

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/126500>

Please be advised that this information was generated on 2019-04-22 and may be subject to change.

Mr. drs. M. Haentjens en mr. drs. T.R.M.P. Keijser¹

Internationale ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht

Het Haagse Verdrag en het UNIDROIT-ontwerpverdrag betreffende girale effecten tegen de achtergrond van Europese en Nederlandse regelgeving

■ 32

1. Inleiding

Op wereldwijd, Europees en Nederlands niveau zijn volop ontwikkelingen gaande op het gebied van regels betreffende geld- en effectentransacties. In dit artikel staan centraal de Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with an Intermediary (hierna: het Haagse Verdrag) en de UNIDROIT draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities (hierna: het UNIDROIT-ontwerpverdrag). Beide verdragen hebben betrekking op zogeheten girale effecten, dat wil kortweg zeggen effecten die op een effectenrekening zijn geregistreerd. Waar het Haagse Verdrag betrekking heeft op verwijzingsregels betreffende girale effecten, bevat het UNIDROIT-ontwerpverdrag materieelrechtelijke regels dien-aangaande. Inhoudelijk sluiten deze instrumenten daarom op elkaar aan. Genoemde verdragen zullen worden besproken tegen de achtergrond van recente Europese en Nederlandse ontwikkelingen op het gebied van het geld- en effectenrecht.

Reeds op 13 december 2002 werd de tekst van het Haagse Verdrag vastgesteld, maar het verdrag is nog niet in werking getreden. Tot nog toe hebben slechts de Verenigde Staten en Zwitserland hun interne ratificatieprocedures in werking gesteld.² Wanneer een derde staat het verdrag zal ratificeren, treedt het in werking. In de Europese Unie is thans een debat gaande over de ratificatie van het Haagse Verdrag.³ In par. 2 bekijken wij de verwijzingsregels van het Haagse Verdrag tegen de achtergrond van de verwijzingsregels zoals die thans zijn neergelegd in Europese regelgeving en zoals die naar verwachting zullen worden vastgesteld door de Nederlandse wetgever. Wij zullen ons daarbij meer in het bijzonder richten op de Europese Finaliteitsrichtlijn⁴ en de Collateral Richtlijn⁵, alsmede op de Nederlandse Wet conflictenrecht goederenrecht.⁶

Het UNIDROIT-ontwerpverdrag, dat materieelrechtelijke regels met betrekking tot girale effecten bevat, is momenteel in de maak. In juli 2007 is de meest recente versie ervan openbaar gemaakt en men is voornemens in 2008 een Diplomatieke Conferentie te organiseren.⁷ Het is de bedoeling dat tijdens die conferentie de definitieve tekst van het verdrag vastgesteld zal worden. In par. 3 staat in het bijzonder de regeling van het UNIDROIT-ontwerpverdrag betreffende de finaliteit van boekingen op effectenrekeningen centraal. Wij zullen ook dit onderwerp bespreken tegen de achtergrond van Nederlandse en Europese regelgeving. In dat verband is naast de reeds genoemde richtlijnen ook het werk van de Europese Legal Certainty Group van belang. Dit adviesorgaan van de Europese Commissie heeft drie aandachtspunten geformuleerd waarop verdere integratie van de Europese financiële markten gericht zou moeten zijn en welke ten dele ook in het kader van het werk aan het UNIDROIT-ontwerpverdrag aan de orde zijn gekomen.⁸

Ten slotte zal in par. 4 kort worden ingegaan op ontwikkelingen ten aanzien van girale effecten in verband met het werk van UNCITRAL's werk aan een Legislative Guide on Secured Transactions.

Wij zullen ons in voorliggende bijdrage in het bijzonder richten op (internationaal) privaatrechtelijke aspecten van het effectenverkeer. Hoewel ook belangwekkende nationale en internationale ontwikkelingen te signaleren zijn met betrekking tot het toezicht op effectenverkeer,⁹ het functioneren en de integratie van clearing en settlement systemen¹⁰ en de ontwikkeling van een nieuw technisch platform voor de afwikkeling van effectentransacties,¹¹ zullen deze ontwikkelingen hier niet besproken worden. Ook blijven gerelateerde internationale ontwikkelingen op ondernemingsrechtelijk gebied¹² en op fiscaal vlak¹³ buiten het bestek van deze bijdrage.

2. Het Haagse Verdrag

Men is het er internationaal over eens geraakt dat traditionele verwijzingsregels niet meer voldoen wanneer het toe-

1. Matthias Haentjens is advocaat te Den Haag. Thomas Keijser is verbonden aan UNIDROIT en aan Onderzoekcentrum Onderneming & Recht van de Radboud Universiteit Nijmegen. Deze bijdrage geeft slechts de persoonlijke opvattingen weer van de auteurs.
2. Omdat beide staten op 5 juli 2006 met deze procedure zijn begonnen, draagt het verdrag die datum. Zie <www.hcch.net>.
3. Zie bijvoorbeeld de website van de Europese Commissie: <www.ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/index_en.htm>.
4. Voluit: Richtlijn 98/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 19 mei 1998 betreffende het definitieve karakter van de afwikkeling van betalingen en effectentransacties in betalings- en afwikkelingssystemen. Zie *Pb* 11 juni 1998, L 166, p. 45-50.
5. Voluit: Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsovereenkomsten. Zie *Pb* 27 juni 2002, L 168, p. 43-50.
6. Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 30 876, nr. 1-12 en *Kamerstukken I* 2007/08, 30 876, nr. A en B.
7. Zie op <www.unidroit.org>: UNIDROIT 2007, Studie LXXVIII – Doc. 94 en UNIDROIT 2007, Studie LXXVIII – Doc. 95, par. 245-247. Hierna wordt, tenzij anders is vermeld, verwezen naar de tekst van artikelen van het ontwerpverdrag zoals deze is neergelegd in Doc. 94, Appendix 2.
8. Zie voor het werk van de Legal Certainty Group de in voetnoot 3 genoemde website (link naar Clearing & Settlement, link naar Legal Certainty Group).
9. Te denken valt bijvoorbeeld aan de Europese *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) en de inwerkingtreding van de Nederlandse Wet financieel toezicht.
10. Zie de Europese *Code of Conduct for Clearing and Settlement* en het werk van de door de Europese Commissie ingestelde CESAME groep (zie voor beide initiatieven de in voetnoot 3 genoemde website, link naar Clearing & Settlement).
11. Het zogeheten TARGET2-Securities project. Zie <www.ecb.europa.eu/paym/t2s/html/index.en.html>.
12. Bijvoorbeeld Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.
13. Denk aan het werk van de door de Europese Commissie ingestelde FISCO-groep (zie de in voetnoot 3 genoemde website, link naar Clearing & Settlement).

passelijk recht dient te worden bepaald met betrekking tot de goederenrechtelijke aspecten van effectentransacties.¹⁴ In plaats van de traditionele *lex rei sitae*, die aanknoopt bij de plaats van ligging van de goederen in kwestie, wordt heden ten dage veeleer de zogeheten PRIMA-regel (*Place of the Relevant Intermediary*) toegepast. Deze regel knoopt aan bij de 'relevante intermediair', dat wil zeggen bij de plaats van de beheerder van de effecten in kwestie.¹⁵

De PRIMA-regel wordt echter verschillend geïnterpreteerd, hetgeen samenhangt met de moeilijkheden die het bepalen van de plaats van de 'relevante intermediair' of 'relevante rekening' meebrengt. In dit verband wijzen wij op een verschil in formulering in de Finaliteitsrichtlijn en de Collateral Richtlijn. De conflictenrechtelijke regel van de Finaliteitsrichtlijn verwijst naar het recht van een lidstaat waarin het register, de rekening of het gecentraliseerd effectendepot is gelokaliseerd waarop rechten ten aanzien van effecten zijn vastgelegd (art. 9 lid 2 Finaliteitsrichtlijn). De Collateral Richtlijn verwijst echter naar het recht van de plaats waar de betrokken rekening wordt aangehouden (art. 9 lid 1 Collateral Richtlijn). Het ligt voor de hand de verwijzingen naar register, rekening en gecentraliseerd effectendepot in beide richtlijnen beter op elkaar af te stemmen.¹⁶ De Haagse Conferentie voor Internationaal Privaatrecht heeft getracht een oplossing te bieden voor deze problematiek door bij het opstellen van het Haagse Verdrag in 2003 te kiezen voor een andere verwijzingsregel.¹⁷

Dit verdrag, dat nog niet in werking is getreden, gaat uit van een rechtskeuze die gemaakt kan worden in de effectenrekeningovereenkomst tussen de houder van de effectenrekening en de beheerder daarvan. Deze rechtskeuze is echter niet geheel vrij, maar wordt beperkt tot het recht van het land waar een van de kantoren van de effectenbeheerder is gevestigd. Ook indien geen uitdrukkelijke rechtskeuze gemaakt is, wordt in eerste instantie aangeknoopt bij de plaats waar de effectenbeheerder kantoor houdt.¹⁸

De Nederlandse wetgever heeft reeds sinds enige tijd een wetsvoorstel in de maak dat onder meer het IPR betreffende goederenrechtelijke aspecten van internationale effectentransacties moet regelen.¹⁹ Dat wetsvoorstel is inmiddels door de Tweede Kamer aangenomen, maar nog niet door de Eerste Kamer.²⁰ De bepaling ervan die specifiek girale effecten betreft neemt – anders dan aanvankelijk door de Staatscommissie geconcipieerd – de formulering van de Collateral Richtlijn over en breidt daarmee de werkingssfeer ervan aanzienlijk uit. De werkingssfeer van de (verwijzingsregel van de) Collateral Richtlijn is immers beperkt tot bepaalde transacties en bepaalde partijen. Genoemd wetsvoorstel daarentegen beoogt te voorzien in een algemene verwijzingsregel voor giraal overdraagbare effecten in alle situaties.²¹ Hoewel op zichzelf wel voor de hand ligt dat aansluiting is gezocht bij de huidige verwijzingsregel van de Collateral Richtlijn en de vergelijkbare regel van de Finaliteitsrichtlijn, zal eventuele ratificatie van het Haagse Verdrag, dat immers van een andere (hoofd)regel uitgaat, later tot wijzigingen dwingen.

Op Europees niveau is een debat gaande over de ratificatie van het Haagse Verdrag. Aan de ene kant heeft de Europese Commissie zich bij herhaling sterk gemaakt voor ratificatie van het Verdrag.²² In dezelfde lijn heeft een van ons betoogd dat een rechtskeuze, zoals het Haagse Verdrag bevat, een beter alternatief biedt voor de thans in Europa geldende PRIMA-regels en dat de combinatie van verwijzingsregels zoals in het Haagse Verdrag neergelegd niet zoveel van het positief recht afwijkt.²³ In ieder geval geldt als groot voordeel van het Haagse Verdrag dat het een wereldwijde regeling bevat, zeker nu internationale consensus bestaat dat elke harmonisering van het IPR op dit gebied wenselijker is dan de huidige situatie.²⁴ Ratificatie van het Haagse Ver-

drag door de Europese lidstaten of de Europese Commissie lijkt vanuit dit perspectief dan ook aangewezen.

Aan de andere kant is echter gepleit tegen ratificatie van het Haagse Verdrag, hoofdzakelijk op grond van het argument dat het te veel zou afwijken van het thans geldende recht in Europa.²⁵ Het ratificatieproces ligt op Europees niveau momenteel stil, mede ten gevolge van een negatief ratificatieadvies van de Europese Centrale Bank en een kritische resolutie van het Europees Parlement.²⁶ Beide instellingen hebben gepleit voor een uitgebreide studie door de Europese Commissie naar de gevolgen van het Haagse Verdrag in een Europese context alvorens besloten zal worden al dan niet tot ratificatie over te gaan.

Als tussenoplossing is betoogd dat het Haagse Verdrag zou kunnen worden geratificeerd, maar dat dwingende voorschriften de plaats van de rekening zouden moeten bepalen. Rank en Bierman menen bijvoorbeeld dat bij ratificatie van het Haagse Verdrag de inhoud ervan door toezicht-

14. Zie bijvoorbeeld het verslag van het Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, *Butterworths JIBFL*, September 1998 (Special Supplement).
15. Zie hierover bijvoorbeeld B.M. van Beek en D. van Bruggen, *De afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties; Juridische aspecten van levering van effecten na de beurzenintegratie*, Deventer: Kluwer 2002; M.A. Blom, 'Effecten en the law of the intermediary', *Ondernemingsrecht* 1999/14, p. 376 e.v.; M. Haentjens, *The Law Applicable to Indirectly Held Securities*, The Hague: SDU Uitgevers 2006 (hierna: Haentjens 2006); M.P. van den Hoek, 'Waar zijn gedematerialiseerde aandelen?', *WPNR* 2004/6567, p. 147 e.v.; W.A.K. Rank, 'Vaststelling Hague Securities Convention: meer rechtszekerheid in het internationale effectenverkeer?', *NIPR* 2005, p. 249 e.v. (hierna: Rank 2005); en R. Verhagen, 'Book-entry Securities and the Conflict of Laws', *European Business Law Review* 2000, p. 112 e.v. Voor buitenlandse literatuur, zie bijv. M. Ooi, *Shares and Other Securities in the Conflict of Laws*, OUP 2003; R. Potok (red.), *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, London: Butterworths/LexisNexis 2002 en R. Ege, *Das Kollisionsrecht der indirekt gehaltenen Wertpapiere*, Berlin: De Gruyter Recht 2006. Zie tevens het buitengewoon lezenswaardige *Explanatory Report* bij het Haagse Verdrag van H. Kanda, R. Goode en K. Kreuzer (hierna: Explanatory Report bij het Haagse Verdrag), alsmede een nadere literatuurlijst op <www.hcch.net>.
16. Omdat ook het verschil tussen het lokaliseren (Finaliteitsrichtlijn) en het aanhouden (Collateral Richtlijn) van een register, rekening of gecentraliseerd effectendepot aanleiding zou kunnen geven tot uiteenlopende interpretaties, dient ook hier voor eenduidige terminologie te worden gekozen. Zie nader Haentjens 2006, p. 29-38; R. Potok, 'The Hague Securities Convention – Closer and Closer to Reality', *Journal of Banking and Finance Law and Practice* 2004/15, p. 204 e.v.
17. Zie het Explanatory Report bij het Haagse Verdrag, Int-41-48.
18. Zie art. 4 en art. 5 van het Haagse Verdrag.
19. In 1998 publiceerde de Staatscommissie IPR reeds een rapport met een ontwerpvoorstel en toelichting. Dit rapport is te raadplegen via <www.minjus.nl>.
20. Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 30 876, nr. 1-12 en *Kamerstukken I* 2007/08, 30 876, nr. A en B.
21. Voorgestelde Wet conflictenrecht goederenrecht, art. 15 en art. 16.
22. Zie de in voetnoot 3 genoemde website (link naar Hague Convention).
23. Zie Haentjens 2006, p. 87-99.
24. Zie Aanbeveling 15 van het *Plan of Action* geformuleerd door de G30 in 2003 <www.group30.org>, de ISSA Recommendations 2000, p. 20 en aandachtspunt 15 van het eerste rapport van de Giovannini Groep over clearing en settlement (2001).
25. Zie Rank 2005, p. 249 e.v. en W.A.K. Rank en B. Bierman, 'Europese Commissie evalueert Hague Securities Convention: met grote stappen snel thuis?', *FR* 2006, 4-10, 27, p. 255 e.v. (hierna: Rank/Bierman 2006).
26. Zie de opinie van de ECB d.d. 17 maart 2005, CON/2005/7, Pb C 81/10, en de resolutie van het Europees Parlement met nummer P6_TA (2996)0608, aangenomen op 14 december 2006.

rechtelijke regels zo zou moeten worden gemodelleerd dat de huidige verwijzingsregels in Europa niet wezenlijk hoeven te worden aangepast.²⁷ Bij deze benadering hebben wij echter onze aarzelingen, omdat zij haaks staat op de hoofdregel van het Haagse Verdrag dat uitgaat van rechtskeuze. Men kan zich afvragen of een afwijkende (regionale) toezichtsregeling boven een internationaal verdrag prevaleert. Een eventueel in het Haagse Verdrag op te nemen clause zou op dit punt uitkomst kunnen bieden.²⁸

3. Het UNIDROIT-ontwerpverdrag

3.1. Inleiding

Het UNIDROIT-ontwerpverdrag beoogt op een aantal kernpunten het recht betreffende girale effecten te harmoniseren, in het bijzonder om zo grensoverschrijdend effectenverkeer te vergemakkelijken. Afgezien van een hoofdstuk met definities en bepalingen die het toepassingsgebied en de interpretatie van het verdrag betreffen (hoofdstuk I), komen de volgende onderwerpen aan bod: de rechten van rekeninghouders (hoofdstuk II); het beschikken over girale effecten (hoofdstuk III); de integriteit van het girale systeem (hoofdstuk IV); de verhouding met uitgevende instellingen (hoofdstuk V); en speciale bepalingen betreffende financiële zekerheden (hoofdstuk IV).²⁹

In deze paragraaf staan enkele materieelrechtelijke bepalingen van het UNIDROIT-ontwerpverdrag centraal. Bij wijze van voorbeeld vestigen wij de aandacht op een van de onderwerpen waar het ontwerpverdrag betrekking op heeft: de finaliteit of onaantastbaarheid van boekingen op effectenrekeningen. Dit onderwerp is interessant vanuit vermogensrechtelijk perspectief, omdat het UNIDROIT-ontwerpverdrag hier een nieuwe benadering kiest. Bij de behandeling trachten we dwarsverbanden te leggen met Europees recht, in het bijzonder met de Finaliteitsrichtlijn, alsmede met het Nederlandse recht. Ook besteden we aandacht aan de vraag in hoeverre het werk van de opstellers van het UNIDROIT-ontwerpverdrag parallel loopt met dat van de Europese Legal Certainty Group.

Na een korte inleiding in par. 3.2, zullen wij ingaan op de algemene regeling van het UNIDROIT-ontwerpverdrag betreffende de finaliteit van credit- en debetboekingen (par. 3.3). Vervolgens zullen wij nadere aandacht besteden aan de aantastbaarheid van boekingen op grond van een gebrek in de verhouding tussen een vervreemder en verkrijger van effecten (par. 3.4), waarna het onderwerp van verkrijging te goeder trouw aan de orde komt (par. 3.5). We besluiten met de aantastbaarheid van boekingen in het geval van insolventie (par. 3.6). Al deze gronden zijn zowel nationaal als internationaal ter discussie gesteld en komen meer of minder gedetailleerd in het UNIDROIT-ontwerpverdrag aan de orde.

3.2. Finaliteit

In de internationale literatuur wordt in ruime mate aandacht besteed aan de zogeheten finaliteit, dat wil zeggen onaantastbaarheid, van boekingen op geld- en/of effectenrekeningen. Met name in de aanbevelingen van verscheidene internationale organisaties wordt op het belang daarvan gewezen, waarbij het versterken van de rechtszekerheid en de stabiliteit van het financieel verkeer als belangrijkste argumenten genoemd worden voor het terugdringen van gronden voor de aantastbaarheid.³⁰ Op Europees niveau gaan de Finaliteitsrichtlijn en de Collateral Richtlijn meer of minder uitgebreid in op deze onaantastbaarheid.³¹ De Legal Certainty Group is echter nog niet zover gevorderd dat zij reeds een helder standpunt heeft geformuleerd met betrekking tot de aantastbaarheid en de (rechts)geldigheid van creditboekingen op effectenrekeningen. Zij formuleert op dit moment haar standpunt over de vraag hoe de Europese harmonisering die op dit punt reeds tot stand is ge-

bracht zou moeten worden gecompleteerd. Op mondiaal niveau is het UNIDROIT-ontwerpverdrag daarentegen reeds verder ontwikkeld en bevat enkele concrete bepalingen betreffende de finaliteit van boekingen op effectenrekeningen.

Als gezegd, wordt de onaantastbaarheid van boekingen op een effectenrekening wel gezien als voorwaarde voor rechtszekerheid in het effectenverkeer. Alleen wanneer rekeninghouders zeker ervan kunnen zijn dat de creditering van effecten die op hun rekening geboekt staan niet kan worden teruggedraaid, zo is de gedachte, is de rechtszekerheid volledig gegarandeerd.³² Deze zekerheid dient aldus in de eerste plaats de stabiliteit van het financieel verkeer, bijvoorbeeld omdat zij een vlotte doorloopbaarheid faciliteert en risico's in geval van insolventie beperkt.

Creditboekingen op een effectenrekening kunnen om een aantal redenen teruggedraaid worden. Wij noemen er enkele die in de paragrafen hierna nader aan de orde komen. In de eerste plaats kunnen operationele vergissingen aanleiding vormen tot het terugdraaien van een boeking. Een bekend voorbeeld vormt het geval van de Japanse effecteninstelling Mizuho, die één aandeel 'J-com' op de beurs van Tokio beoogde te verkopen voor JPY 610 000, maar in plaats daarvan 610 000 aandelen voor JPY 1 per stuk aanbood.³³ In het girale betalingsverkeer is het terugdraaien van een boeking in een dergelijk geval als storno bekend.³⁴ Ten tweede zou een gebrek in de verhouding tussen de overboekende en de verkrijgende effectenrekeninghouders, zoals een gebrekkige titel die aan de overboeking ten grondslag lag, de aantastbaarheid van die boeking mee kunnen brengen. Ten derde is het in veel rechtsstelsels mogelijk dat, wanneer een rechthebbende onvrijwillig zijn effecten kwijtraakt, hij deze effecten kan revindiceren onder een derde indien deze derde de effecten in kwestie te kwader trouw verkregen heeft. Ten vierde kan een insolventie ergens in de afwikkelingsketen tot terugboeking nopen. Wanneer bijvoorbeeld een bank de effectenrekening van een van haar cliënten bij-

27. Zie Rank/Bierman 2006, p. 260-261. Als concrete toepassing van deze benadering in Europa kan worden gedacht aan een systeem waarbij aan elke effectenrekening een nummer wordt toegekend, inclusief een landcode waaruit blijkt in welk land de rekening wordt aangehouden, terwijl toezichtregels bepalen wanneer voor een bepaalde landcode mag worden gekozen.

28. In de evaluatie van de Collateral Richtlijn wordt geconcludeerd dat enigerlei verandering hoe dan ook nodig is: 'Amend Article 9 FCD (as well as Article 9(2) SFD and Article 24 Winding-up Directive), either as a consequence of a Council Decision to sign the Hague Securities Convention or (in case the latter would not occur) in order to specify the exact criteria for determining the location of account.' Zie Commission of the European Communities, *Report from the Commission to the Council and the European Parliament; Evaluation report on the Financial Collateral Arrangements Directive (2002/47/EC)*, Brussel 20 december 2006, COM(2006)833 final, p. 12.

29. Zie <www.unidroit.org> voor achtergronddocumentatie betreffende het UNIDROIT-ontwerpverdrag.

30. Zie bijv. Aanbeveling 11 van het *Plan of Action* geformuleerd door de G30 in 2003, <www.g30.org>; de ISSA Recommendations 2000, p. 20; aandachtspunt 13 van het eerste rapport van de Giovannini Groep over clearing en settlement (2001). Zie ook J. Benjamin, 'Overview of Post-trade Infrastructure', *Butterworths JIBFL* 2003, p. 225-226.

31. Zie bijvoorbeeld overweging 9 van de considerans van de Finaliteitsrichtlijn.

32. Rechtsonzekerheid in deze context leidt tot zogeheten systeemrisico, dat wil zeggen het risico dat wanneer een partij niet kan voldoen aan haar verplichtingen een domino-effect optreedt dat uiteindelijk de gehele (financiële) markt kan treffen. Vergelijk considerans nr. 9 Finaliteitsrichtlijn.

33. In dit geval verhinderden de beursregels dat de orders en boekingen teruggedraaid konden worden, waardoor het verlies van Mizuho ongeveer JPY 30 miljard (€ 190 miljoen) bedroeg. Zie het CNN-persbericht van 9 december 2005.

34. Vergelijk de memorie van toelichting op de Wet giraal effectenverkeer (*Kamerstukken II 1975/76*, 13 789, nr. 3, p. 38).

boekt, terwijl later blijkt dat de overboekende bank reeds failliet was verklaard, dan zou dat faillissement aanleiding kunnen geven tot aantasting van de bijboeking.

3.3. De finaliteit van credit- en debetboekingen

Art. 13 van het UNIDROIT-ontwerpverdrag bevat een algemene regel betreffende de finaliteit van credit- en debetboekingen op effectenrekeningen.³⁵ Art. 13 lid 1 regelt het geval van onbevoegd verrichte debetboekingen. Deze bepaling noemt twee gevallen waarin de 'relevant intermediary', dat wil zeggen de instelling die de desbetreffende effectenrekening administreert,³⁶ bevoegd is een debetboeking te verrichten. Ten eerste kan bevoegdheid worden verleend aan de instelling door de rekeninghouder.³⁷ Ten tweede kan (on)bevoegdheid voortvloeien uit het toepasselijke nationale recht. Onbevoegdheid leidt, aldus het verdrag, tot een ongeldige en daarmee aantastbare debetboeking.

Art. 13 lid 2 geeft een meer algemene regeling betreffende de (rechts)geldigheid van debet- en creditboekingen (sub a), het ongedaan maken van boekingen, waaronder naar ons inzicht ook storno kan worden begrepen (sub b en c) en de vraag of een boeking afhankelijk kan worden gemaakt van een voorwaarde (sub d en e). Voor al deze onderwerpen geldt dat het ontwerpverdrag zelf geen regeling geeft, maar verwijst naar het nationale recht van de desbetreffende deelnemende staat, de rekeningovereenkomst tussen partijen of bepalingen van het betrokken afwikkelingssysteem.

Als gezegd, heeft de algemene regeling van art. 13 lid 2 zowel betrekking op debetboekingen als op creditboekingen, terwijl art. 13 lid 1 slechts ziet op de aantastbaarheid van debetboekingen. Indien een conflict tussen beide regelingen zou optreden (bijvoorbeeld door een bepaling van het op grond van art. 13 lid 2 toepasselijke nationale recht), gaat echter de bijzondere regel van art. 13 lid 1 boven de algemene regel van art. 13 lid 2 sub a. Dit vindt zijn rechtvaardiging in de bescherming van de rekeninghouder, omdat juist hij van onbevoegd verrichte debetboekingen negatieve gevolgen ondervindt.³⁸

3.4. Abstractie van de verhouding vervreemder-verkrijger

Naar Nederlands recht kan een vervreemder op grond van art. 3:84 BW een door hem verrichte overdracht van goederen betwisten wanneer hij van mening is dat een bevoegdheids-, titel- of leveringsgebrek aan deze overdracht ten grondslag ligt.³⁹ Men kan zich afvragen of deze bepaling onverkort heeft te gelden voor overboekingen van effecten, of dat van de verhouding tussen overboekende en verkrijgende effectenrekeninghouder in dat geval moet worden geabstraheerd, zodat eventuele gebreken in deze verhouding geen invloed hebben op de geldigheid van de bijboeking op de rekening van de ontvanger.

In de discussie die hieromtrent in de literatuur gewoed heeft, hebben verschillende schrijvers (analoge) toepassing van art. 3:84 BW verdedigd.⁴⁰ Een dogmatisch argument dat in dit verband kan worden aangevoerd, is dat de Wet giraal effectenverkeer (Wge), die op de meeste Nederlandse effecten(transacties) van toepassing is, op goederenrechtelijke leest is geschoeid en dat (analoge) toepassing van goederenrechtelijke bepalingen bij overboekingen daarom voor de hand ligt.⁴¹ Het niet te veronachtzamen belang dat achter deze benadering schuilgaat, is dat indien volledig zou worden geabstraheerd van de relatie tussen overboekende en verkrijgende effectenrekeninghouder, de overboekende rekeninghouder zijn (goederenrechtelijke) aanspraak met betrekking tot de overgeboekte effecten en de daaraan verbonden bescherming kwijtraakt. Hij kan dan slechts op verbintenissenrechtelijke gronden de verkrijgende effectenrekeninghouder aanspreken. Indien art. 3:84 BW geheel buiten toepassing zou blijven, zouden effecten bovendien in wezen

fiduciair kunnen worden overgedragen via het girale systeem, een praktisch gevolg dat de wetgever waarschijnlijk niet voor ogen heeft gehad.

In latere literatuur wordt evenwel veelal gepleit voor enigerlei vorm van abstractie. Zo hebben sommigen het standpunt verdedigd dat de gevolgen van de beschikkings (on)bevoegdheid van een overboeker van effecten moeten worden beoordeeld in het licht van de figuur van 'delegatie', die van toepassing zou zijn wanneer een effectenrekeninghouder zijn beheerder een overboekingsopdracht geeft. Volgens deze visie dient het leerstuk van beschikkings(on)bevoegdheid in eerste instantie toegepast te worden in de verhoudingen vervreemder-effectenbeheerder en effectenbeheerder-verkrijger en niet in de verhouding vervreemder-verkrijger. In dit verband wordt dan gewezen op de centrale rol van de relatie tussen rekeninghouder en de instelling die zijn effectenrekening beheert. Het is immers alleen die instelling die uitvoering kan (en moet) geven aan beschikkingshandelingen van de rekeninghouder ten aanzien van zijn effecten, terwijl uit deze relatie ook beperkingen van de beschikkingsbevoegdheid van de rekeninghouder kunnen voortvloeien.⁴²

Anderen hebben zich op het standpunt gesteld dat de creditering van de effectenrekening van een verkrijger een originele wijze van verkrijging betekent, aangezien zij een nieuwe aanspraak van een rekeninghouder jegens zijn effectenbeheerder tot gevolg heeft.⁴³ Een nadere analyse van (de praktijk van) overboekingen leert immers dat in veel gevallen met een overboeking de aanspraak van de vervreemder jegens zijn effectenbeheerder tenietgaat, waarna een gelijk-

35. In deze paragraaf blijven zogenaamde 'designating entries' (als gedefinieerd in art. 1(l) van het UNIDROIT-ontwerpverdrag) buiten beschouwing.

36. Zie ook hierboven, par. 2.

37. Hetzelfde geldt voor een gerechtigde op grond van art. 10 van het UNIDROIT-ontwerpverdrag.

38. Ook de Legal Certainty Group betreft de geldigheid van credit- (en debet-)boekingen in haar werk. Zie het advies van de Legal Certainty Group d.d. 11 augustus 2006, par. 5.7, document LCG-4, par. 2.7 (opmerking Klaus Löber), alsmede de documenten LCG-13, par. 1.7, LCG-14, nr. 65 en LCG-15.

39. Op grond van het in Nederland geldende causale stelsel is bijvoorbeeld een overdracht ongeldig indien achteraf de titel wegvalt.

40. Zie F.H.J. Mijnsen, 'Het voorstel tot regeling van giraal effectenverkeer', NV 1975, par. 10, p. 207-208; L.J.K. Vincent, 'Eigendom van effecten in het effectengiro-systeem', NV 1975, p. 44 en 46; M.A. Blom, 'Effecten en the law of the intermediary', *Ondernemingsrecht* 1999/14, p. 377; J.M. van Dijk, in: S.E. Eisma (red.), *Leerboek effectenrecht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002, p. 121.

41. Ook in veel andere Europese landen zijn de aanspraken ten aanzien van effecten van goederenrechtelijke aard. Zie het rapport van de European Financial Market Lawyers Group (EFMLG), *Harmonisation of the Legal Framework for Rights Evidenced by Book-Entries in respect of Certain Financial Instruments in the European Union*, juni 2003, <www.efmlg.org>.

42. Zie Van Setten, in: J.H. Dalhuisen en L.D. van Setten, *Zekerheid in roerende zaken en rechten*, Alphen aan den Rijn: Kluwer 2003, p. 87 e.v. (i.h.b. p. 125); M. Haentjens, 'Privaatrechtelijke aspecten van giraal effectenverkeer', *WPNR* 2004/6582, p. 480 e.v. (hierna: Haentjens 2004; zie ook de reacties in *WPNR* 2004/6602, p. 986 e.v.). Zie echter voor een kritische bespreking van de delegatie-figuur T.H.D. Struycken, 'Verslag van de vergadering van de Vereniging Handelsrecht op 27 mei 2003 in Utrecht', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 375, afl. 11 en Keijser, in: T.R.M.P. Keijser en A.J. Verdaas, 'Bespreking van het preadvies 'Zekerheid in roerende zaken en rechten'', *TvI* 2003, p. 291 e.v., par. 3.

43. Zie B.F.L.M. Schim, 'Girale levering als girale betaling; over artikelen 17 en 41 Wge en artikel 3:84 BW', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 10 jaar nieuw burgerlijk recht*, Deventer: Kluwer 2002, (serie Onderneming en Recht, deel 24), p. 205-207; J. van der Beek, 'Aspecten van levering en verpanding van Wge-aandelen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 244, par. 3, afl. 7; en uitgebreid B.F.L.M. Schim, *Giraal effectenverkeer en goederenrecht*, Deventer: Kluwer 2006 (serie Onderneming en Recht, deel 36), p. 133-148.

luidende aanspraak ontstaat van de verkrijger jegens zijn beheerder. De laatste aanspraak is derhalve een andere, dan de vervreemder had, aangezien deze aanspraak jegens een ander, dat wil zeggen een andere beheerder geldt. Strikt genomen kan derhalve in zulke gevallen niet van overdracht gesproken worden, waarmee ook art. 3:84 BW toepassing zou missen.⁴⁴

W. Sniijders heeft 'dubieuze constructies' als delegatie en originele verkrijging echter afgewezen en stelt eenvoudigweg dat tussen een vervreemder en verkrijger van girale effecten geen causale overdracht maar een abstracte overdracht plaatsvindt, zoals 'van het begin in het stelsel besloten [heeft] gelegen'.⁴⁵ Naar zijn mening zijn de beschikingsbevoegdheid van de opdrachtgever en een geldige titel derhalve niet van goederenrechtelijke invloed op de geldigheid van de overboeking. Ook de volgende argumenten pleiten voor abstractie. In de eerste plaats is het in veel gevallen onwaarschijnlijk dat een vervreemder de verkrijger van zijn (aanspraken ten aanzien van) effecten kan traceren, omdat vrijwel alle transacties die plaatsvinden via een beursstelsel geanonimiseerd zijn.⁴⁶ Een zwaarwegend argument voor abstractie en de daarmee gepaard gaande onaantastbaarheid van creditboekingen is voorts dat daarmee de rechtszekerheid en de omloopsnelheid van het effectenverkeer veilig worden gesteld.⁴⁷

Wat er ook van deze discussie zij, ze maakt in ieder geval duidelijk dat het van groot belang is dat een toekomstig wereldwijd, Europees en/of Nederlands wetgevingsinstrument op dit punt helderheid schept. Helaas bevat het UNIDROIT-ontwerpverdrag echter geen harmoniserende bepalingen op dit punt. Sterker nog, zoals hierboven reeds werd aangegeven, is het ingevolge art. 13 lid 2 van het UNIDROIT-ontwerpverdrag uitdrukkelijk aan de deelnemende staten om te bepalen of de geldigheid en aantastbaarheid van een boeking op een effectenrekening afhankelijk is van een of meer criteria zoals beschikingsbevoegdheid, een geldige titel en levering, en wat de eventuele gevolgen zijn van gebreken daarin.⁴⁸ De (on)aantastbaarheid van creditboekingen op naam van een verkrijger te goeder trouw wordt daarentegen wel door het verdrag zelf geregeld. De desbetreffende bepaling, Art. 14, zal in de volgende paragraaf nader worden toegelicht.

3.5. Verkrijgers te goeder trouw en finaliteit

Het kan voorkomen dat de effecten waartoe een rekeninghouder gerechtigd is ten onrechte van zijn rekening worden afgeboekt en op de rekening van een derde worden bijgeschreven. De oorspronkelijke rechthebbende zou dan zijn effecten kunnen revindiceren onder de derde die de effecten in kwestie heeft bijgeschreven gekregen.⁴⁹ Ook zou het kunnen gebeuren dat een effectenbeheerder onbevoegd effecten in zekerheid geeft aan eigen crediteuren, hoewel die effecten toebehoren aan de cliënten/rekeninghouders van deze beheerder. In het faillissement van de beheerder zou vervolgens een conflict kunnen ontstaan tussen genoemde crediteuren en cliënten, met name ingeval de beheerder zelf tot onvoldoende effecten gerechtigd blijkt te zijn om de aanspraken van beiden te voldoen. Zouden nu de crediteuren beschermd moeten worden of dient de bijschrijving op hun rekening te kunnen worden teruggedraaid ten gunste van de cliënten?

Naar Nederlands recht is die vraag (relatief) eenvoudig te beantwoorden, nu art. 19, art. 20 lid 2 en art. 21 lid 2 van de Wet giraal effectenverkeer (Wge) bepalen dat verkrijgers en pandnemers te goeder trouw beschermd worden tegen revindicatieacties van eerdere rechthebbenden.⁵⁰ Aansluiting is daarbij gezocht bij de bescherming van derden-verkrijgers te goeder trouw naar algemeen privaatrecht, zoals die thans te vinden is in art. 3:86, art. 3:88, art. 3:238 en art. 3:239 BW.⁵¹ In andere rechtsstelsels waar een specifieke re-

geling ontbreekt, is een dergelijke bescherming van effectenverkrijgers of pandnemers te goeder trouw echter omstreden. Naar Frans recht mogen de bepalingen van de *Code civil* die ter bescherming van de derde verkrijger van een roerende zaak strekken, bijvoorbeeld niet zonder meer worden toegepast op de verkrijger van andere soorten goederen zoals girale effecten.⁵² De Belgische wetgever heeft, aan de andere kant, recentelijk de toepasselijke bepalingen van het Burgerlijk Wetboek op de verkrijger/pandnemer van girale effecten expliciet van toepassing verklaard.⁵³

Een harmoniserend instrument dat de bescherming van de derde-verkrijger/pandnemer te goeder trouw bewerkstelligt en zo de onaantastbaarheid van effectencrediteringen verder versterkt, zou daarom ons inziens de rechtszekerheid in het internationaal verkeer dienen. Een bepaling als art. 14 van het UNIDROIT-ontwerpverdrag is derhalve toe te juichen. De leden 1 en 2 van Art. 14 bepalen namelijk uitdrukkelijk dat een creditboeking niet aantastbaar is indien deze geschiedt ten behoeve van een rekeninghouder die te goeder trouw⁵⁴ is op het moment van de boeking, dat wil zeggen die niet weet dat die boeking in strijd is met andermans rechten ten aanzien van de gecrediteerde effecten of dat de boeking het gevolg is van een eerdere,

44. Zie ook bijvoorbeeld Haentjens 2004. Waar vervreemder en verkrijger een rekening aanhouden bij dezelfde beheerder, gaat deze redering echter niet op.

45. W. Sniijders, 'Ongeregelheden in het vermogensrecht', *WPNR* 2005/6608, p. 95-96.

46. Indien partijen elkaar kennen is traceerbaarheid echter wel voorstelbaar.

47. Voor een ander knelpunt dat de toepassing van art. 3:84 BW oplevert in de context van girale effecten, zie E.M. van Ardenne-Stachiw, *De voorwaardelijke overdracht van effecten in de zin van de Wet giraal effectenverkeer*, in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en effecten*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998 (serie Onderneming en Recht, deel 13), p. 169 e.v.

48. Volgens art. 13 lid 2 van het ontwerpverdrag kunnen ook, voor zover toegelaten door nationaal recht, een rekeningovereenkomst tussen partijen of regels van het betrokken afwikkelingssysteem bepalen dat de geldigheid en de aantastbaarheid van een boeking op een effectenrekening afhankelijk is van een of meer criteria, alsmede wat de eventuele gevolgen zijn van gebreken daarin.

49. Zoals hierboven, in par. 3.4 echter reeds gememoreerd is, vindt het merendeel van effectentransacties plaats via een geanonimiseerd beursstelsel en het is dan ook moeilijk voorstelbaar hoe een belegger in zo'n geval 'zijn' effecten zou kunnen revindiceren onder een derde-verkrijger. Bij transacties die niet via een geïnstitutionaliseerde beurs tot stand komen en waarbij partijen elkaar kennen, ligt het meer voor de hand dat een revindicatievordering kan worden ingesteld.

50. Onderscheid wordt daarbij gemaakt ten aanzien van het moment waarop de goede trouw vereist is. Ingeval de verkrijger of pandnemer een aangesloten instelling, dat wil zeggen een erkende bewaarinstelling in de zin van de Wge is, dient deze op grond van art. 19 lid 1 en art. 21 lid 2 Wge te goeder trouw te zijn op het moment dat de effecten in kwestie op haar naam worden bijgeschreven, respectievelijk op het moment dat het pandrecht ontstaat. Ingeval de verkrijger of pandnemer geen aangesloten instelling is, dient hij te goeder trouw te zijn op het moment dat hij van de bijschrijving of verpanding kennis krijgt; zie art. 19 lid 2 en art. 20 lid 2 Wge.

51. Ten tijde van het opstellen van het wetsvoorstel Wge was uiteraard bedoeld: art. 2014 BW. Zie nader *Kamerstukken II* 1975/76, 13 780, nr. 3, p. 38.

52. Zie bijvoorbeeld Cour de Paris 5 juli 1990, *Droit des sociétés*, december 1990, nr. 422 (Q-20) en Th. Bonneau en F. Drummond, *Droit des Marchés Financiers*, Parijs: Economica 2005, 2e druk, nr. 91.

53. Zie art. 21, art. 34 en art. 36 van de Wet van 14 december 2005, strekkende tot wijziging van het Wetboek van Vennootschappen (art. 475bis), het koninklijk besluit nr. 62 (art. 19) en de wet van 2 januari 1991 (art. 13bis). In deze bepalingen worden art. 2279 en art. 2280 van het Belgisch Burgerlijk Wetboek van toepassing verklaard op effecten dan wel financiële instrumenten. Zie ook art. 10 van het koninklijk besluit nr. 62.

54. Het UNIDROIT-ontwerpverdrag spreekt in neutrale termen van 'innocent acquisition'.

aantastbare boeking.⁵⁵ Lid 3 maakt een uitzondering waar het overboekingen om niet betreft. Of sprake is van 'goede trouw' in de zin van art. 4 lid 1 en 2 is van belang of een verkrijgende effectenrekeninghouder 'weet' dat de boeking op zijn rekening in strijd is met andermans rechten of dat de boeking het gevolg is van een eerdere, aantastbare boeking. Art. 14 lid 4 werkt daarom het criterium 'wetenschap' nader uit.⁵⁶

3.6. Insolventie en finaliteit

Op Europees niveau heeft de zogeheten Finaliteitsrichtlijn van 1998 reeds geleid tot enige harmonisering van de nationale regels met betrekking tot de aantastbaarheid van effectenboekingen ten gevolge van een insolventie in de afwikkelingsketen. Meer in het bijzonder beoogt deze Richtlijn de gevolgen van eventuele insolventie te minimaliseren door een regeling te geven betreffende de onaantastbaarheid van (opdrachten tot) geld- en effectenboekingen.

De Finaliteitsrichtlijn bepaalt dat wanneer een afwikkelingssysteem uitvoering heeft gegeven aan een overboekingsopdracht, gegeven vóór het tijdstip van een insolventverklaring, die uitvoering niet aantastbaar is.⁵⁷ De Europese wetgever realiseerde zich dat de stabiliteit van het geld- en effectenverkeer zich slecht verhoudt tot bijvoorbeeld de 00:00-uur-regel. Deze regel, die onder meer in Nederland als hoofdregel geldt, betekent namelijk dat een faillissement terugwerkt tot het begin van de dag waarop het faillissement is uitgesproken. Dientengevolge worden alle handelingen aantastbaar die op die dag verricht zijn door de failliet.⁵⁸ Op grond van art. 212b lid 1 Fw, waarmee de Finaliteitsrichtlijn op dit punt is geïmplementeerd in het Nederlandse recht, geldt deze regel echter niet voor overboekingsopdrachten en de uitvoering daarvan in daartoe aangewezen systemen.⁵⁹

Uit de Finaliteitsrichtlijn volgt voorts dat zelfs overboekingsopdrachten gegeven na de insolventverklaring onaantastbaar zijn, mits de uitvoerende instantie(s) onwetend was (waren) van de insolventieprocedure en de boeking is uitgevoerd op de dag dat de insolventieprocedure in gang is gezet.⁶⁰ Dit alles om te voorkomen, dat de uitvoering van een overboekingsopdracht teruggedraaid zou moeten worden, hetgeen tot grote problemen zou kunnen leiden. In de huidige praktijk reduceren multilaterale afwikkelingssystemen namelijk de overboekingsopdrachten van vele marktpartijen tot eenvoudige debet- en creditopdrachten door de opdrachten met elkaar te verrekenen. Het teruggedraaien van een enkele overboeking(sopdracht) zou dit verrekeningsmechanisme onder druk zetten.

Opgemerkt dient echter te worden dat de besproken bepalingen van de Finaliteitsrichtlijn alleen zien op effecten- en betalingsverkeer dat plaatsvindt binnen een afwikkelingssysteem zoals door de richtlijn gedefinieerd.⁶¹ De richtlijn biedt derhalve geen regeling voor de aantastbaarheid van de finaliteit van boekingen die plaatsvinden buiten een door de richtlijn bestreken afwikkelingssysteem.⁶²

Evenals de Finaliteitsrichtlijn isoleert art. 24 van het UNIDROIT-ontwerpverdrag eenmaal in een afwikkelingssysteem ingevoerde opdrachten tegen de gevolgen van een eventuele insolventie in de afwikkelingsketen. De grondgedachte van deze bepaling is namelijk dat een eenmaal conform de regels van een afwikkelingssysteem als onaantastbaar aangemerkte (opdracht tot) debitering of creditering niet meer door een regel van insolventierecht teruggedraaid kan worden. De bepaling vindt echter slechts toepassing voor zover het toepasselijk nationaal recht dat toestaat.⁶³

4. UNCITRAL Legislative Guide on Secured Transactions

UNCITRAL werkt al een aantal jaren aan een Legislative Guide on Secured Transactions (hierna: Legislative Guide), welke een zoveel mogelijk omvattende regeling beoogt te

geven ten aanzien van transacties waarbij op enigerlei wijze zekerheid wordt verschaft.⁶⁴ Vanaf het begin is er echter, gezien de bijzondere aard van effecten, van uitgegaan dat de Legislative Guide in het geheel geen betrekking zou hebben op effecten. Hiermee werd mede beoogd elke overlap met het werk van UNIDROIT uit te sluiten.⁶⁵

Tijdens de tiende zitting van UNCITRAL Werkgroep VI betreffende zekerheidsrechten in mei 2006 is voor het eerst de vraag opgeworpen of alle soorten effecten zouden moeten worden uitgesloten van de Legislative Guide. Er werd betoogd dat een volledige uitsluiting van alle soorten effecten zou leiden tot een hiaat in de internationale regelgeving betreffende zekerheidsrechten op girale effecten, nu het UNIDROIT-ontwerpverdrag is beperkt tot giraal geadministreerde effecten ('intermediated securities'). De vraag was daarom of de Legislative Guide geen betrekking zou moeten hebben op effecten die niet giraal worden geadministreerd,

55. Art. 14 lid 1 ziet op de eerstgenoemde, lid 2 op de laatstgenoemde situatie. Volgens UNIDROIT 2007, Studie LXXVIII – Doc. 96, p. 2-3, moet het verschil tussen beide bepalingen hierin gezocht worden dat lid 1 de verkrijgende rekeninghouder beschermt tegen de aanspraak van een specifieke persoon (namelijk tegen degene wiens rechten geschonden zouden zijn door de boeking), terwijl lid 2 de verkrijgende rekeninghouder meer algemeen beschermt tegen zijn behorende instelling en alle anderen. Bovendien betreft lid 2, anders dan lid 1, ook rechten verkregen op grond van art. 10 en kan het, op grond van art. 14 lid 5, opzigezet worden door bepalingen van een afwikkelingssysteem of de effectenrekeningovereenkomst. Zie tevens UNIDROIT 2007, Studie LXXVIII – Doc. 58, i.h.b. par. 146-148 (met de daarbij behorende diagrammen in Appendix 17) en UNIDROIT 2007, Studie LXXVIII – Doc. 74, par. 3-5.

56. Tijdens de vierde sessie van het UNIDROIT Committee of Governmental Experts is echter discussie ontstaan over de maatstaf die moet worden gehanteerd om te bepalen wanneer er in de context van effectentransacties sprake is van 'wetenschap'. Zie UNIDROIT 2007, Studie LXXVIII – Doc. 95, par. 159-166, 213, 248. Er is een werkgroep opgestart die zich buigt over deze kwestie. Zie UNIDROIT 2007, Studie LXXVIII – Doc. 96 en 98-104. Zie over *bona fide* verkrijging ook het advies van de Legal Certainty Group d.d. 11 augustus 2006, par. 5.4, alsmede de documenten LCG-13, par. 1.6 en LCG-14, nr. 61-64.

57. Zie art. 3, art. 6 lid 1 en art. 7 van de Finaliteitsrichtlijn. Ook verrekening ('netting') is afdwingbaar.

58. Zie in het bijzonder art. 23 en art. 35 Fw.

59. Een gelijksoortige bepaling is opgenomen voor het geval van surseance van betaling, alsmede in de toezichtsregelgeving betreffende financiële ondernemingen.

60. Zie art. 3 lid 1, tweede alinea Finaliteitsrichtlijn, in ons recht geïmplementeerd als art. 212b lid 3 Fw alsmede in de regelgeving betreffende surseance van betaling en het toezicht op financiële ondernemingen.

61. Zie art. 1 en art. 2 Finaliteitsrichtlijn. Op grond van art. 1 sub c vallen ook zekerheden verschaft in het kader van transacties van centrale banken van lidstaten binnen de reikwijdte van deze Richtlijn.

62. Voor vergelijkbare bepalingen met betrekking tot financiëlezekerheidsvereenkomsten, zie art. 8 lid 1 sub a en lid 2 van de Collateral Richtlijn.

63. Zie ook het verslag van de zevende bijeenkomst van de Legal Certainty Group, nr. 30.

64. Zie over de Legislative Guide: B. Foëx, L. Thévenoz, S.V. Bazinas (red.), *Réforme des sûretés mobilières, Les enseignements du Guide législatif de la CNUDCI; Reforming Secured Transactions, The UNCITRAL Legislative Guide as an Inspiration*, Schulthess Médias Juridiques SA, Genève, Zurich, Bâle, 2007, Publications du Centre de droit bancaire et financier.

65. Zie op <www.uncitral.org> het verslag van de 34ste zitting van UNCITRAL, A/56/17, nr. 356; het verslag van de 35ste zitting van UNCITRAL, A/57/17, nr. 200; het verslag van de 4e zitting van Werkgroep VI, A/CN.9/543, par. 84; het verslag van de 6e zitting van Werkgroep VI, A/CN.9/570, par. 20; het verslag van de 9e zitting van Werkgroep VI, A/CN.9/593, par. 68.

waarbij in het bijzonder werd gedacht aan 'directly held securities'.⁶⁶

Om een optimale coördinatie van regelgeving op internationaal niveau zeker te stellen, in het bijzonder met het UNIDROIT-ontwerpverdrag, is deze vraag ook aan de orde gekomen tijdens de vierde bijeenkomst van UNIDROIT's Committee of Governmental Experts in mei 2007, waar tevens een vertegenwoordiger van UNCITRAL aanwezig was. Om verschillende redenen werd geconcludeerd dat het op dit moment het beste zou zijn als effecten volledig van de Legislative Guide zouden worden uitgesloten.

Zo werd aangevoerd dat er een verschil is tussen het behandelen van 'directly held securities' (zoals genoemd in de documenten betreffende de tiende, elfde en twaalfde zitting van Werkgroep VI) en het uitsluiten van 'intermediated securities' (zoals gedefinieerd in het UNIDROIT-ontwerpverdrag). Ook werd opgemerkt dat het niet duidelijk was of de Legislative Guide betrekking zou moeten hebben op zowel verhandelbare als niet-verhandelbare stukken. In zijn algemeenheid werd gesteld dat de scheidslijnen tussen verschillende soorten effecten vaak moeilijk te trekken zijn. Daarnaast vroeg men zich af of de benadering van de UNCITRAL Legislative Guide en het UNIDROIT-ontwerpverdrag en de op basis daarvan gekozen oplossingen wel met elkaar te rijmen zouden zijn, bijvoorbeeld waar het gaat om de afdwingbaarheid van een overdracht van effecten.

Verder werd erop gewezen dat effecten gedurende de eerste vier jaar van de activiteiten van de UNCITRAL-Werkgroep uitgesloten waren van de Legislative Guide. Het op het laatste moment opnemen van effecten in de Legislative Guide werd niet wenselijk geacht. Men gaf er de voorkeur aan dit onderwerp in een later stadium op het niveau van werkgroepen nader te behandelen, waarbij het van belang werd geacht dat de benadering van UNCITRAL verenigbaar zou zijn met het UNIDROIT-ontwerpverdrag en andere wetgevingsactiviteiten (op onder meer Europees niveau).⁶⁷

Tijdens de veertigste bijeenkomst van UNCITRAL in 2007 is de Legislative Guide aangenomen en is besloten dat effecten op dit moment geheel en al buiten het bereik ervan zullen worden gehouden. Op een later moment zal het werk inzake echter worden voortgezet door Werkgroep VI van UNCITRAL. Deze zal namelijk een annex bij de Legislative Guide ontwikkelen ten aanzien van bepaalde soorten effecten, met inachtneming van andere regelgevingsinitiatieven

op dit gebied. De eerstvolgende vergadering van deze Werkgroep vindt plaats in 2008.⁶⁸

5. Slotopmerking

In deze bijdrage hebben wij een overzicht trachten te geven van verschillende internationale ontwikkelingen op effectenrechtelijk gebied, in het bijzonder vanuit vermogensrechtelijk perspectief. Vastgesteld kan worden dat internationaal buitengewoon veel gaande is op het gebied van het effectenverkeersrecht. Over internationale harmonisatie van de vermogensrechtelijke aspecten van de bewaring en overdracht van effecten wordt op dit moment in verschillende gremia nagedacht. Sommige initiatieven zijn reeds uitgemond in een verdrag, zoals het Haagse Verdrag dat betrekking heeft op de IPR-aspecten van het internationaal effectenverkeer. Voorts nadert het UNIDROIT-ontwerpverdrag met materieelrechtelijke regels dienaangaande vaststelling en zal in een later stadium ook in het kader van de UNCITRAL Legislative Guide on Secured Transactions aandacht worden besteed aan effectentransacties. Deze wereldwijde harmonisatie-initiatieven trachten aansluiting te vinden bij regionale initiatieven, zoals die bijvoorbeeld in Europa reeds zijn of worden ontwikkeld. Het is onze stellige overtuiging dat internationale harmonisering het effectenverkeer ten goede zal komen en wij ondersteunen genoemde initiatieven daartoe dan ook van harte.

66. Zie een notitie van het UNCITRAL Secretariaat betreffende de 10e zitting van Werkgroep VI, A/CN.9/WG.VI/WP.26/Add.7, par. 3-4. Zie voor het hierop volgende verloop van de discussie het verslag van de 39ste zitting van UNCITRAL, A/61/17, par. 15-16; een notitie van het UNCITRAL Secretariaat betreffende de 11e zitting van Werkgroep VI, A/CN.9/WG.VI/WP.29, par. 5; een notitie van het UNCITRAL Secretariaat betreffende de 12e zitting van Werkgroep VI, A/CN.9/WG.VI/WP.31/Add.1, par. 44; het verslag van de 12e zitting van Werkgroep VI, A/CN.9/620, par. 99-107.
67. Zie het verslag van deze bijeenkomst in UNIDROIT 2007, Studie LXXVIII – Doc. 95, nr. 98-105.
68. Zie het verslag van het eerste deel van de 40ste zitting van UNCITRAL, A/62/17 (Part I), i.h.b. par. 145-147 en 160. Zie ook de bij deze zitting behorende documenten van het UNCITRAL Secretariaat (A/CN.9/631, nr. 4(c) van hoofdstuk II; A/CN.9/637, nr. 4(c) van hoofdstuk II; A/CN.9/637/Add.2, nr. 70), alsmede van de Europese Gemeenschap en lidstaten (A/CN.9/633).

Actualiteiten

Afstel EG-richtlijn betreffende grensoverschrijdende statutaire zetelverplaatsing

■ 33

1. Om maar met de deur in huis te vallen: De Europese Commissie dient geen voorstel in voor een richtlijn betreffende grensoverschrijdende zetelverplaatsing. Deze richtlijn zou het mogelijk moeten maken dat een vennootschap haar statutaire zetel ('registered office') verplaatst van de ene naar de andere lidstaat, zonder dat dit gepaard gaat met verlies van rechtspersoonlijkheid. Met andere woorden, een grensoverschrijdende omzetting waardoor het op de vennootschap toepasselijke recht wijzigt. Naar huidig recht in de EU-lidstaten impliceert een grensoverschrijdende verplaatsing van de statutaire zetel liquidatie van de bestaande

vennootschap in de lidstaat van herkomst en oprichting van een nieuwe vennootschap in de lidstaat van ontvangst. Aangezien dit een tijdrovend en kostbaar proces is, komt het zelden voor dat een vennootschap op deze wijze haar statutaire zetel verplaatst.

2. Het is vrij opmerkelijk dat er – voorsnog – geen richtlijn betreffende grensoverschrijdende statutaire zetelverplaatsing komt. In het Company Law Action Plan uit 2003 werd de totstandkoming van een veertiende richtlijn betreffende grensoverschrijdende zetelverplaatsing nog gezien als een prioriteit voor de korte termijn.¹ In de jaren 1997, 2002

1. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward, 21 May 2003, par. 3.4 en Bijlage 1; te raadplegen via <www.ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm>. Zie ook *Ondernemingsrecht* 2003, p. 487-490.