, Lustrumbundel 2012, Vereniging voor Effectenrecht, Deventer: Kluwer 2012, p. 231-246.
3. Schrijver dezes wees al in 1997 op het feit dat de vermogensscheidingsregels ook voor beursverhandelde derivaten gelden, maar was toen nog een roepende in de woestijn: W.A.K. Rank, *Bewaring en eigendom van effecten*, preadvies Vereniging voor Effectenrecht 1996, Deventer: Kluwer 1997, p. 65. Zie ook: W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding bij opties', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Vertegenwoordiging en Tussenpersonen*, Serie Onderneming en Recht, deel 17, Deventer: Kluwer 1999, p. 267-305.
4. Zie over vermogensscheiding bij betaalinstellingen: P.J. van Zaal, 'Aanhouden van gelden door beleggingsondernemingen en betaaldienstverleners', *FR* 2010, afl. 9, p. 226-237, J. Reijmer, 'De noodzaak van een safeguarding account voor betaalinstellingen en elektronischgeldinstellingen', *FRP* 2016/6, p. 22-29, W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen, betaalinstellingen en elektronisch geldinstellingen: van consultatie tot consolidatie?', *FR* 2016, afl. 10, p. 396-404; bij beleggingsinstellingen: W.A.K. Rank, 'Een beleggingsfonds in de vorm van een FGR: een meerpartijovereenkomst sui generis?', in: C.G. Breedveld-de Voogd, *De meerpartijovereenkomst*, BWKJ 29, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 139-159, en bij PPI's en APF's: R. Maatman & S. Steneker, 'Ringfencing binnen het algemeen pensioenfonds (APF) en andere pensioenuitvoerders', *Netspar NEA Paper* nr. 60, Tilburg 2015, M.E.C. Boumans & R.M.J.M. de Greef, 'Enkele hoofdlijnen en aandachtspunten van het wetsvoorstel algemeen pensioenfonds', *TPV* 2015/3, p. 13-22, H. Koster, 'De multi-vermogensrechtspersoon: naar een rechtspersoon met meerdere van elkaar afgescheiden vermogens', *WPNR* 2015/7096, p. 175-176, W.A.K. Rank, 'Positie crediteuren van een (algemeen) pensioenfonds: de paritas doorbroken?', in: D. Lunsingh Scheurleer e.a. (red.), *Daar word ik blij van; opstellen aangeboden aan Marc Blom*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2016, p. 179-190, W.A.K. Rank, 'Aangaan van verplichtingen door een APF: aansprakelijkheid voor en verhaal van vorderingen uit financiële transacties', *FR* 2017, afl. 6, p. 240-252.

cliënten. Het consultatiedocument van DNB ziet op de voorwaarden voor vermogensscheiding door betaalinstellingen en elektronischgeldinstellingen. Uit de documenten blijkt dat de beide toezichthouders onderling hebben afgestemd en hebben geprobeerd de desbetreffende voorwaarden zoveel mogelijk te uniformeren.⁵ Buiten de financiële sector valt te denken aan de verplichting tot afscheiding van derdengelden zoals die bestaat voor notarissen, advocaten en gerechtsdeurwaarders.

Bij vermogensscheiding gaat het steeds om juridische segregatie. Deze vorm van segregatie moet worden onderscheiden van administratieve segregatie. In het geval van juridische segregatie zijn de voor een cliënt gehouden waarden afgescheiden van de waarden van de intermediair zelf en van die van andere cliënten. De waarden behoren dan in juridische zin toe aan de cliënt of zijn uitsluitend vatbaar voor verhaal door de cliënt en zijn niet vatbaar voor verhaal door (andere) crediteuren van de intermediair. In het geval van administratieve segregatie zijn de voor een cliënt gehouden activa alleen operationeel afgescheiden van de posities van de financiële onderneming zelf en mogelijk van die van andere cliënten van de financiële onderneming. Deze vorm van segregatie vinden we onder meer in EMIR en de CSD-verordening. EMIR legt administratieve segregatieverplichtingen op aan CCP's en CM's (en zelfs aan cliënten van CM's), terwijl de CSD-verordening administratieve segregatieverplichtingen oplegt aan CSD's en aangesloten instellingen. Overigens is administratieve segregatie niet zelden een voorwaarde voor juridische segregatie. Om juridische afscheiding mogelijk te maken zal de financiële onderneming haar administratie immers op een zodanige wijze moeten voeren dat daaruit blijkt welke financiële instrumenten en gelden voor welke cliënten worden gehouden.⁶

Omdat wij in Nederland niet beschikken over de figuur van de trust, waarbij de activa niet in het vermogen van de juridische eigenaar vallen maar in dat van de begunstigde, zijn er naar Nederlands recht bepaalde constructies nodig om vermogensscheiding van niet geïndividualiseerde activa te realiseren.⁷ De meest gebruikelijke – en door de wetgever als geldig erkende – constructies die in dit verband worden gehanteerd zijn: a) het onderbrengen van de activa in een aparte (bewaar)instelling, en b) het creëren van een afgescheiden vermogen bij de financiële onderneming zelf.⁸ Voor dit laatste is sinds het *ProCall*-arrest van de Hoge Raad in beginsel

5. Zie voor een bespreking en vergelijking van de voorgestelde voorwaarden: W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen, betaalinstellingen en elektronisch geldinstellingen: van consultatie tot consolidatie?', *FR* 2016, afl. 10, p. 396-404. De door de AFM voorgestelde voorwaarden zijn, met de nodige aanpassingen, op 1 februari 2017 in werking getreden; de door DNB voorgestelde voorwaarden zijn on hold gezet.
6. Zie: W.A.K. Rank, 'Segregatie en portabiliteit: de Wge als panacee voor MiFID en EMIR', *MvV* 2014, afl. 7/8, p. 214-223; W.A.K. Rank & S. Uiterwijk, 'Voorgestelde wijziging segregatie EMIR: een (on)doordacht steuntje in de rug voor portabiliteit', *FR* 2017, afl. 9, p. 374-380.
7. Vgl. E. Schmieman, 'In Christel we trust. Een (Nederlandse) trust als mogelijke oplossing voor vermogensscheiding bij derivaten', in: D. Busch e.a. (red.), *Christel's Koers*, Serie Onderneming en Recht, deel 79, Deventer: Kluwer 2014, p. 609-628.
8. Zie over het wezen van een afgescheiden vermogen: N.E.D. Faber, 'Eigendom ten titel van beheer, kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen', in: D. Hayton e.a. (red.), *Vertrouwd met de Trust*, Serie Onderneming en Recht, deel 5, Deventer: Kluwer 1996, p. 197-199. Andere mogelijke constructies zijn de vestiging van een pandrecht op de activa ten behoeve van de cliënten tot zekerheid van de rechten van deze cliënten met betrekking tot deze activa of een regeling die de cliënt bij faillissement van de financiële onderneming de mogelijkheid geeft de rechten die de financiële onderneming ter zake van de activa jegens een derde heeft op de cliënt te doen overgaan. Vgl. art. 7:420 BW.

een wettelijke regeling nodig.⁹ De keerzijde van vermogensscheiding – het apart zetten van bepaalde vermogensbestanddelen ten behoeve van bepaalde crediteuren – is immers dat er inbreuk wordt gemaakt op twee belangrijke vermogensrechtelijke principes, te weten (i) het principe dat een schuldeiser zijn vordering op alle goederen van zijn schuldenaar kan verhalen (art. 3:276 BW), en (ii) de *paritas creditorum*, het beginsel dat schuldeisers onderling een gelijk recht hebben om zich naar evenredigheid van hun vordering op de goederen van hun schuldenaar te verhalen (art. 3:277 BW). Deze beginselen zijn zo wezenlijk dat partijen daaraan niet voorbij moeten kunnen gaan door middel van een simpele contractuele regeling.

Betaalinstellingen en egi's zijn verplicht van betaaldienstgebruikers en andere betaaldienstverleners ontvangen gelden zeker te stellen. Voor egi's geldt eenzelfde verplichting met betrekking tot gelden die worden of zijn ontvangen in ruil voor elektronisch geld.¹⁰ De toepasselijke financiële toezichtwetgeving bepaalt dat aan dit vereiste is voldaan als deze gelden niet worden vermengd met de gelden van andere crediteuren en zij één werkdag na ontvangst – waar het betreft van betaaldienstgebruikers en andere betaaldienstverleners ontvangen gelden – resp. uiterlijk vijf werkdagen na uitgifte van het elektronisch geld – waar het betreft in ruil voor elektronisch geld ontvangen gelden – op een afzonderlijke rekening bij een bank worden gestort of belegd in veilige, liquide activa met een lage risicograad, op zodanige wijze dat andere crediteuren hun vorderingen niet op deze gelden kunnen verhalen.¹¹ De wet geeft niet aan op welke wijze dat moet worden bewerkstelligd. In de praktijk plegen betaalinstellingen en egi's echter altijd te kiezen voor de constructie van een aparte bewaarinstelling. Zij stellen de ontvangen gelden veilig door deze in bewaring te geven bij een speciaal daarvoor opgerichte stichting derdengelden. Voor beleggingsinstellingen, PPI's en APF's voorziet de wet expliciet in

9. HR 13 juni 2003, NJ 2004, 196 (*Beatrix Ziekenhuis/ProCall*). Zo ook W. Snijders, 'Nog een duit in het zakje van de trust', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 5 jaar nieuw Burgerlijk Recht*, Serie Onderneming en Recht, deel 7, Deventer: Kluwer 1997, p. 94-96. Zie echter HR 23 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1139 (*St. Beheer Derdengelden Advocatuur NautaDutilh/Ontvanger*), waarin de Hoge Raad, zonder dat daarvoor enige wettelijke basis bestaat, aanneemt dat een banksaldo ten name van een stichting derdengelden advocatuur toebehoort aan de gezamenlijke cliënten van het advocatenkantoor, naar evenredigheid van de ten behoeve van deze cliënten gestorte bedragen, en niet aan de stichting, waarover (terecht) kritisch: R.M. Wibier, 'De moeilijke verhouding tussen het Nederlandse recht en de trust', *AA* 2017/9, p. 707-709.
10. Art. 9 Richtlijn 2007/64/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 november 2007 betreffende betalingsdiensten in de interne markt (ook wel Payment Services Directive of PSD), *PbEG* 5 december 2007, L 319/1, vervangen door Richtlijn 2015/2366/EU van 25 november 2015 (PSD2), *PbEU* 23 december 2015, L 337/35, welke laatste richtlijn uiterlijk op 13 januari 2018 in de wetgeving van de lidstaten moest zijn geïmplementeerd, resp. art. 7 Richtlijn 2009/110/EG van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 betreffende de toegang tot de uitoefening van en het prudentieel toezicht op de werkzaamheden van instellingen voor elektronisch geld, tot wijziging van de Richtlijnen 2005/60/EG en 2006/48/EG en tot intrekking van Richtlijn 2000/46/EG (Tweede EGI-richtlijn), *PbEG* 10 oktober 2009, L 267/7.
11. Art. 3:29a Wft jo. art. 40a Bpr Wft en art. 3:29b jo. art. 40b Bpr Wft. De verplichting dat de gelden één werkdag resp. uiterlijk vijf werkdagen na verkrijging door de betaalinstelling/egi op de aangegeven wijze moeten worden afgescheiden is in ieder geval naar Nederlands recht moeilijk te verenigen met de in art. 9 PSD vervatte voorwaarde dat zij op geen enkel moment vermengd mogen zijn met geldmiddelen van andere schuldeisers van de instelling. Aldus: P.J. van Zaal, 'Aanhouden van gelden door beleggingsondernemingen en betaaldienstverleners', *FR* 2010, afl. 9, p. 234, W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen, betaalinstellingen en elektronisch geldinstellingen: van consultatie tot consolidatie?', *FR* 2016, afl. 10, p. 399.

de creatie van een afgescheiden vermogen dat uitsluitend dient tot voldoening van bepaalde vorderingen.¹² Hier is dus gekozen voor de tweede constructie.

Buiten de financiële sector vinden we de constructie van het afgescheiden vermogen bij notarissen en gerechtsdeurwaarders. Bij beide beroepsgroepen voorziet de wet in de creatie van een bijzondere kwaliteitsrekening. Deze luidt op naam van de notaris respectievelijk de gerechtsdeurwaarder, maar het saldo behoort toe aan de gezamenlijke cliënten van de notaris respectievelijk de deurwaarder, waarbij elke cliënt een aandeel in dat saldo toekomt dat evenredig is met de door of ten behoeve van deze cliënt gestorte bedragen.¹³ De constructie van een aparte bewaarinstelling vinden we bij advocaten. Een advocaat dient ervoor zorg te dragen dat derdengelden worden overgemaakt naar een bankrekening op naam van een speciaal daarvoor opgerichte risico-averse stichting derdengelden.¹⁴

Zoals in het navolgende zal worden uiteengezet, behoren voor beleggingsondernemingen beide constructies tot de mogelijkheden: bewaring van activa van cliënten via een separate (bewaar)instelling en de creatie van afgescheiden (verhaals)vermogens door het bewaren van de relevante activa conform de Wet giraal effectenverkeer ('Wge'). Om meer beleggers te laten profiteren van de laatstgenoemde vorm van bescherming is de Wge op 1 januari 2011 ingrijpend gewijzigd.¹⁵ Met deze wijziging is ten aanzien van effecten in de klassieke zin des woords voorzien in een substantiële uitbreiding van het toepassingsgebied van de Wge. Vervolgens is de Wge op 1 april 2016 nog een keer ingrijpend gewijzigd. Bij die gelegenheid is een regeling strekkende tot afscheiding van voor cliënten gehouden derivatenposities aan de wet toegevoegd.¹⁶

In deze bijdrage zullen de regels inzake vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen op een rijtje worden gezet en geanalyseerd.¹⁷ In dat verband zal eerst worden ingegaan op de relevante toezichtrechtelijke regels. Daarbij wordt zowel aandacht besteed aan de Europese toezichtregelgeving inzake vermogensscheiding

12. Art. 4:37j lid 5 Wft voor AIF's, art. 4:45 lid 1 Wft voor ICBE's, art. 4:71a Wft voor PPI's en art. 123 Pw voor APF's.

13. Art. 25 Wet op het notarisambt; art. 19 Gerechtsdeurwaarderswet.

14. Art. 6.19 Verordening op de advocatuur. In zijn arrest van 23 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1139 (*St. Beheer Derdengelden Advocatuur NautaDutilh/Ontvanger*), acht de Hoge Raad art. 25 Wet op het notarisambt en art. 19 Gerechtsdeurwaarderswet van overeenkomstige toepassing op een door een stichting derdengelden advocatuur aangehouden bankrekening en neemt het college aan dat een banksaldo ten name van een dergelijke stichting toebehoort aan de gezamenlijke cliënten van het advocatenkantoor, een en ander naar evenredigheid van de ten behoeve van deze cliënten gestorte bedragen, en niet aan de stichting. De Hoge Raad scheidt aldus twee te onderscheiden vormen van vermogensscheiding over één kam en mistek daarbij dat de gelden bij insolventie van de advocaat reeds daarom niet in de failliete boedel vallen omdat zij worden gehouden door de stichting derdengelden.

15. *Kamerstukken II* 2008/09, 31830, 1-4.

16. *Kamerstukken II* 2014/15, 34198, 1-4.

17. Deze bijdrage vormt een actualisering van het gelijknamige hoofdstuk van de auteur in: W.A.K. Rank (red.), *Vermogensscheiding in de financiële praktijk*, NIBE-SVV Bankjuridische Reeks, nr. 56, Amsterdam: NIBE-SVV 2008, p. 9-27 en van W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding', in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek beleggingsondernemingen*, Serie Onderneming en Recht, deel 51, Deventer: Kluwer 2009, p. 509-539. Deze bijdrage is in belangrijke mate gebaseerd op en soms letterlijk ontleend aan: W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding door beleggingsondernemingen: een perfecte symbiose van toezichtrecht en civiel recht (III)', *MvV* 2018, afl. 5, p. 139-149, en *MvV* 2018, afl. 6, p. 173-188.

als aan de Nederlandse toezichtregelgeving op dit punt. Ook regels die niet voorzien in juridische segregatie maar slechts in administratieve of operationele segregatie passeren daarbij de revue. Uitgangspunt is daarbij het regelgevend kader zoals dat thans geldt, dus na de implementatie c.q. inwerkingtreding van MiFID II/MiFIR, EMIR en de CSD-verordening. Vervolgens worden de verschillende constructies bekeken vanuit een civielrechtelijk perspectief. Daarbij wordt in het bijzonder ingegaan op de rechten van cliënten ten aanzien van door hen bij de (bank)beleggingsonderneming in bewaring gegeven financiële instrumenten en gelden in het geval van insolventie van de (bank)beleggingsonderneming.¹⁸ Ten slotte wordt enige aandacht besteed aan het depositogarantiestelsel en het beleggerscompensatiestelsel. Deze regelingen voorzien weliswaar niet in vermogensscheiding, maar komen aan bod als de regels inzake vermogensscheiding de cliënt geen of geen volledige bescherming hebben geboden. Buiten beschouwing blijft de Unidroit Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities (Geneva Securities Convention), ofschoon dit verdrag in art. 10(2)(b) en 25(6) ook in vermogensscheiding bij insolventie voorziet.¹⁹ Voorts blijven onbesproken de Hague Securities Convention,²⁰ het project voor een Securities Law Directive²¹ en TARGET2-Securities.²²

1.2 Toezichtrechtelijke regelgeving

1.2.1 Europese toezichtregelgeving vermogensscheiding: MiFID II

De regels inzake de vermogensscheiding bij beleggingsondernemingen vinden hun basis primair in Europese regelgeving, eerst in art. 10 ISD,²³ later in art. 13 lid 7 en 8 MiFID²⁴ en thans in art. 16 lid 8-10 MiFID II.²⁵ Op grond van art. 10 ISD diende

18. Zie voor uitvoeriger beschouwingen over de bewaarsituatie bij banken: W.A.K. Rank, *Bewaring en eigendom van effecten*, preadvies Vereniging voor Effectenrecht 1996, Deventer: Kluwer 1997; B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht*, Serie Onderneming en Recht, deel 36, Deventer: Kluwer 2006; M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law: Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2007.
19. Zie over dit verdrag: M. Haentjens & T.R.M.P. Keijser, 'Internationale ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht', *Ondernemingsrecht* 2008/3, p. 114-120.
20. Zie over dit verdrag: W.A.K. Rank, 'Vaststelling Hague Securities Convention: meer rechtszekerheid in het internationale effectenverkeer?', *NIPR* 2005, p. 249-265; W.A.K. Rank & B. Bierman, 'Europese Commissie evalueert Hague Securities Convention: met grote stappen snel thuis?', *FR* 2006, afl. 10, p. 255-261.
21. De Securities Law Directive zou moeten voorzien in harmonisering van bepaalde aspecten van het effectenrecht binnen de EU, met name waar het betreft de juridische status van een creditering in effecten. Na diverse consultaties bevindt het project zich nu in het stadium van expertoverleg.
22. Zie over dit initiatief: C.G.M. Kranendonk, 'Target2-Securities ("T2S"); een Europees settlement platform', *FR* 2017, afl. 1/2, p. 30-39. Vgl. ook J.T. Groenendaal & B.J.A. Zebregs, 'Het ESES Platform: een geconsolideerd settlementsysteem voor Nederland, België en Frankrijk', *FR* 2009, afl. 5, p. 140-148.
23. Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *PbEG* 11 juni 1993, L 141/27.
24. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *PbEG* 30 april 2004, L 145/1.
25. Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *PbEU* 12 juni 2014, L 173/349. Zie ook M. Haentjens & W.A.K. Rank, 'Legal and Operational Segregation of Securities, Derivatives and Cash', in: M. Haentjens & B. Wessels (eds.), *Crisis Management in the Banking Sector*, p. 366 e.v.

iedere lidstaat toezichtrechtelijke regels op te stellen die een beleggingsonderneming zouden verplichten adequate regelingen te treffen met betrekking tot a) financiële instrumenten van beleggers ter vrijwaring van hun eigendomsrechten, met name in het geval van insolventie van de beleggingsonderneming, en om te voorkomen dat deze financiële instrumenten door de beleggingsonderneming voor eigen rekening worden gebruikt, tenzij met uitdrukkelijke instemming van de beleggers, en b) gelden van beleggers ter vrijwaring van hun rechten en om, behalve in het geval van bankbeleggingsondernemingen, te voorkomen dat gelden van beleggers door de beleggingsonderneming voor eigen rekening worden gebruikt. Art. 13 lid 7 en 8 MiFID bevatten een gelijklopende algemene verplichting tot het treffen van adequate maatregelen ter bescherming van de rechten van cliënten ten aanzien van door hen bij een beleggingsonderneming in bewaring gegeven financiële instrumenten en gelden en een gelijklopend algemeen verbod op het gebruik voor eigen rekening door de beleggingsonderneming van financiële instrumenten en gelden van cliënten. Deze bepalingen werden nader uitgewerkt in art. 16-20 van de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn.²⁶ De in art. 19 lid 3 MiFID vervatte algemene verplichting om cliënten te informeren omtrent de aan hen te verlenen diensten en de daaraan verbonden risico's werd ten aanzien van de bewaring van financiële instrumenten en gelden van cliënten uitgewerkt in art. 32 van de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn.

De regels van art. 13 lid 7 en 8 MiFID zijn thans te vinden in art. 16 lid 8 en 9 MiFID II – in dezelfde bewoordingen – en worden nader uitgewerkt in art. 2-8 van de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn.²⁷ Nieuw is de bepaling van art. 16 lid 10 MiFID II. Deze bepaling voorziet in een verbod op het aangaan door een beleggingsonderneming van een financiële zekerheidsovereenkomst (FZO) tot overdracht met een niet-professionele cliënt ter securering van huidige of toekomstige verplichtingen van een dergelijke cliënt jegens de beleggingsonderneming. Deze bepaling wordt uitgewerkt in art. 5 lid 5 van de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn. Onder een beleggingsonderneming moet ook worden begrepen een bank die beleggingsdiensten verleent. Dit betekent in de praktijk bijvoorbeeld dat een bank die met een niet-professionele cliënt in derivaten handelt de aan de bank te verschaffen *margin* niet meer zal mogen (doen) bijschrijven op een rekening op naam van de bank en zal moeten opteren voor een andere vorm van zekerheid.²⁸ De verplichting tot informatieverstopping vinden we thans in art. 24 lid 4 MiFID II. Ten aanzien van de bewaring van financiële instrumenten en gelden van cliënten is deze verplichting concreet uitgewerkt in art. 49 van de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.²⁹

26. Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *PbEG* 2 september 2006, L 241/26.

27. Gedelegeerde Richtlijn (EU) 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot de bescherming van financiële instrumenten en geldmiddelen die cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen, *PbEU* 31 maart 2017, L 87/500-517.

28. Zie over dit verbod en de consequenties ervan voor de praktijk uitvoerig: W.A.K. Rank & S. Uiterwijk, 'Verbod op FZO tot overdracht onder MiFID II: van zekerheidseigendom naar pandrecht?', *FR* 2018, afl. 1/2, p. 39-46.

29. Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingson-