

Reactie consultatiedocument Wijzigingswet financiële markten 2016 (inzake de beschermingsregeling voor derivatenbeleggers)

Onderhavige reactie heeft betrekking op de regeling ter bescherming van derivatenbeleggers uit het consultatiedocument Wijzigingswet financiële markten 2016 (de “Ontwerpregeling”) en de bijbehorende toelichting. De Ontwerpregeling beoogt blijkens de toelichting enerzijds te bereiken dat derivatenposities die een bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling (als “tussenpersoon”) aanhoudt in eigen naam voor rekening en risico van cliënten buiten het faillissement van de tussenpersoon blijven en anderzijds dat die posities, evenals de bijbehorende zekerheden, bij faillissement zonder complicaties kunnen worden overdragen aan een andere tussenpersoon. Dit tweeledige doel moet kortgezegd worden bereikt door een afgescheiden vermogen waartoe alle rechten en verplichtingen behoren die voortvloeien uit derivatencontracten die een tussenpersoon aangaat met “derden” in eigen naam voor rekening en risico van cliënten. Hoewel ik met de minister van mening ben dat het mogelijk is om bovengenoemd doel te bereiken door het creëren van een afgescheiden vermogen, merk ik op dat niet de meest eenvoudige weg is gekozen om het doel te bereiken. De toelichting is op sommige punten onbegrijpelijk of gebaseerd op verkeerde aannames.¹ De uitkomst is een complexe regeling waarvan sommige bepalingen tegenstrijdig zijn aan elkaar. De Ontwerpregeling vereist de nodige aanpassing wil zij aansluiten bij de praktijk en de nodige flexibiliteit bieden voor wijzigingen in de derivatenhandel in de toekomst. Bovendien kan de regeling eenvoudiger en duidelijker worden opgesteld. Hieronder plaats ik vanuit wetenschappelijk en praktisch oogpunt kanttekeningen bij:

- 1) het voornemen de regeling op te nemen in de Wge;
- 2) de reikwijdte van de regeling;
- 3) de aansluiting met de praktijk in het licht van MiFID II/MiFIR;
- 4) het afgescheiden vermogen als beschermingsmechanisme; en
- 5) de bepalingen inzake de bescherming van zekerheden.²

1. Waarom de Wge?

Volgens de minister ligt het voor de hand de Ontwerpregeling op te nemen in de Wet giraal effectenverkeer (“Wge”) omdat een aantal parallellen is te trekken tussen de intermediair bij effecten en de tussenpersoon bij derivaten.³ Ik deel deze mening niet. Doel van de Wge is het regelen van de girale afwikkeling van effectentransacties, waaronder het leveren en verpanden van girale effecten. Bijkomstig regelt de Wge de eigendomspositie van girale effecten, zodanig de aanspraken van de belegger zijn beschermd. De Wge regelt dus veel meer dan de bescherming van effectenbezitters tegen faillissementsrisico van de intermediair. Derivaten zijn geen effecten in de zin van de Wge en de regeling stelt ook niet voor derivaten op te nemen in het Wge-systeem. Effecten en derivaten zijn juridisch andere beestjes. Voorkomen moet worden dat beleggers en tussenpersonen derivaten gaan beschouwen als girale effecten. Bovendien, zoals de minister aangeeft, betreft de Ontwerpregeling een wezenlijk andere vorm van vermogensscheiding dan het Wge-systeem. Het voorgestelde beschermingsmechanisme berust op een constructie waarbij de tussenpersoon rechthebbende is van het derivatenvermogen, terwijl in het Wge-systeem de effectenbezitter deelgerechtigd is in een bijzondere (effecten)gemeenschap. Het regelen van vermogensscheiding voor derivaten in de Wge kan ook in dit opzicht leiden tot onnodige verwarring. Mijns inziens is een regeling ter bescherming van derivatenbeleggers beter op haar plaats in bijvoorbeeld de Wet op het financieel toezicht (“Wft”)⁴ en/of de Faillissementswet. Ik wijs erop dat goederenrechtelijke bepalingen in een wet met een voornamelijk publiekrechtelijk karakter geen noviteit zijn. Denk bijvoorbeeld aan de vermogensscheidingsregeling voor beleggingsinstellingen uit art. 4:37j Wft.

2. Reikwijdte van de regeling

De reikwijdte van de Ontwerpregeling is niet duidelijk. Uit het algemene deel van de toelichting blijkt dat de regeling zowel de doelstelling uit de Markets in Financial Instruments Directive (“MiFID”) als uit de European Market Infrastructure Regulation (“EMIR”) inzake beleggersbescherming beoogt te bereiken/faciliteren.⁵ Tevens geeft de minister aan een regeling te willen invoeren die *alle* derivaten omvat ongeacht de manier van verhandeling (OTC of via een georganiseerd handelsplatform), ongeacht het

¹ Zie bijvoorbeeld de toelichting op p. 7, tweede alinea. Het lijkt alsof de minister de materie niet geheel overziet.

² Per onderwerp kunnen de kanttekeningen betrekking hebben op meerdere artikelen uit het Ontwerpvoorstel.

³ Toelichting, p. 6: “Zo vormen beiden slechts een tussenschakel in de keten van een effect respectievelijk derivaat en treden zij beiden op voor rekening en risico van hun cliënt”.

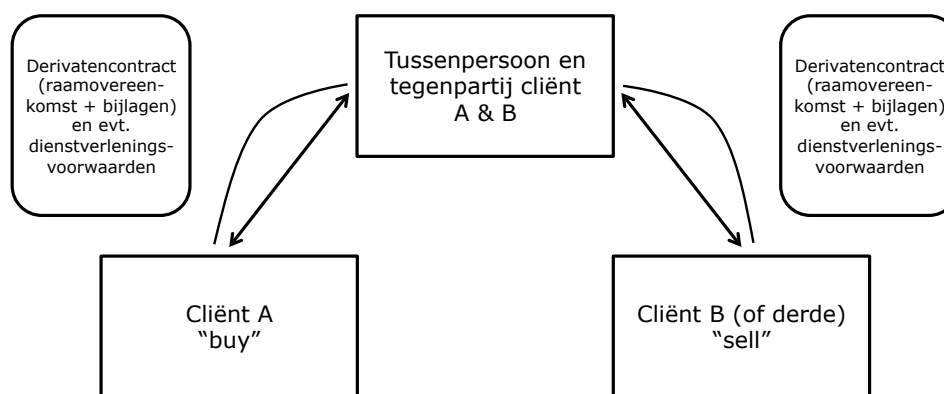
⁴ In de Wft is art. 13 lid 7 MiFID geïmplementeerd. Bovendien bevat de Wft reeds bepalingen ter regulering van (de dienstverlening van) banken, beleggingsondernemingen en clearinginstellingen.

⁵ Toelichting, p. 5-6.

orderuitvoeringsbeleid en ongeacht of het derivaat wordt gecleard door een clearingorganisatie.⁶ De definities in de regeling zijn echter zodanig geformuleerd dat een dergelijke alomvattende regeling niet wordt bereikt. De regeling lijkt niet van toepassing te zijn op de categorie georganiseerd verhandelde derivaten. De angel zit hem in het handelsmodel waarop de Ontwerpregeling is gebaseerd. De minister gaat ervan uit dat bij het uitvoeren van orders in derivaten altijd (ten minste) twee derivatencontracten tot stand komen. Eén tussen de cliënt en diens “tussenpersoon” en een daarmee corresponderend contract tussen laatstgenoemde en een “derde”. De rechten dan wel verplichtingen die voortvloeien uit eerstgenoemd contract definieert de Ontwerpregeling als de “cliëntpositie” en die uit laatstgenoemd contract als de “corresponderende positie”. Een derivatencontract wordt alleen als corresponderende positie aangemerkt indien het door een tussenpersoon wordt aangegaan met een derde “in verband met het aangaan van een cliëntpositie” (curs EWK). Alleen een bank, beleggingsonderneming of clearinginstelling die “voor rekening en risico van haar cliënten corresponderende posities aangaat” wordt aangemerkt als tussenpersoon (curs EWK). Verwarring ontstaat door de formulering van de definities en doordat uit de regeling niet blijkt wanneer een derivatenpositie precies voor rekening van een cliënt wordt aangegaan.⁷ Duidelijkheid en consistentie op dit punt is van belang voor de reikwijdte van de regeling. Bovendien is belangrijk dat de definities algemeen zijn geformuleerd, zodanig dat zij aansluiten bij de praktijk en tegemoet komen aan de neutrale insteek van de minister. De volgende basiskennis heb ik opgenomen om mijn commentaar met betrekking tot de reikwijdte van de regeling te begrijpen.

Matched principal model

De definities uit de Ontwerpregeling sluiten aan bij het *matched principal* orderuitvoeringsmodel (een vorm van *riskless principal trading*) dat de (internationale) praktijk met name hanteert voor het uitvoeren van orders in OTC-derivaten (voor professionele cliënten of in aanmerking komende tegenpartijen). In dit model voert de (bank-)beleggingsonderneming de order van een cliënt uit door zelf met zijn cliënt een derivatencontract te sluiten en tegelijkertijd *back-to-back* een spiegelbeeldig derivatencontract aan te gaan met een andere cliënt of een derde in de markt (zie figuur 1).⁸ De (bank-)beleggingsonderneming wordt dus de koper tegenover de verkoper en andersom de verkoper tegenover de koper. Hoewel de (bank-)beleggingsonderneming beide contracten aangaat als principaal loopt hij uit dien hoofde geen commercieel risico omdat de rechten dan wel verplichtingen jegens zijn tegenpartijen tegen elkaar wegvallen. Het feit dat de (bank-)beleggingsonderneming als tegenpartij (voor eigen rekening) een contract aangaat met zijn cliënt en met een derde neemt niet weg dat de (bank-)beleggingsonderneming tevens als lasthebber de order van de cliënt uitvoert.⁹ Onder MiFID II wordt aangenomen dat de (bank-)beleggingsonderneming in dit model zowel handelt voor eigen rekening als voor rekening en risico van de cliënt bij het aangaan van het corresponderende derivatencontract.¹⁰



Figuur 1

⁶ Toelichting, p. 7.

⁷ De regeling lijkt een andere betekenis te geven aan de term “voor rekening van” dan de praktijk.

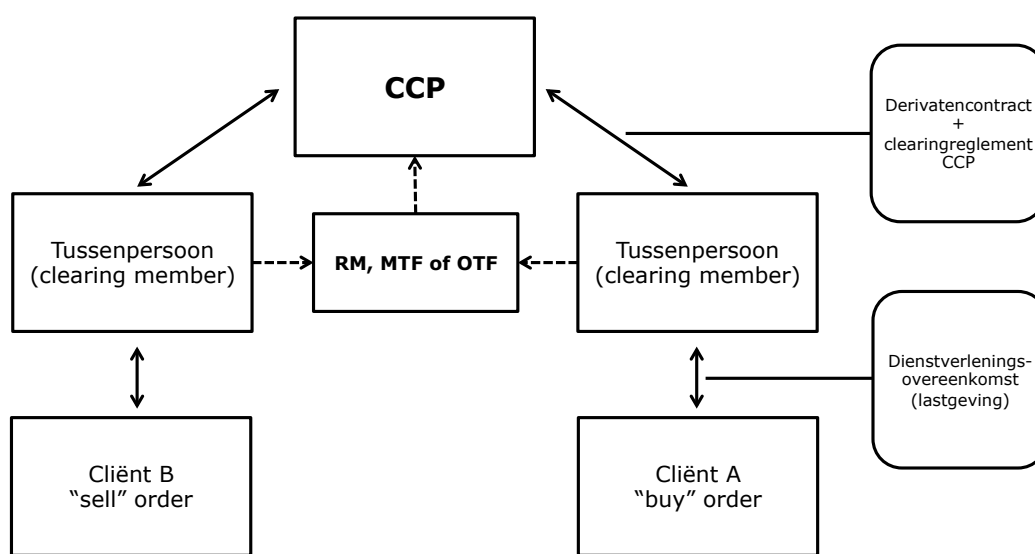
⁸ Het komt ook voor dat de (bank-)beleggingsonderneming anticiperend op de vraag van klanten het derivatencontract met de derde reeds van tevoren aangaat.

⁹ Dit kan op basis van *selbsteintritt* als bedoeld in art. 7:416 BW.

¹⁰ Zie overweging 24 Preambule MiFID II: “Dealing on own account when executing client orders should include firms executing orders from different clients by matching them on a matched principal basis (*back-to-back trading*), which should be regarded as acting as principal and should be subject to the provisions of this Directive covering both the execution of orders on behalf of clients and dealing on own account.”

Lastgevingsmodel

Het model dat (Nederlandse) (bank-)beleggingsondernemingen hanteren voor het uitvoeren van orders in georganiseerd verhandelde derivaten¹¹ die centraal worden geclarend, wijkt af van het *matched principal* model. In dit model wordt de order van de cliënt door de (bank-)beleggingsonderneming doorgeleid naar een georganiseerd handelsplatform. Na matching van de order via het handelssysteem van het handelsplatform wordt de transactie opgegeven bij een clearingorganisatie. Het derivatencontract in enge zin komt hier tot stand tussen de clearingorganisatie en de (bank-)beleggingsonderneming.¹² Omdat het beurs- en clearingreglement het derivaat voldoende bepalen, is voor de (bank-)beleggingsonderneming niet noodzakelijk een apart derivatencontract te sluiten met de cliënt. De relatie tussen de (bank-)beleggingsonderneming en de cliënt wordt uitsluitend beheerst door een dienstverleningsovereenkomst die tevens verwijst naar de beurs- en clearingreglementen (zie figuur 2). De (bank-)beleggingsonderneming houdt het recht dan wel de verplichting die voortvloeit uit het derivatencontract (de “derivatenpositie”) aan bij de clearingorganisatie in eigen naam *voor rekening en risico van de cliënt* uitsluitend op basis van een lastgevingsverhouding.



Figuur 2¹³

Het lastgevingsmodel verschilt van het *matched principal* model in die zin dat de cliënt geen recht of verplichting heeft uit hoofde van een derivatencontract, maar uit hoofde van een dienstverleningsovereenkomst. De cliënt heeft slechts een recht op doorlevering van hetgeen de tussenpersoon van de clearingorganisatie verkrijgt. Wijzigt de inhoud van het derivatencontract of de waarde van de positie, dan wijzigt de aanspraak van de cliënt. Onder het *matched principal* model heeft de cliënt daarentegen juridisch gezien een zelfstandig recht dan wel een verplichting jegens de tussenpersoon uit hoofde van een derivatencontract.¹⁴ De vordering van de cliënt volgt in beginsel niet de vordering die de tussenpersoon heeft uit hoofde van het corresponderende contract.¹⁵ Uitgaande van het *matched principal* model is begrijpelijk waarom de Ontwerpregeling art. 49g lid 2 t/m 4 omvat. Deze bepalingen zijn echter onbegrijpelijk en tevens overbodig tegen de achtergrond van het lastgevingsmodel. Overigens wijs ik erop dat in het derivatencontract (de raamovereenkomst) met de cliënt kan worden afgesproken dat het contract het corresponderende contract volgt. In de clearingomgeving wordt bijvoorbeeld afgesproken tussen de cliënt en de clearing member dat bij afwikkeling van het derivatencontract tussen de clearing member en de clearingorganisatie het contract tussen de cliënt en de clearing member wordt beëindigd.¹⁶

¹¹ Waarin veel particuliere beleggers beleggen.

¹² Ervan uitgaande dat de (bank-)beleggingsonderneming tevens is aangesloten bij het clearingsysteem en bevoegd is transacties van cliënten te clearen.

¹³ Aan de “sell” zijde van het schema moeten dezelfde juridische relaties worden bedacht als aan de “buy” side. Doorgaans bevindt zich tussen de clearing member en de cliënt nog een tussenpersoon. In dat geval is sprake van onderlastgeving en bevindt zich tussen de tussenpersoon van de cliënt en de clearing member ook een dienstverleningsovereenkomst.

¹⁴ Daarnaast kan de cliënt rechten en verplichtingen hebben uit hoofde van een dienstverleningscontract.

¹⁵ Tenzij hiertoe contractuele afspraken zijn gemaakt zoals het geval is in de clearingomgeving.

¹⁶ Zie bijvoorbeeld art. 8(b)(ii) ISDA-FOA client cleared OTC derivatives addendum (juli 2013).

Reikwijdte

Derivatenposities vallen in het afgescheiden vermogen als zij voldoen aan de definitie van “corresponderende positie” en worden aangegaan door een (bank-)beleggingsonderneming in de hoedanigheid van tussenpersoon. Volgens de toelichting treedt een (bank-)beleggingsonderneming op als tussenpersoon “indien zij bij het aangaan van een derivatenpositie door een cliënt tevens een corresponderende positie aangaat (...). Indien geen corresponderende positie wordt aangegaan, handelt zij tevens voor eigen rekening en risico, en treedt zij dus niet op als tussenpersoon.”¹⁷ Het antwoordt op de vraag of een (bank-)beleggingsonderneming optreedt voor rekening en risico van de cliënt is onder de Ontwerpregeling dus afhankelijk van het feit of de (bank-)beleggingsonderneming een spiegelbeeldige positie aangaat in de markt ter afdekking van de positie aangegaan met de cliënt. Derivaten die een (bank-)beleggingsonderneming sluit met een clearingorganisatie (voor rekening en risico van de cliënt) onder het lastgevingsmodel zijn op grond van deze uitleg per definitie uitgesloten van de reikwijdte van de regeling. Immers, onder het lastgevingsmodel is geen sprake van een corresponderende positie in de zin van de Ontwerpregeling die een cliëntpositie afdekt (zie figuur 2). De regeling is daarmee zodanig opgesteld dat particuliere derivatenbeleggers daaraan geen bescherming ontnemen. Voorts wijs ik erop dat een cliënt niet altijd invloed heeft op de wijze waarop de (bank-)beleggingsonderneming, met wie hij een derivatencontract aangaat, het risico uit hoofde van dat contract afdekt. De (bank-)beleggingsonderneming kan het risico ook op andere manier afdekken dan door het aangaan van een “corresponderende” positie. Bovendien kan de (bank-)beleggingsonderneming de positie met de cliënt (tijdelijk) op eigen boek nemen waardoor ook hier geen corresponderende positie tot stand komt, hetgeen een vereiste is voor toepasselijkheid van de regeling. In die gevallen geniet de cliënt geen bescherming. Wat de minister verstaat onder “voor rekening en risico van de cliënt” is dus willekeurig, althans afhankelijk van het risicobeheersingsbeleid van de tussenpersoon. Logischer, transparanter en duidelijker zou zijn als de inhoud van de term voor rekening en risico van wordt gekleurd bijvoorbeeld door de mogelijkheid een derivatenpositie, die een (bank-)beleggingsonderneming inneemt bij een clearingorganisatie of andere derde, te herleiden tot een order van de cliënt. In dat geval zou niet uitmaken of de (bank-)beleggingsonderneming de order van de cliënt uitvoert op basis van *matched principal trading* of lastgeving. Hiertoe zou de definitie van “cliëntpositie” en “corresponderende positie” uit art. 49f sub c en d moeten worden herzien (en dientengevolge ook de definitie van “derivatenvermogen” en “tussenpersoon”).

3. Aansluiting met de praktijk in het licht van MiFID II/MiFIR

In navolging van bovengenoemd commentaar, merk ik op dat clearing van OTC-derivaten volop in ontwikkeling is sinds de inwerkingtreding van de EMIR. Het is de vraag of het *matched principal* model, dat nu wordt gehanteerd voor (geclearde) OTC-derivaten en waar de Ontwerpregeling van uit gaat, ongewijzigd blijft. Wanneer MiFID II en MiFIR in werking treden, naar verwachting in 2016, dienen alle OTC-derivaten die clearingplichtig zijn onder de EMIR te worden verhandeld via een georganiseerd handelsplatform (lees: een RM, MTF of OTF in de zin van MiFID II). Handelsplatformen mogen orders in clearingplichtige derivaten blijkens MiFID II niet matchen op basis van *matched principal trading*¹⁸ waardoor (bank-)beleggingsondernemingen die orders van cliënten uitvoeren op basis van *matched principal trading* kunnen derhalve niet als georganiseerd handelsplatform worden aangemerkt. Orders in geclearde OTC-derivaten zullen via een apart handelsplatform worden geleid. (Bank-)beleggingsondernemingen zullen hun dienstverlening aan cliënten in geclearde OTC-derivaten, waaronder hun documentatie en orderuitvoeringsbeleid, herzien. De praktijk voorspelt dat de orderuitvoering in dergelijke derivaten meer het model gaat aannemen dat wordt gehanteerd voor georganiseerd verhandelde derivaten. Niet ondenkbaar is dat (bank-)beleggingsondernemingen voor het uitvoeren van orders het lastgevingsmodel zullen omarmen. Dit zou tot gevolg hebben dat de Ontwerpregeling, wanneer zij in werking treedt in 2016, niet aansluit bij de handel in centraal geclearde derivaten. De minister doet er verstandig aan de ontwikkelingen in de praktijk op dit gebied te onderzoeken en de regeling aan te passen waar nodig.

4. Afgescheiden vermogen als beschermingsmechanisme

De bescherming uit de Ontwerpregeling is gebaseerd op een afgescheiden vermogen. Ik merk op dat een afgescheiden vermogen geen algemene rechtsfiguur is en dat, ondanks het feit dat in ons recht incidenteel afgescheiden vermogens voorkomen, het rechtsgevolg van het aanmerken van een vermogen als afge-

¹⁷ Toelichting, p. 42.

¹⁸ Art. 3 lid 38 MiFID II definieert *matched principal trading* als: “a transaction where the facilitator interposes itself between the buyer and the seller to the transaction in such a way that it is never exposed to market risk throughout the execution of the transaction, with both sides executed simultaneously, and where the transaction is concluded at a price where the facilitator makes no profit or loss, other than a previously disclosed commission, fee or charge for the transaction”. Zie voor de verschillende verboden artt. 19 lid 5, 20 lid 2 en 47 lid 2 MiFID II.

scheiden vermogen niet per definitie evident is. Het gebruik van de term dient gepaard te gaan met een heldere definitie en/of toelichting. Ingevolge de rechtsliteratuur kenmerkt een afgescheiden vermogen zich door verhaalsexclusiviteit, dat wil zeggen dat de goederen die behoren tot dat vermogen uitsluitend vatbaar zijn voor verhaal door schuldeisers wiens vordering betrekking heeft op (een van) die goederen. Voorts dienen de goederen te zijn afgescheiden binnen het vermogen van één rechtssubject. Bij faillissement van de schuldenaar vallen de goederen buiten het faillissement van de schuldenaar vallen. De toelichting bij de Ontwerpregeling geeft aan dat het derivatenvermogen een afgescheiden deel is van het vermogen van de tussenpersoon¹⁹ dat bij faillissement buiten de boedel valt en waarop alleen cliënten (met een “cliëntpositie”) zich kunnen verhalen.²⁰ Echter, verwarring ontstaat waar de Ontwerpregeling de curator aanwijst als (eind)verantwoordelijk voor het “beheer” van het derivatenvermogen bij faillissement van de tussenpersoon.²¹ Welke zijn de bevoegdheden van de curator met betrekking tot het derivatenvermogen als de Faillissementswet niet van toepassing is? Valt het derivatenvermogen toch onder het faillissementsbeslag?

Overigens kunnen vermogensrechtelijke vraagstukken rondom het afgescheiden vermogen worden vermeden door, kortgezegd, wettelijk te bepalen dat de rechten die voortvloeien uit derivatencontracten die de tussenpersoon aangaat voor rekening en risico van cliënten uitsluitend vatbaar zijn voor verhaal door cliënten voor wiens rekening het derivatencontract is aangegaan. Op die manier kunnen algemene crediteuren daarop geen verhaal nemen.²² De overdracht van posities bij faillissement van de (bank-)beleggingsonderneming zou kunnen worden gefaciliteerd door een uitzonderingsbepaling in de Faillissementswet op te nemen die voorkomt dat de curator overdracht van posities kan frustreren. Inspiratie voor een dergelijke uitzonderingsbepaling kan de minister halen uit de uitzonderingsbepalingen die omringende landen hebben ingevoerd in hun insolventierecht.²³

5. Bescherming van zekerheden

De Ontwerpregeling omvat een complexe regeling met betrekking tot de rechten en verplichtingen in verband met het stellen van zekerheden in geval van faillissement van de tussenpersoon waarvan de werking niet meteen evident is. Bepaald is dat tot het afgescheiden vermogen naast de corresponderende posities, ook alle “rechten en verplichtingen met betrekking tot het stellen van zekerheid ten behoeve van corresponderende posities”. Daarnaast is een omslagregeling opgenomen in art. 49h lid 4. De toelichting gaat vrijwel uitsluitend in op de gevolgen van het bepaalde voor de situatie waarin bij faillissement van een tussenpersoon posities worden overgedragen naar een andere tussenpersoon. Er wordt niet uitgeweid over de gevolgen van de regeling in de situatie waarin overdracht van posities niet mogelijk is en de posities worden afgewikkeld.²⁴

Hoe moet een eventueel surplus aan (rechten van de tussenpersoon op) zekerheden op het niveau van de clearingorganisatie worden verdeeld na afwikkeling van derivatenposities bij faillissement van de tussenpersoon? Als ik de Ontwerpregeling goed begrijp, wordt een dergelijk surplus gerekend tot het afgescheiden vermogen. Voorts volgt uit de definitie van derivatenvermogen dat op het derivatenvermogen alleen vorderingen kunnen worden verhaald “die voortvloeien uit de met de corresponderende posities samenhangende cliëntposities”. Van een surplus aan zekerheden kan alleen sprake zijn indien alle derivatencontracten afgewikkeld zijn. De vorderingen die voortvloeien uit de “met de corresponderende positie samenhangende cliëntpositie” zijn dus reeds voldaan. Cliënten kunnen hoogstens nog een vordering hebben tot vrijgave of retournering van een eventuele overwaarde aan zekerheden die zij de tussenpersoon hebben verschaft, maar die verplichting vloeit – althans bij centraal gelearde derivaten – niet voort uit een derivatencontract maar uit een dienstverleningsovereenkomst. Zoals de Ontwerpregeling is opgesteld, valt de overwaarde aan zekerheden tussen wal en schip. Dit kan worden ondervangen door aan de definitie van derivatenvermogen toe te voegen dat daarop tevens vorderingen kunnen worden verhaald die voortvloeien uit afspraken gemaakt inzake het stellen van zekerheden (met betrekking tot “corresponderende posities”) tussen cliënt en tussenpersoon. Zodoende zou de definitie van derivatenvermogen tevens beter aansluiten bij de omslagregeling op grond waarvan het surplus aan gestelde zekerheden over de cliënten wordt verdeeld die daarop aanspraak maken “naar rato van de waarde van de door heb gestelde zekerheden”. De toelichting bevat echter een aanwijzing dat cliënten die zekerheden hebben gesteld bij de tus-

¹⁹ Hieruit maak ik op dat de tussenpersoon als rechthebbende moet worden beschouwd.

²⁰ Toelichting, p. 8. Engels recht heeft bijvoorbeeld kortgezegd bepaald dat in geval van faillissement van een clearing member de clearingprocedures van de clearingorganisatie voorrang hebben boven het insolventierecht.

²¹ Art. 49h Ontwerpregeling; en toelichting, p. 45, 46 en 51.

²² Bij wijze van uitzondering op het uitgangspunt uit art. 3:276 BW.

²³ Zie toelichting, p. 8.

²⁴ Een situatie waarvan de kans niet verwaarloosbaar is.

senpersoon op grond van een pandrecht geen beroep kunnen doen op de omslagregeling.²⁵ De regeling geldt alleen voor cliënten wiens goederen uit hoofde van een financiëlezekerheidsovereenkomst tot het vermogen van de tussenpersoon zijn gaan behoren. De uitzondering van een bepaalde categorie cliënten blijkt niet duidelijk uit art. 49h lid 4. Bovendien, als de vorderingen uit hoofde van afspraken gemaakt inzake zekerheidsstelling op het derivatenvermogen kunnen worden verhaald, dan dient de uitzondering niet alleen te blijken uit de omslagregeling, maar ook uit de definitie van derivatenvermogen. De definitie zou dan onderscheid moeten maken naar de manier waarop de cliënt zekerheden heeft verschaft aan de tussenpersoon voor de mogelijkheid tot verhaal op het derivatenvermogen van vorderingen uit hoofde van zekerheidsstelling.

Een fraaie oplossing is het onderbrengen van de rechten en verplichtingen met betrekking tot het stellen van zekerheden ten behoeve van “corresponderende posities” in het derivatenvermogen overigens niet. In tegenstelling tot de derivatenposities, die de tussenpersoon aanhoudt voor rekening en risico van de cliënt, neemt de tussenpersoon de rechten en verplichtingen inzake zekerheidsstelling om institutionele en commerciële redenen voor eigen rekening en verschaft de zekerheden uit eigen middelen. Zolang de tussenpersoon *in going concern* is, zouden bedoelde rechten en verplichtingen met betrekking tot zekerheidsstelling moeten worden gerekend tot het vermogen van de tussenpersoon. Bovendien vereist de EMIR slechts een regeling in een faillissementssituatie. Nogmaals wijs ik op de mogelijkheid om de vermogensrechtelijke problematiek, die hier gepaard gaat met het onderbrengen van de rechten en verplichtingen met betrekking tot het stellen van zekerheid in het derivatenvermogen, te omzeilen door een uitzonderingsbepaling op te nemen in de Faillissementswet op grond waarvan de clearingprocedures voorrang hebben boven het Faillissementsrecht. Bij faillissement van de tussenpersoon kunnen uit dien hoofde posities en zekerheden worden overgedragen aan een andere tussenpersoon door de clearingorganisatie. Wellicht is dat vermogensrechtelijk gezien een minder elegante oplossing, maar duidelijk is het wel. In het kader van de MiFID doelstelling zou nog kunnen worden gewerkt met een voorrangs- of verrekeningsbepaling.

Zoals hierboven opgemerkt, ben ik van mening dat het mogelijk is om middels een afgescheiden vermogen de doelstellingen uit de Ontwerpregeling te bereiken. Een dergelijke regeling dient echter aan te sluiten bij de praktijk en dermate flexibel te zijn dat zij ook in de toekomst doeltreffend en toepasselijk blijft. Voorkomen moet worden dat een vermogensrechtelijke regeling de institutionele aspecten en operationele processen van de (internationale) derivatenhandel doorkruist. Aangezien de economische en juridische werkelijkheid sterk uiteenlopen in de derivatenhandel kan dit een lastige opgave zijn. Ik vraag mij af of de werking van de derivatenhandel in de praktijk volledig is doorgrond bij het opstellen van voorliggende Ontwerpregeling. De regeling is op de hierboven aangehaalde punten onduidelijk. Indien de regeling niet zodanig kan worden aangepast dat zij beter aansluiting vindt bij de praktijk, kan als alternatief worden overwogen te werken met een uitzonderingsbepaling in de Faillissementswet zoals omringen- de landen dat hebben gedaan.

13 augustus 2014

E.W. Kuijper

²⁵ Toelichting, p. 48. Dit is ook vanuit praktisch oogpunt een nuttige uitzondering omdat de verplichting tot het stellen van zekerheden voor niet-professionele cliënten die zekerheden stellen op basis van een pandrecht niet apart wordt berekend op basis van de derivatendienstverlening maar uit hoofde van het totaalpakket aan diensten dat de cliënt afneemt bij de tussenpersoon.