

RECHTSLEER

DOCTRINE

ALGEMEEN HANDELSRECHT/DROIT COMMERCIAL GÉNÉRAL

Over het beheer van een verpande effectenportefeuille (i.h.b. met deelnemingsrechten in door de pandhouder gedistribueerde ICB's)

Marc Kruithof¹

A. Inleiding	747
B. Pand en buitenbezitstelling van op rekening geboekte effecten	749
C. Discretionair beheer van een verpande effectenportefeuille	751
D. Op welke belangen mag/moet het beheer gericht zijn?	753
E. Een (onverwacht) toemaatje: privaatrechtelijke facetten van ICB-uittrekking	756
F. Besluit	759

SAMENVATTING

In deze bijdrage wordt onderzocht welke juridische principes het discretionaire beheer van een in pand gegeven effectenportefeuille beheersen. In het bijzonder wordt de bevoegdheid van de pandgever en de pandhouder om de verpande portefeuille te beheren bekeken en wordt nagegaan op welke doelstellingen dit beheer mag of moet gericht zijn. Tot slot wordt ingegaan op de vraag of een bank die optreedt als distributeur of verlener van de financiële dienst van een instelling voor collectieve belegging (ICB) kan verhinderen dat een cliënt door hem aan de bank verpande deelnemingsrechten in deze ICB verkoopt.

RÉSUMÉ

Cette contribution analyse les principes juridiques qui régissent la gestion discrétionnaire d'un portefeuille-titres donné en gage. Elle étudie en particulier la compétence du donneur de gage et du créancier gagiste quant à la gestion du portefeuille donné en gage et elle vérifie quels sont les objectifs auxquels peut ou doit tendre cette gestion. Enfin, elle aborde la question de savoir si la banque qui intervient en tant que distributeur ou prestataire du service financier d'un organisme de placement collectif (OPC) peut empêcher qu'un client-donneur de gage vende les droits de participation dans cet OPC mis en gage à la banque.

A. INLEIDING

1. Naar aanleiding van een analyse van de problematiek aan de orde in een arrest van het Brusselse hof van beroep van 28 mei 2009² ben ik gestoten op een vraag die in de Belgische rechtsliteratuur tot nu toe relatief weinig aandacht heeft gekregen: welke principes beheersen het discretionaire beheer van een effectenportefeuille die in pand werd gegeven, en in welke mate volstaan deze algemene regels om

meer specifiek te bepalen of een belegger/pandgever ondanks het verzet van de pandhoudende bank kan uittreden uit door deze financiële instelling gedistribueerde instellingen voor collectieve belegging ('ICB's').

2. De feiten die aanleiding hebben gegeven tot het in het vermelde arrest beslechte geschil zijn relatief eenvoudig.

¹ Docent aan de Rechtsfaculteit van de Universiteit Gent. De auteur dankt Elke Vandendriessche (aspirant FWO verbonden aan de Rechtsfaculteit van de Universiteit Gent) voor haar hulp bij het zoeken en verifiëren van bronnenmateriaal.

² Brussel 28 mei 2009, opgenomen in dit nummer *infra*, p. 818, ook gepubliceerd in *BFR* 2010/II, 107.

Einde 1999 had de eiser van zijn bank een aanzienlijk krediet gekregen ter financiering van beleggingen, onder meer in deelnemingsrechten in door deze bank gedistribueerde ICB's. Als zekerheid werd de effectenportefeuille van de cliënt aan de kredietverlenende bank in pand gegeven. Toen de koersen systematisch begonnen te dalen, liet de eiser begin december 2000 aan de agent van zijn bank weten dat hij ongerust was. Deze reageerde door hem aan te raden niet overhaast te reageren en voorlopig af te wachten. Eind december 2000 liet de cliënt weten dat hij toch niet langer wilde wachten. Op 9 januari 2001 vroeg de eiser de agent van de bank alle nodige maatregelen te nemen om de deelnemingsrechten in ICB's te verkopen. De bank voerde deze transactie echter niet uit: de kredietdossierbeheerder verzette zich omdat de marktwaarde van de aan de bank in pand gegeven effectenportefeuille op dat ogenblik lager was dan het nog uitstaande kredietbedrag. Na een op deze weigering volgend gesprek met de bank herriep de cliënt zijn verkoopopdracht op 11 januari 2001. Op 22 februari 2001, nadat de koersen nog verder waren gedaald, vroeg de cliënt opnieuw om de effecten in zijn portefeuille te verkopen, en nu voerde de bank dit verzoek wel uit.

3. De cliënt probeerde het verlies dat hij had geleden op de bank en de bankagent te verhalen. Hiertoe baseerde hij een aansprakelijkheidsvordering (1) op het beweerde slechte advies dat hem einde 2000 zou zijn gegeven om te wachten met verkopen, (2) op een beweerde inbreuk van de bank op de specifieke reglementaire plicht van elke verlener van beleggingsdiensten om mogelijke belangenconflicten te vermijden³, doordat de bank zich vrijwillig zou hebben blootgesteld aan belangenconflicten door hem te adviseren te beleggen in huiseigen ICB's en hem hiervoor krediet te verlenen, en (3) op de beweerde foutieve weigering van de

bank om zijn eerste verzoek tot uittreding uit de ICB's in te willigen.

De eerste aansprakelijkheidsbasis werd door het hof verworpen omdat de eiser geen bewijs aanvoerde waaruit zou blijken dat normaal redelijke adviseurs en analisten in december 2000 niet zouden hebben geadviseerd te wachten⁴. De tweede aansprakelijkheidsbasis werd niet aanvaard omdat het hof ervan uitging dat een bank die haar cliënten huiseigen ICB's aanbeveelt sowieso niet wordt geconfronteerd met een belangenconflict. Ik heb elders uitgebreid gargumenteerd waarom deze redenering moeilijk te aanvaarden is⁵. Deze bijdrage staat stil bij de derde aansprakelijkheidsbasis.

4. De belegger voerde aan dat de weigering van de bank de door hem op 9 januari 2001 gevraagde uittreding uit de ICB's te realiseren een fout was, zodat de bank aansprakelijk was voor de schade ten gevolge van de koersdaling tussen 9 januari 2001 en 23 februari 2001, de datum van uiteindelijke uittreding. Het hof verwierp deze eis zonder eigenlijk in te gaan op de onderliggende juridische problematiek. Het arrest stelt vast dat de belegger op 11 januari 2001 zijn verzoek heeft ingetrokken na hierover te hebben gesproken met de beheerder van zijn kredietdossier. Volgens het hof heeft de belegger dus zelf gekozen betere tijden af te wachten in plaats van onmiddellijk zijn verlies te nemen, en kan hij dit niet aan de bank verwijten. Of dit een correcte weergave van de volledige feiten is, kan niet worden beoordeeld omdat het arrest hiervoor jammer genoeg te weinig gegevens bevat. Allicht is het mogelijk dat de belegger na overleg met de bank overtuigd was dat het opportuun was te wachten met verkopen, ook al besefte hij dat de bank hem niet kon verhinderen uit te treden indien hij dit wilde. Het kan echter niet

3. Deze plicht werd ten tijde van de litigieuze feiten opgelegd door art. 36, § 1, 6° wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs (BS 3 juni 1995). Deze wettelijke bepaling werd met ingang van 1 november 2007 opgeheven bij KB van 27 april 2007 tot omzetting van de Europese richtlijn betreffende de markten voor financiële instrumenten (BS 31 mei 2007), dat ook de titel van deze wet verkortte tot wet inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen (hierna kort de 'Wet Beleggingsondernemingen 1995'). Voor een inhoudelijke bespreking van deze oude regel, zie M. KRUIJTHOF, "Bescherming van de belegger bij belangenconflicten in multifunctionele financiële instellingen" in M. TISON (ed.), *Bescherming van de belegger en de e-belegger – La protection de l'investisseur et de l'e-investisseur*, Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium nr. 14, Brussel, Bruylant, 2002, 45-151, nrs. 66-99, p. 114-139; zie ook L. CORNELIS en J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten, getoetst aan het aansprakelijkheidsrecht" in E. WYMEERSCH (ed.), *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 1996, 621-685, nrs. 23-26, p. 646-650; E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers. L'article 36 de la loi du 6 avril 1995", *Bank Fin.* 1995/10, 574-592, nrs. 35-42, p. 588-590.

4. Volgens een relatief constante rechtspraak zijn beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders met betrekking tot de kwaliteit van hun advies of beheer in principe alleen gehouden tot een middelenverbintenis, en kunnen zij dus niet aansprakelijk worden gesteld louter en alleen omdat het advies of het beheer niet heeft geleid tot het verhoopte beleggingsresultaat. Zie bv. Kh. Brussel 11 april 2008, *TBH* 2010, 160 (vermogensbeheerder is niet gehouden de beginwaarde van de portefeuille te behouden); Kh. Brussel 17 januari 2006, *TBH* 2008, 87 (beleggingsadviseur die niet heeft aanbevolen aandelen te realiseren bij een beursdaling heeft niet noodzakelijk een fout begaan); Gent 4 april 2005, *DAOR* 2005, 354, *TBBR* 2005, 535 (aanbevelen om effecten aan te houden alhoewel de koers aan het dalen was is niet noodzakelijk fout); Kh. Brussel 30 september 2004, *BFR* 2005/I, 61, bevestigd door Brussel 3 september 2008, *TBH* 2010, 169; vergelijk ook de feitelijke beoordeling in Kh. Brussel 2 september 2004, *TBH* 2006, 119 (blijven aanhouden van verlieslatende belegging in dalende markten is op zich niet noodzakelijk fout) met deze in Kh. Gent 28 november 2000, *BFR* 2001/III, 188 (verkopen van verlieslatende belegging in portefeuille in dalende markten is geen fout); zie ook E. WYMEERSCH, R. STEENNOT en M. TISON, "Overzicht van rechtspraak. Privaat bankrecht (1999-2007)", *TPR* 2008, 1043-1268, nr. 254, p. 1239-1241; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, nr. 194, p. 137-139 en nrs. 200-201, p. 143-145; D. ROGER en M. SALMON, "Réflexions relatives à la responsabilité contractuelle des gérants de fortune et des conseillers en placements", *JT* 1998, 393-402, p. 396-397.

5. M. KRUIJTHOF, "De bank als distributeur van ICB's, adviseur van de belegger, en pandhouder van zijn effectenportefeuille: belangenconflict of alleen maar conflicterende belangen?", *BFR* 2010/II, 61-80.

worden uitgesloten dat de cliënt in deze zaak niet helemaal ‘vrijwillig’ tot andere inzichten is gekomen, maar in feite door de bank werd gedwongen af te zien van de uittreding toen deze weigerde eraan mee te werken. In dat geval stelt zich wel degelijk de vraag in hoeverre de bank als pandhouder de cliënt/pandgever kan verhinderen uit de ICB’s te treden.

Deze hoofdvraag kan worden opgesplitst in een aantal subvragen: wanneer is er sprake van een geldig pand van finan-

ciële instrumenten⁶, welke partij is bevoegd om de in pand gegeven effectenportefeuille discretionair te beheren⁷, op de behartiging van wiens belangen mag/moet dit beheer gericht zijn en aan welke beperkingen is deze discretionaire beheersmacht eventueel onderworpen⁸, en kan⁹ de pandhouder/distributeur van deelnemingsrechten in ICB’s – gezien de privaatrechtelijke kwalificering van deze rechtshandelingen – de totstandkoming of voltrekking van de uittreding uit ICB’s door zijn cliënt/pandgever verhinderen¹⁰.

B. PAND EN BUITENBEZITSTELLING VAN OP REKENING GEBOEKTE EFFECTEN

5. Volgens het gemeen recht is voor de vestiging van een pand vereist dat de pandgever buiten bezit wordt gesteld¹¹. Deze buitenbezitstelling vervult enerzijds een identificatiefunctie, met name het mogelijk maken dat derde-schuldeisers kunnen vaststellen welke goederen van hun schuldenaar reeds verpand werden en dus niet meer tot hun algemeen onderpand op basis van de artikelen 7 en 8 van de Hypotheekwet vallen¹². Anderzijds heeft de buitenbezitstelling echter ook een zekerheidsfunctie, die ervoor moet zorgen dat de in pand gegeven voorwerpen aan de eenzijdige controle van de pandgever worden onttrokken zodat de

pandhouder wordt beschermd tegen wegneming of waardevermindering door toedoen van de pandverschaffer¹³.

6. De voor de vestiging van een pandrecht op gescripturaliseerde en gedematerialiseerde effecten¹⁴ vereiste buitenbezitstelling wordt gerealiseerd door boeking van deze instrumenten op een ‘speciale’ of ‘bijzondere’ rekening op naam van een ‘overeengekomen persoon’¹⁵. De betreffende wetteksten, ingevoerd in 1995¹⁶, specificeren niet expliciet wat moet worden begrepen onder een ‘speciale’ of ‘bijzondere’ rekening. Door sommigen wordt aangenomen – overi-

6. *Infra*, B, randnrs. 5-8.

7. *Infra*, C, randnrs. 9-14.

8. *Infra*, D, randnrs. 15-23.

9. De vraag is hier niet of de bank de toe- of uittreding mag tegenhouden maar wel of zij de praktische mogelijkheid heeft om de toe- of uittreding effectief te verhinderen.

10. *Infra*, E, randnrs. 24-29.

11. Zie voor het burgerlijk pand art. 2076 BW, en voor het handelspand art. 1 Wet Handelspand 1872 (Boek I, Titel VI, W.Kh.). De buitenbezitstelling wordt beschouwd als een essentieel element van de inpandgeving. Zie H. DE PAGE, *Traité élémentaire de droit civil belge*, T. VI, Brussel, Bruylant, 1942, nrs. 1046 e.v., p. 1051 e.v.; E. DIRIX en R. DE CORTE, *Zekerheidsrechten in Beginselen van Belgisch privaatrecht*, XII, Mechelen, Wolters Kluwer, 2006, nr. 462, p. 312-313, nrs. 469 e.v., p. 318 e.v., en nr. 482, p. 324; R.M. PLANTJIN, *Bezielloos pandrecht*, Brussel, ICVR, 1970, p. 138, nr. 197; R. DEKKERS en E. DIRIX, *Handboek burgerlijk recht*, vol. II, Antwerpen, Intersentia, 2005, nr. 893, p. 367; A. STRANART, “De zekerheden” in W. VAN GERVEN, H. COUSY en J. STUYK (ed.), *Handels- en economisch recht*, deel 1, *Ondernemingsrecht*, vol. B in *Beginselen van het Belgisch privaatrecht*, XIII, Brussel, E.Story-Scientia, 1989, 651-810, nr. 714, p. 675, nr. 716, p. 679, en nr. 721, p. 684-685; C. BODDAERT, “Gecoördineerd koninklijk besluit nr. 62 van 10 november 1967 betreffende de bewaargeving van vervangbare financiële instrumenten en de vereffening van transacties op deze instrumenten” in *Financieel recht. Commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer Rechtswetenschappen, 2004, nr. 2, art. 7 – 4-5. Zie ook specifiek inzake het pand op aandelen: S. BEYAERT, “Contractuele aspecten van pand op aandelen” in *Onderneming en effecten*, Brugge, die Keure, 2001, p. 388, nr. 11.

12. Zie P. VERBANCK en L. WEYTS, *Notariële aspecten van de handelszaak en de handelshuur*, Antwerpen, Maklu, 2005, p. 124-125; DIRIX en DE CORTE, *o.c.*, nr. 469, p. 318; C. BODDAERT, “Verpanding van financiële instrumenten” in *Voorrechten en hypotheek. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Mechelen, Kluwer, 2001, nr. 11, p. 11; DE PAGE, *o.c.*, nr. 1049A, p. 1055.

13. Zie DIRIX en DE CORTE, *o.c.*, nr. 489, p. 330, en nr. 472, p. 319, waar voorbeelden uit de rechtspraak worden gegeven waaruit blijkt dat het opslaan van fysieke roerende goederen in een opslagplaats – ook al behoort deze toe aan de pandhouder – waartoe de schuldenaar/pandgever vrije toegang heeft, geen buitenbezitstelling vormt. Zie ook G.L. BALLON, K. GEENS, J. STUYCK en E. TERRY, *Inleiding tot het economisch recht*, Mechelen, Wolters Kluwer België, 2008, p. 109; VERBANCK en WEYTS, *o.c.*, p. 124-125.

14. Dematerialisatie betreft de vorm waarin het financiële instrument door de emittent wordt uitgegeven, terwijl de scripturalisatie de manier van bewaren van in welke vorm ook uitgegeven financiële instrumenten betreft. Beide hebben als gevolg dat het financiële instrument giraal verhandelbaar is. Zie M. TISON, “De uitgifte van gedematerialiseerde vennootschapseffecten. Bemerkingen bij de wet van 7 april 1995” in H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH (eds.), *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1995*, Antwerpen, Maklu, 1995, 227-261, nr. 7, p. 232; B. SERVAES, “Het immobiliseren van effecten: het Belgisch juridisch kader” in JAN RONSE INSTITUUT, *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999, Reeks Rechtspersonen- en Vennootschapsrecht*, nr. 12, Kalmthout, Biblo, 2000, 513-526, p. 518; P.E. BERGER en S. DE JONGHE, “De distributie van rechten van deelneming van collectieve beleggingsinstellingen”, *BFR* 2010, 119-156, p. 151.

15. Art. 470 W.Venn.; art. 7, § 1 gecoördineerd KB nr. 62 van 10 november 1967 betreffende de bewaargeving van vervangbare financiële instrumenten en de vereffening van transacties op deze instrumenten, *BS* 23 februari 2004, zoals gewijzigd (hierna afgekort het ‘KB nr. 62’).

16. De betreffende bepaling in de vennootschapswetgeving en in het KB nr. 62 werden ingevoerd door respectievelijk art. 10 en 13 van de wet van 7 april 1995 tot wijziging van de wetten op de handelsvennootschappen, gecoördineerd op 30 november 1935 en tot wijziging van het koninklijk besluit nr. 62 van 10 november 1967 ter bevordering van de omloop van de effecten, *BS* 18 mei 1995. Zie hierover TISON, *o.c.*, nrs. 43 e.v., p. 256 e.v.; M. VAN DER HAEGEN, “La loi du 7 avril 1995 sur les titres dématérialisés: régime des actions et obligations dématérialisées émises par les sociétés anonymes de droit belge”, *RPS* 1996, 5-30, nrs. 26-27, p. 28-29.

gens zonder hiervoor specifieke argumenten aan te geven – dat het alleen om een ‘afzonderlijke’ en specifiek als zodanig geïdentificeerde rekening zou moeten gaan om de buitenbezitstelling te realiseren¹⁷. Hierdoor zou het mogelijk worden een pand te vestigen door financiële instrumenten te boeken op een rekening op naam van de pandgever zonder effectieve buitenbezitstelling in de eigenlijke zin van het woord, door een zogenaamde *hold in custody pledge*¹⁸. Eens die inhoud aangenomen, lijkt het alsof de wetgever deze interpretatie van de wetteksten van 1995 heeft bevestigd door in artikel 4, § 1, 3^{de} lid Wet Financiële Zekerheden 2004¹⁹ te stellen dat

“De inbezitstelling van op rekening geboekte financiële instrumenten kan inzonderheid geschieden door de creditering van die instrumenten op een speciale rekening geopend op naam van de zekerheidsverschaffer of van de begunstigde van de zekerheid of van een derde pandhouder.”

Er wordt dan geconcludeerd dat deze nieuwere wettekst

*“betekent dat nu wordt bevestigd dat sinds de wet van 7 april 1995 voor de verpanding van gedematerialiseerde of fungibele financiële instrumenten de vereiste van effectieve buitenbezitstelling is vervangen door de vereisten van identificatie en afzondering van de verpande instrumenten op een speciale rekening”*²⁰.

7. Net zoals Matthias Storme kan ik het niet eens zijn met dergelijke lezing²¹. Onder het regime van de Richtlijn Financiële Zekerheden, waarvan de Wet Financiële Zekerheden 2004 de omzetting in ons recht vormt, worden financiële instrumenten immers alleen als zekerheid ‘verschafft’ – *i.e.*

wordt het zekerheidsrecht effectief gevestigd zodat de richtlijn erop van toepassing is – indien

*“zij in het bezit of onder de controle komen van de zekerheidsnemer of een persoon die namens de zekerheidsnemer optreedt”*²²,

en dus niet volledig onder de controle van de zekerheidsverschaffer blijven²³. Deze vereiste afstand van controle door de pandgever sluit volledig aan bij de gemeenrechtelijke vereiste van buitenbezitstelling²⁴. Wanneer men dit functioneel begrijpt, dan kan men niet anders dan akkoord gaan met de ECB die opmerkte dat een onder de richtlijn vallend pand van financiële instrumenten geregistreerd op een rekening op naam van de pandverschaffer alleen maar kan worden gecreëerd wanneer deze pandverschaffer hierdoor de mogelijkheid tot vrije beschikking over deze instrumenten verliest²⁵. Uit het feit dat de Belgische wetgever het na dit advies van de ECB niet nodig achtte de ontwerp tekst van artikel 4, § 1, 2^{de} en 3^{de} lid Wet Financiële Zekerheden 2004 aan te passen om deze beperking te expliciteren, moet worden afgeleid dat deze wetgever ervan uitging dat deze beperking reeds in ons recht van toepassing was op basis van de vermelde wetsbepalingen uit 1995²⁶. Ook het principe dat nationale wetgeving in zoverre mogelijk richtlijnconform moet worden geïnterpreteerd²⁷, leidt tot deze conclusie. De vereiste van onbeschikbaarheid van de effectenrekening als voorwaarde voor de totstandkoming van een pand moet in ons recht dus reeds gelden op basis van artikel 7, § 1 KB nr. 62 en artikel 470 W.Venn., met name doordat het ‘speciale’ of ‘bijzondere’ aan de effectenrekening niet alleen betekent dat deze rekening afzonderlijk is geïdentificeerd als een pandrekening, maar ook dat deze rekening als noodzake-

17. H. SEELDRAYERS, “De Europese richtlijn inzake de zekerheidsvereenkomsten. Krachtlijnen en artikelsgewijze commentaar”, *T.Fin.R.* 2003, 337-364 en 420-443, nr. 39, p. 353.

18. V. SAGAERT en H. SEELDRAYERS, “De Wet Financiële Zekerheden”, *RW* 2004-05, 1521-1550, nr. 26, p. 1528-1529; I. PEETERS en K. CHRISTIAENS, “De Wet Financiële Zekerheden. Een stap te ver of de aanloop naar een totaal vernieuwd zekerhedenrecht?”, *TBH* 2006, 170-207, nr. 52, p. 184-185; cf. E. DIRIX, “Controle door de pandhouder van een schuldvordering en de Wet Financiële Zekerheden”, *RW* 2006-07, p. 1337-1338.

19. Wet van 15 december 2004 betreffende financiële zekerheden en houdende diverse fiscale bepalingen inzake zakelijke-zekerheidsvereenkomsten en leningen met betrekking tot financiële instrumenten (*BS* 1 februari 2005), hier kort de ‘Wet Financiële Zekerheden 2004’ genoemd.

20. PEETERS en CHRISTIAENS, *o.c.*, nr. 52, p. 185; zie ook I. PEETERS, “De Wet Financiële Zekerheden: netting, schuldvergelijking en overdracht tot zekerheid”, *BFR*, 2005/III, 164-178, nr. 31, p. 173.

21. Zie M. STORME, “Juridische stellagebouw die het zicht op Europa belet, geïllustreerd aan de hand van de bezitsverschaffing van financiële activa”, *TPR* 2006, 1249-1262, i.h.b. zijn voetnoot 12 op p. 1259.

22. Art. 2.2. van richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiëlezekerheidsvereenkomsten, *Pb. L.* 168/43 van 27 juni 2002, hierna de ‘Richtlijn Financiëlezekerheidsvereenkomsten’ genoemd.

23. Zie ook considerans 10 bij de Richtlijn Financiëlezekerheidsvereenkomsten, waarin wordt bevestigd dat “de richtlijn alleen betrekking heeft op financiëlezekerheidsvereenkomsten die voorzien in een vorm van het doen van afstand van de controle”.

24. Cf. SEELDRAYERS, *o.c.*, nr. 37, p. 352; M. VAN DER HAEGEN, “L’impact de la directive concernant les garanties financières de *lege ferenda*” in M. TISON (ed.), *Bancaire en financiële zekerheden. Sûretés bancaires et financières*, Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium nr. 15, Brussel, Bruylant, 2004, 263-298, p. 278; W. BOSSU, “De richtlijn betreffende financiëlezekerheidsvereenkomsten: inhoudelijke analyse” in M. TISON (ed.), *Bancaire en financiële zekerheden. Sûretés bancaires et financières*, Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium nr. 15, Brussel, Bruylant, 2004, 227-262, nr. 31, p. 239 en nr. 44, p. 244-245.

25. Zie “Opinion of the European Central Bank of 4 August 2004 at the request of the Belgian Ministry of Finance on a Draft Law on Financial Collateral and Various Tax Provisions in relation to In Rem Collateral Arrangements and Loans for Financial Instruments (CON/2004/27)”, *Parl.St.* Kamer 2004-05, 51K1407/001, 306-312, nr. 6, p. 308.

26. Zie *supra* noot 15.

27. Voor de rechtspraak van het Hof van Justitie ter zake, zie: HvJ, C-14/83, *Von Colson und Kamann*, *Jur.* 1984, 1891; HvJ, C-106/89, *Marleasing*, *Jur.* 1990, I-4135; zie ook S. PRECHAL, “Rechtsbescherming bij implementatiegebreken. Het geval van richtlijnen” in *Rechtsbescherming in de Europese Gemeenschap*, ’s-Gravenhage, Stichting T.M.C. Asser Instituut, 1997, 80-98, p. 89-94; J.M. PRINSEN, *Doorwerking van Europees recht. De verhouding tussen directe werking, conforme interpretatie en overheidsaansprakelijkheid*, Deventer, Kluwer, 2004, p. 39-55.

lijk kenmerk een controlebevoegdheid van de pandverkrijger inhoudt²⁸.

Het ‘speciale’ of ‘bijzondere’ aan de effectenrekening bestaat dus uit kenmerken ervan – *i.e.* clausules in de overeenkomst tussen de rekeninghouder en de financiële instelling waarbij de rekening wordt geopend – die de dubbele functie van de traditionele buitenbezitstelling realiseren. Wanneer de tussen de pandgever en pandhouder ‘overeengekomen persoon’ op wiens rekening de verpande effecten worden ingeschreven de pandgever/schuldenaar zelf is, dan kan de zekerheidsfunctie van de buitenbezitstelling alleen worden gerealiseerd als de effectenrekening geblokkeerd is of als minstens de toegang van de pandgever/schuldenaar tot deze rekening beperkt is, doordat tussen de partijen contractueel werd afgesproken dat de toestemming van de pandhouder vereist is voor elke verrichting²⁹. In tegenstelling tot wat sommige auteurs beweren³⁰, werd de vereiste van effectieve buitenbezitstelling dus niet vervangen door een mechanisme

dat alleen maar ‘identificatie en afzondering’ inhoudt, maar wel door een mechanisme dat naast identificatie en afzondering tevens een ‘controlebeperking’ en in die zin *effectieve* buitenbezitstelling veronderstelt. Eigenlijk is dit dus geen ‘vervanging’ van de buitenbezitstelling.

8. Het arrest van het Brusselse hof van 28 mei 2009 expliciteert niet of in de overeenkomst tussen de eiser/belegger en de pandhoudende bank dergelijke toestemmingsvereiste of blokkering was opgenomen. Uit het feit dat het bestaan of de geldigheid van het pand in deze zaak niet lijkt te zijn betwist, mogen we echter afleiden dat de kredietdossierbeheerder van de bank zich op dergelijke contractuele clausule heeft kunnen baseren toen hij zich op 9 januari 2001 tegen het verzoek van de cliënt tot uittreding uit de ICB’s verzette, waardoor meteen blijkt dat de rekening effectief in pand werd gegeven.

C. DISCRETIONAIR BEHEER VAN EEN VERPANDE EFFECTENPORTEFEUILLE

9. Om op een rationele wijze de waarde van een effectenportefeuille te behouden of beter nog, om de waarde ervan te optimaliseren, dient deze te worden beheerd. Dergelijk beheer van de portefeuille in zijn geheel bestaat juridisch uit rechtshandelingen die kunnen worden gekwalificeerd als daden van beschikking met betrekking tot specifieke financiële instrumenten opgenomen in de portefeuille³¹.

10. Een pandhouder is zonder bijzondere machtiging niet bevoegd om dergelijke daden te stellen. Tot op het ogenblik van realisatie van het pand treedt hij enkel op als bewaarnemer van het verpande goed³², en een bewaarnemer kan niet beschikken over het bewaarde goed³³.

11. De pandgever van zijn kant blijft juridisch eigenaar van de in pand gegeven goederen en heeft op basis van die

hoedanigheid in principe wel de bevoegdheid daden van beheer en beschikking te stellen met betrekking tot het verpande goed³⁴. Hij kan de verpande goederen dan ook vervreemden. Dit is overigens de *ratio* van het zakelijk karakter van het zekerheidsrecht van de pandhouder: zijn belangen worden beschermd doordat hij niet alleen tegen de pandgever maar ook tegen derden – waaronder dus ook de eventuele verkrijgers van de rechten op het verpande goed doordat de pandgever deze heeft overgedragen – zijn zekerheidsrecht zal kunnen invoeren³⁵.

Bij individueel geïdentificeerde goederen verhindert een buitenbezitstelling niet dat de pandgever de eigendomsrechten op het verpande goed overdraagt. Bij een verkoop zal de eigendom immers overgaan op het ogenblik van het totstandkomen van deze overeenkomst, en dit ongeacht waar het verkochte goed zich op dat ogenblik bevindt, en ook al is

²⁸. Zie ook TISON, *o.c.*, nr. 44, p. 229; C. BODDAERT, “Het pand op financiële instrumenten en contanten na de inwerkingtreding van de wet financiële zekerheden”, *BFR*, 2005/III, 193-216, nrs. 34-35, p. 201.

²⁹. Zie BODDAERT, “Het pand op financiële instrumenten...”, *o.c.*, nrs. 34-35, p. 201 en nr. 41, p. 203; BODDAERT, “Gecoördineerd koninklijk besluit nr. 62...”, *o.c.*, nrs. 6-7, art. 7 – 6-7; TISON, *o.c.*, nr. 44, p. 257.

³⁰. Zie *supra* noot 20.

³¹. J.-M. VAN HILLE, *Aandelen en obligaties in het Belgisch recht*, Brussel, Bruylant, 1977, nrs. 1246-1247, p. 620. Zie over daden van beheer en daden van beschikking in het algemeen, W. VAN GERVEN, *Bewindsbevoegdheid. Rechtsvergelijkende bijdrage tot een algemene theorie van bewind over andermans vermogen*, Brussel, Bruylant, 1962, nrs. 44-51, p. 72-82. De beleggingsdienst vermogensbeheer bestaat dan ook essentieel uit het stellen van daden van beschikking. Zie A. VAN OEVELEN, “De contractuele en de buitencontractuele rechtsbescherming van de particuliere belegger in financiële instrumenten”, *BFR*, 2003/II-III, 118-135, nr. 19, p. 129.

³². Art. 2079 BW: “Tot aan zijn eventuele uitwinning blijft de schuldenaar eigenaar van het pand, dat in handen van de schuldeiser niets meer is dan een bewaargeving tot verzekering van zijn voorrecht.”

³³. De pandhouder mag de in pand gegeven financiële instrumenten dan ook niet gebruiken, tenzij de partijen hierover overeenstemming hebben bereikt. Zie art. 11 Wet Financiële Zekerheden 2004. Zie voor een algemene bespreking inzake de beperkte daden die een bewaarnemer van effecten kan stellen: B. DU LAING, “Aspecten van aandelenbewaargeving” in *Onderneming en effecten*, Brugge, die Keure, 2001, p. 344 e.v.; A. VERBEKE en B. TILLEMANN, *Bijzondere overeenkomsten in kort bestek*, Antwerpen, Intersentia, 2006, p. 285, nr. 946.

³⁴. De eigenaar heeft immers de bevoegdheid te beheren en te beschikken. Zie F. VAN NESTE, *Zakenrecht*, boek I, *Goederen, bezit en eigendom in Beginselen van Belgisch privaatrecht*, V, Brussel, E.Story-Scientia, 1990, nr. 144B, p. 270; V. SAGAERT, B. TILLEMANN en A. VERBEKE, *Vermogensrecht in kort bestek. Goederen- en bijzondere overeenkomstenrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2007, p. 59-60; BALLON e.a., *o.c.*, p. 91-92.

³⁵. De pandhouder wordt tegenover derden afdoende beschermd door het voorrecht dat het pand hem geeft. Zie DIRIX en DE CORTE, *o.c.*, nr. 477, p. 321.

de levering pas op een later tijdstip voorzien³⁶. Het feit dat het goed zich door de buitenbezitstelling materieel in handen van de pandhouder bevindt, ontnemt de pandgever dus niet de mogelijkheid erover te beschikken.

Bij niet individueel geïdentificeerde goederen ligt dit enigszins anders. Doordat het verkochte goed hier ten tijde van het sluiten van de overeenkomst nog niet is geïndividualiseerd, is de eigendomsoverdracht op dat ogenblik nog niet mogelijk³⁷. Deze zal pas intreden op een later tijdstip, met name wanneer het verkochte goed individueel wordt geïdentificeerd³⁸.

12. Op rekening gehouden effecten vormen een onverdeelde mede-eigendom, waarbinnen de specifieke effecten die toebehoren aan een welbepaalde rekeninghouder niet zijn geïdentificeerd³⁹. De eigenaar van verpande financiële instrumenten op rekening mag juridisch dus wel de bevoegdheid hebben over deze instrumenten te beschikken⁴⁰, in de praktijk zal een eigendomsoverdracht pas plaatsvinden op het ogenblik waarop zijn effecten worden geïdentificeerd, en dat is op het ogenblik van de boeking ervan op de rekening van de overnemer⁴¹. Als gevolg kan de eigenaar/pandgever van op rekening gehouden financiële instrumenten deze enkel effectief overdragen met medewerking van de financiële instelling waarbij de effectenrekening wordt gehouden.

De pandhoudende bank zal in de praktijk meestal weigeren mee te werken aan voorgenomen daden van beschikking van de belegger/pandgever, tenzij op het ogenblik van de oorspronkelijke pandvestiging bijzondere afspraken zijn gemaakt die pandvervangings mogelijk maken⁴². Bij gebrek aan dergelijke clausule in het contract van inpandgeving zou de instemming van de pandhouder met een daad van beschikking van de pandgever met betrekking tot het verpande goed waarbij het goed effectief uit handen wordt gegeven immers als gevolg hebben dat zijn pandrechten uitdoven⁴³.

13. Zonder bijkomende afspraken tussen de pandhouder en pandgever blijkt geen van hen dus de in pand gegeven effectenportefeuille te kunnen beheren. Omdat zowel de belangen van de eigenaar/pandgever als deze van de pandhouder vereisen dat de verpande portefeuille wordt beheerd, zullen de partijen normaliter in hun onderlinge pandovereenkomst stipuleren wie voor het beheer van de effectenrekening bevoegd is. Dit zal in de praktijk meestal een clausule zijn die het beheer in handen van de rekeninghouder laat doch voor elke individuele verrichting waarbij over in pand gegeven instrumenten worden beschikt de toestemming van de pandhouder vereist of aan hem de mogelijkheid geeft zich te verzetten tegen een door de pandgever/rekeninghouder voorgenomen verrichting⁴⁴. Een andere mogelijkheid is de koppeling van de inpandgeving aan een contract van individueel discretionair vermogensbeheer, waarbij de bank/pandhouder de bevoegdheid en de opdracht krijgt de portefeuille in naam en voor rekening van de pandgever/rekeninghouder te beheren. In beide gevallen wordt bovendien contractueel in pandvervangings voorzien, zodat een wijziging in de samenstelling van de effectenportefeuille ten gevolge van in uitvoering van het beheer gestelde daden van beschikking met betrekking tot specifieke instrumenten niet telkens een nieuwe inpandgeving inhoudt maar kan worden beschouwd als een voortzetting van de oorspronkelijke pandovereenkomst⁴⁵.

14. Ook op dit punt geeft het arrest dat de aanleiding vormde voor deze overwegingen ons geen bijzonderheden over de inhoud van het pandcontract tussen de bank en de belegger. Op 4 januari 2001, nadat de belegger had aangegeven het advies van de bank om te wachten op betere tijden niet langer te willen volgen, had de bank aan de cliënt voorgesteld om een contract van vermogensbeheer te sluiten, maar het arrest stelt vast dat dit niet heeft geleid tot de totstandkoming van dergelijke overeenkomst. Uit de gebeurtenissen zoals deze in het arrest worden weergegeven, kunnen

³⁶ Zie B. TILLEMANS, *Totstandkoming en kwalificatie van de koop in Beginselen van Belgisch privaatrecht*, Antwerpen, Kluwer, 2001, p. 355, nr. 904, en p. 365, nrs. 932-934; VERBEKE en TILLEMANS, *o.c.*, nrs. 88-90, p. 26.

³⁷ Volgens het zogenaamde bepaaldheidsbeginsel, een variant op het specialiteitsbeginsel, kunnen zakelijke rechten geen betrekking hebben op niet gespecificeerde zaken die zich bevinden in een massa soortzaken. Zie M.E. STORME, *Zekerheden- en insolventierecht*, Gent, 2006, p. 19-20.

³⁸ TILLEMANS, *o.c.*, p. 355, nr. 904, en p. 365, nrs. 932-934; VERBEKE en TILLEMANS, *o.c.*, nrs. 88-90, p. 26.

³⁹ Art. 2, 3^{de} lid KB nr. 62; art. 468, 5^{de} lid W.Venn.

⁴⁰ L. VAN DEN STEEN, *De effectenrekening*, Antwerpen, Intersentia, 2009, nr. 216, p. 145: "het feit dat vervangbare zaken, *in casu* de effecten op een rekening, worden bewaard door de rekeninghouder, zodat de titularis van de effectenrekening de effecten niet langer zelf onder zijn controle heeft (er treedt met andere woorden 'buitenbezitstelling' op door de oprekeningsstelling), heeft geen invloed op het eigendomsrecht van de titularis van de effectenrekening."

⁴¹ L. VAN DEN STEEN, *o.c.*, nr. 804, p. 534.

⁴² Enkel in geval van een uitdrukkelijke afspraak tussen partijen dienaangaande zal de vervanging van de in pand gegeven effecten het pandrecht van de pandhouder niet aantasten. Zie art. 7, § 2 en art. 11, § 1, 2^{de} lid Wet Financiële Zekerheden 2004. Zie hierover PEETERS en CHRISTIAENS, *o.c.*, nrs. 63-65, p. 187-189; BODDAERT, "Het pand op financiële instrumenten...", *o.c.*, nrs. 79-83, p. 213-214; BODDAERT, "Verpanding van financiële instrumenten", *o.c.*, nrs. 56 e.v., p. 29 e.v.

⁴³ Zie art. 2076 BW ("In alle gevallen blijft het voorrecht op het pand slechts bestaan voor zover dit pand in het bezit is gesteld en gebleven van de schuldeiser of van een derde, omtrent wie partijen zijn overeengekomen"); *cf.* voor het handelspand art. 1 Wet Handelspand 1872 (Boek I, Titel VI, W.Kh.); zie ook: C. VAN BUGGENHOUT en L. CORNELIS, "Retentierecht, pand en faillissement", *RW* 1977-78, 1409-1426, nr. 17, k. 1422; BODDAERT, "Het pand op financiële instrumenten...", *o.c.*, p. 212, nr. 76; BODDAERT, "Verpanding van financiële instrumenten", *o.c.*, nrs. 56-58, p. 29-30.

⁴⁴ Zoals hoger besproken (*supra* randnr. 7 en i.h.b. de tekst behorend bij voetnoot 29) dient dergelijke beperking van de bevoegdheid van de pandgever reeds te worden voorzien in de pandovereenkomst om de voor het ontstaan van de inpandgeving vereiste buitenbezitstelling te realiseren.

⁴⁵ Zie de bronnen vermeld *supra* in voetnoot 42.

we echter afleiden dat de rekeningovereenkomst hoogst waarschijnlijk voorzag dat de eigenaar/rekeninghouder verrichtingen mocht en kon stellen mits instemming of bij ontbreken van verzet van de bank. Immers, het moet wel op der-

gelijke basis zijn geweest, dat de kredietdossierbeheerder van de bank bezwaren maakte tegen de door de cliënt op 9 januari 2001 gevraagde uittreding.

D. OP WELKE BELANGEN MAG/MOET HET BEHEER GERICHT ZIJN?

15. Eens uitgemaakt welke partij de effectenportefeuille kan en mag beheren, stelt zich de vraag op wiens belangen dit beheer moet of mag gericht zijn. Indien de pandgever/eigenaar het beheer kan waarnemen, komt dit neer op de vraag met welke motieven de pandhouder zich op basis van de contractueel vereiste instemming mag verzetten tegen een door de belegger voorgenomen verrichting. Dit zijn vragen die in de Belgische literatuur nog niet uitgebreid werden geanalyseerd. Wel is er een bijdrage van Carine Boddaert waarin ruim aandacht wordt besteed aan het discretionaire vermogensbeheer van verpande financiële instrumenten in het algemeen⁴⁶, waaruit elementen kunnen worden gehaald die de basis kunnen vormen voor het beantwoorden van de hier gestelde vraag.

16. Een vermogensbeheerder is contractueel gehouden tot loyaliteit aan de belangen van de cliënt⁴⁷. Dit betekent dat hij de contractuele plicht heeft de te nemen beleggingsbeslissingen louter en alleen af te stemmen op de belangen van de belegger⁴⁸. Op basis van dat algemene principe is het hem verboden voor rekening van de cliënt verrichtingen te stellen waarbij hij een persoonlijk belang heeft⁴⁹. Dit betekent onder meer dat de pandhoudende vermogensbeheerder zonder instemming van de pandgever/belegger geen andere beheersobjectieven of een ander risicoprofiel mag substitueren voor deze van de cliënt⁵⁰. Het impliceert dus ook dat hij zich niet tevreden mag stellen met een loutere handhaving van de pandwaarde op het niveau vereist om als effectieve zekerheid te dienen voor de vordering van de bank op de cliënt. Zelfs indien de pandovereenkomst een minimaal te handhaven pandwaarde stipuleert, kan de pandhoudende vermogensbeheerder deze bepaling niet inroepen om het

beheer te richten op het behoud van deze pandwaarde, zijn eigen belang, en dus niet langer exclusief op de belangen van de belegger af te stemmen.

17. De enige manier waarop de pandhouder/vermogensbeheerder de afgesproken minimale pandwaarde rechtmatig kan nastreven en afdwingen, is door middel van een marge-opvraging⁵¹. Dergelijke *margin call* is echter alleen mogelijk indien de partijen bij de pandvestiging contractueel hebben bedongen dat de pandhouder op een later ogenblik een bijkomende zekerheid kan eisen indien de waarde van het voordien verschaft pand niet meer volstaat om de uitstaande verbintenis te waarborgen⁵². Alleen in dat geval neemt dergelijke bijkomende pandverschaffing dezelfde rang in als het oorspronkelijke pand dat zo wordt aangevuld⁵³.

18. Eens duidelijk dat het beheer van de verpande effectenportefeuille in geval van een opdracht van vermogensbeheer exclusief *moet* gericht zijn op de belangen van de pandgever/belegger en het rechtmatige belang van de pandhouder/vermogensbeheerder bij het behoud van een realisatiewaarde boven het contractueel afgesproken minimum blijkbaar alleen mag worden behartigd door middel van marge-opvragingen en geen invloed mag hebben op het beoordelen van de opportuniteit van bepaalde beheersdaden, moet *a fortiori* worden aangenomen dat het beheer van deze portefeuille ook uitsluitend op de belangen van de pandgever/belegger *mag* gericht zijn indien de pandovereenkomst voorziet dat deze de portefeuille zelf mag beheren. Ook in dit geval zal de mogelijkheid voor de pandhouder om zijn rechtmatig belang bij het behoud van een eventueel contractueel afgesproken minimale pandwaarde te behartigen beperkt

⁴⁶. BODDAERT, "Verpanding van financiële instrumenten", *o.c.*, nrs. 71-92, p. 34-44.

⁴⁷. Zie P. WÉRY, "La gestion de fortune au regard du droit commun du mandat" in B. TILLEMANS en B. DU LAING (eds.), *Bankcontracten*, Serie Recht en Onderneming, nr. 9, Brugge, die Keure, 2004, 319-341, nr. 15, p. 333-334; P. WÉRY, *Le mandat, Rép.not.*, vol. IX, Contrats divers, livre VII, Brussel, Larcier, 2000, 151 e.v.; "Débats" in L. THÉVENOZ (ed.), *Aspects juridiques de la gestion de fortune – Legal Aspects of Investment Management*, Brussels, Bruylant & Berne, Stämpfli, 1999, p. 125-132; cf. L. ENRIQUES, "Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework" in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, Oxford University Press, 2006, 321-338, p. 324.

⁴⁸. Over de typerende kenmerken van loyaliteitsplichten, zie M. KRUIHOF, "Wanneer vormen tegenstrijdige belangen een belangenconflict?" in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen & Oxford, Intersentia, 2008, 575-598, nrs. 21-23, p. 591-593.

⁴⁹. Vroeger stond deze regel expliciet in de financiële reglementering: zie oud art. 165, § 1, 2^{de} lid wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten, later vervangen door het oorspronkelijke art. 79, § 1, 2^{de} lid Wet Beleggingsondernemingen 1995. Zie hierover KRUIHOF, "Bescherming van de belegger bij belangenconflicten in multifunctionele financiële instellingen", *o.c.*, nr. 91, p. 132-133. Sinds de omzetting van de MiFID wordt deze regel niet langer expliciet vermeld in de financieelrechtelijke reglementering, maar daarom is deze norm niet minder geldig als principe van gemeenrecht. Zie KRUIHOF, "De bank als distributeur van ICB's...", *o.c.*, nr. 25, p. 75.

⁵⁰. Zie BODDAERT, "Verpanding van financiële instrumenten", *o.c.*, nr. 80, p. 39.

⁵¹. Zie BODDAERT, "Verpanding van financiële instrumenten", *o.c.*, nr. 80, p. 39.

⁵². Zie PEETERS en CHRISTIAENS, *o.c.*, nr. 58, p. 187; BODDAERT, "Het pand op financiële instrumenten...", *o.c.*, nrs. 75-83, p. 212-214, nrs. 84-88, p. 214-215.

⁵³. In dat geval zullen de marge-opvragingen onder het oorspronkelijke pandrecht vallen. Zie art. 7, § 2 Wet Financiële Zekerheden 2004.

zijn tot het eventueel uitoefenen van de contractueel voorziene mogelijke *margin calls*. Daartoe kan hij echter zijn contractueel voorziene mogelijkheid van verzet tegen door de cliënt/pandgever voorgenomen daden van normaal portefeuillebeheer niet aanwenden.

19. De contractueel gecreëerde mogelijkheid voor de pandhouder om zich te verzetten tegen voorgenomen beheersbeslissingen of de vereiste dat de pandhouder moet instemmen met deze beslissingen is immers gecreëerd om de voor de vestiging van een pand noodzakelijke buitenbezitstelling te realiseren. De *ratio* ervan is beperkt tot het vermijden dat de pandgever eenzijdig de goederen aan het pandregime zou onttrekken, de zekerheidsfunctie van de buitenbezitstelling. Deze bevoegdheden van de pandhouder zijn dan ook niet gericht op het behoud van de waarde van het in pand gegeven goed *op zich*, doch alleen maar bedoeld om waardeverminderingen die het gevolg zouden kunnen zijn van *foutief* gedrag van de pandgever te kunnen vermijden.

Dit betekent dat de pandhoudende bank haar contractuele bevoegdheid zich te verzetten tegen bepaalde portefeuilleverrichtingen alleen mag uitoefenen gericht op het vermijden van irrationele of onredelijke beheersverrichtingen van de belegger, *i.e.* verrichtingen die een normaal zorgvuldig belegger niet zou overwegen. De pandhoudende bank mag die contractuele bevoegdheid echter niet gebruiken of mag geen verrichtingen weigeren louter en alleen omdat zij deze inopportuun acht in het licht van haar eigen belang op behoud van een bepaalde waarde van het verpande goed. De verzetsbevoegdheid om die reden uitoefenen zou een bevoegdheidsafwending vormen, en als zodanig niet alleen foutief maar tevens niet bindend zijn voor de rekeninghouder⁵⁴.

20. Een bijkomend argument dat pleit voor de hier voorgestelde interpretatie is dat deze overeenstemt met de regeling van hetzelfde inhoudelijke probleem bij de inpandgeving van de handelszaak. Ook daar bestaat het in pand gegeven

goed uit een verzameling van elementen, waarbij het geheel moet worden beheerd om de waarde ervan te behouden en te optimaliseren, wat impliceert dat met betrekking tot individuele elementen in dit geheel daden van beschikking moeten worden gesteld. Het belang van de pandhouder is beperkt tot het verzekeren van de betaling van de door het pand gewaarborgde vordering, en dus enkel gericht op het behouden van de waarde van het in pand gegeven geheel op een minimaal niveau. En ook hier behoudt de pandgever het residuele belang over de totale waarde van de in pand gegeven zaak, gericht op een maximalisatie ervan. Het enige relevante verschil met de verpande effectenportefeuille is dat er bij inpandgeving van de handelszaak geen buitenbezitstelling is⁵⁵, waardoor de pandgever onbetwist bevoegd blijft voor het beheer. In wiens belang mag of moet hij dit beheer uitoefenen, en in welke gevallen, gericht op welke belangen, kan de pandhouder zich verzetten tegen voorgenomen individuele verrichtingen?

De wet stelt cryptisch dat hij die zijn handelszaak in pand heeft gegeven door het feit zelf van deze inpandgeving wordt aangesteld tot bewaarder van de bestanddelen van het pand⁵⁶. Het probleem van het beheer van de handelszaak wordt hier dus verzwegen. Volgens de rechtsleer en de rechtspraak, die wel expliciet rekening moeten houden met het vereiste beheer van de handelszaak, houdt deze bepaling voor de pandgever alleen een verbintenis in tot rationeel beheer van de handelszaak⁵⁷. Op basis van deze regel kan de pandhouder dan ook enkel optreden tegen irrationele of onredelijke verrichtingen van de pandgever⁵⁸. Zolang de voorgenomen verrichtingen echter rationeel zijn en passend binnen een normaal beheer, mag de pandgever zijn eigen handelszaak volledig volgens eigen inzichten beheren, gericht op de optimalisatie van zijn eigen belang⁵⁹. De pandgever is geenszins gehouden de uitbating van zijn handelszaak te laten inspireren door de wens de belangen van de pandhouder te optimaliseren, en in geen geval is hij verplicht de opportuniteitsbeoordeling van de pandhouder ten aanzien van bepaalde verrichtingen te volgen.

⁵⁴ Het is immers niet te betwijfelen dat het hier om een doelgebonden bevoegdheid gaat en niet om een discretionaire bevoegdheid. Zie W. VAN GERVEN, *Algemeen deel in Beginselen van Belgisch privaatrecht*, I, Brussel, E.Story-Scientia, 1987, nr. 67, p. 173-179.

⁵⁵ Zie DIRIX en DE CORTE, *o.c.*, nr. 520, p. 348-349; BALLON e.a., *o.c.*, p. 254; D. LECHEN, "Le gage sur fonds de commerce est-il une sûreté efficace?" in *Actualité du droit civil*, Les conférences du centre de droit privé et de droit économique, T. II, Brussel, Bruylant, 1994, 109-156, nr. 10, p. 121.

⁵⁶ Art. 8, 1^{ste} lid wet van 25 oktober 1919 betreffende het in pand geven van de handelszaak, het disconto en het in pand geven van de factuur, alsmede de aanvaarding en de keuring van de rechtstreeks voor het verbruik gedane leveringen (*BS* 5 november 1919).

⁵⁷ Zie J. VAN RYN en J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, T. IV, Brussel, Bruylant, 1965, nr. 2606, p. 180; STRANART, *o.c.*, nr. 728, p. 694; D. LECHEN, "Le gage sur le fonds de commerce...", *o.c.*, nrs. 23-24, p. 136; D. LECHEN, "Les conflits d'intérêts entre le propriétaire d'un bien grevé d'un droit réel ou d'une sûreté réelle et le titulaire de ce droit ou de cette sûreté" in *Les conflits d'intérêts*, Les Conférences du centre de droit privé, U.L.B., vol. VII, Brussel, Bruylant, 1997, 31-68, nr. 26, p. 53.

⁵⁸ De pandhoudende schuldeiser zal moeten bewijzen dat de pandgever een fout heeft begaan. Zie L. FREDERICQ, *Handboek van Belgisch handelsrecht*, vol. I, Brussel, Bruylant, 1976, nr. 403, p. 434-435 (de pandgever moet zich onthouden van 'abnormale exploitatie' en 'het is de schuldenaar niet toegelaten het kader van het gebruikelijke te overschrijden', nadruk toegevoegd); VAN RYN en HEENEN, *o.c.*, nr. 2607, p. 180; STRANART, *o.c.*, nr. 728, p. 694; DE PAGE, *o.c.*, nr. 1107, p. 1142.

⁵⁹ Zo mag de uitbater bijvoorbeeld risicovolle projecten aannemen indien deze bij een normale uitbating passen, ook al zouden de belangen van de pandhouder meer gebaat zijn bij een conservatiever beheer, gericht op consolidatie. De pandgever mag de extra winst nastreven die met dit risicovollere beheer kan worden gerealiseerd, en de pandhouder zal de eventueel eruit volgende waardedaling indien het fout afloopt moeten aanvaarden indien de uitbater zich niet anders heeft gedragen dan een normaal zorgvuldige exploitant van een gelijkaardige handelszaak in gelijkaardige omstandigheden zou hebben gedaan.

21. Concluderend komt dit alles erop neer dat de bank, pandhouder van de effectenrekening van een cliënt, zich niet kan beroepen op haar normale contractueel voorziene controlebevoegdheid over door de pandgever gewenste verrichtingen – die enkel dient om de voor de vestiging van het pand vereiste buitenbezitstelling te realiseren – om niet-onredelijke beleggingsverrichtingen te weigeren louter en alleen omdat hij ze niet opportuun acht beoordeeld vanuit zijn belang als pandhouder. De bank kan dat rechtmatige eigen belang alleen behartigen door een beroep te doen op een eventueel contractueel voorziene mogelijkheid om bijkomende waarborgen te eisen die onder het stelsel van de marge-opvragingen vallen. Het contractueel voorziene verzet kan de bank/pandhouder alleen maar invoeren indien de voorgenomen beleggingsverrichting onredelijk is, en dat is het geval wanneer het een verrichting is die een normaal redelijke belegger in dezelfde omstandigheden niet zou stellen.

Het lijkt me moeilijk om het verzoek van de belegger om op 9 januari 2001 uit te treden als onredelijk te bestempelen. De bank/pandhouder had in het geval aan de orde in het arrest van het hof van beroep van Brussel van 28 mei 2009 mijns inziens dan ook geen bevoegdheid zich tegen deze verrichting te verzetten.

22. Deze regels zijn echter niet van imperatief recht. De bank/pandhouder zou dus in haar contract met de pandgever kunnen stipuleren dat de controlebevoegdheid over door hem voorgenomen beleggingsverrichtingen niet alleen mag worden uitgeoefend met het oog op het verhinderen van onrechtmatig handelen van de belegger maar ook mag worden aangewend om te verzekeren dat het beheer mede gericht is op haar belang bij het behoud of het verzekeren van een bepaalde waarde en/of het vermijden of beperken van risico. Vermits dit een afwijking zou inhouden van het gemeen recht, moet dergelijke machtiging evenwel uitdrukkelijk en precies worden afgesproken. Een algemene clause die een controlebevoegdheid voorziet zonder specificatie van de doelstellingen die ermee mogen worden nagestreefd, kan niet in die ruime zin worden opgevat⁶⁰.

In een situatie waarin de bank/pandhouder tegenover de cliënt/pandgever is gehouden tot loyaliteit op basis van een contract van vermogensbeheer of beleggingsadvies, is dergelijke contractuele afspraak echter niet mogelijk. De bank kan immers niet aan dezelfde cliënt beloven zijn vermogen *louter en alleen* met het oog op diens belangen als belegger te beheren én zich tegelijkertijd het recht voorbehouden dit beheer toch mede te laten inspireren door haar eigen belan-

gen als pandhouder. Beloven aan een contractpartij om geen rekening te houden met eigen belangen – de verbintenis iets niet te doen die de kern vormt van de loyaliteitsplicht, een essentieel facet van het vermogensbeheer – behalve in de omstandigheden waarin het met het oog op de bescherming van deze eigen belangen aangewezen is er toch rekening mee te houden, komt immers neer op een louter potestatieve opschortende voorwaarde, en is als zodanig ongeldig⁶¹. Wat wel kan, is dat de belegger/pandgever, niet vooraf maar wel eens de vermogensbeheerder een specifieke beleggingsverrichting voorstelt die mede op zijn eigen belang als pandhouder is gericht, instemt met deze specifieke verrichting en zo deze rechtshandeling bevestigt. De cliënt kan met andere woorden niet vooraf afstand doen van zijn mogelijkheid door de vermogensbeheerder in strijd met diens loyaliteitsplicht gestelde handelingen te betwisten, maar hij kan wel verzaken handelingen aan te vechten eens ze werden gesteld of zich uitdrukkelijk akkoord verklaren met voorgenomen verrichtingen⁶².

23. Het arrest van het Brusselse hof van 28 mei 2009 vermeldt niets over de specifieke inhoud van de pandovereenkomst tussen de belegger en de bank. Hierdoor kunnen we als buitenstaander niet beoordelen of de bank in dit geval zich rechtmatig kon verzetten tegen de uittreding die de cliënt op 9 januari 2001 wilde verwezenlijken.

Indien het contract een minimale pandwaarde bevatte gekoppeld aan de mogelijkheid van marge-opvragingen en pandvervanging, dan is het best mogelijk dat de bank/pandhouder de belegger/pandgever in het gesprek dat op het verzoek van 9 januari volgde, heeft laten weten dat ze bijkomende waarborgen zou eisen indien hij zijn voornemen om uit de ICB's te treden zou doorzetten. Dit zou in die omstandigheden een rechtmatig verzoek zijn van de bank, en het is dus mogelijk dat de belegger in het licht van dat vooruitzicht zelf heeft besloten af te zien van zijn plan, dat hij het aanhouden van de effecten verkoos boven het terbeschikkingstellen van bijkomende waarborgen. In die veronderstelling is de uitkomst van het arrest op dit punt bij te treden: de bank heeft dan inderdaad geen fout begaan en is dus niet aansprakelijk voor de schade die de belegger heeft geleden door het verdere koersverlies na 9 januari 2001.

Maar het arrest stelt de feiten nodig voor die conclusie niet vast. Zoals de feiten in het arrest werden weergegeven, is het net zo goed mogelijk dat het pandcontract dergelijke clausules niet bevatte, of dat het contract die clausules wel bevatte maar dat de kredietbeheerder de cliënt toch heeft voorgespiegeld dat de bank de reële mogelijkheid had zich tegen de

⁶⁰. Zie R. KRUIHOF, H. BOCKEN, F. DE LY en B. DE TEMMERMAN, "Overzicht van rechtspraak. Verbintenissen (1981-1992)", *TPR* 1994, 171-721, nr. 181, p. 454-455; P. VAN OMMESLAGHE, "Examen de jurisprudence. Les obligations (1974 à 1982)", *RCJB* 1986, 33-259, nr. 78, p. 175-176.

⁶¹. Art. 1174 BW; zie hierover W. VAN GERVEN, *Verbintenissenrecht*, Leuven, Acco, 2006, p. 531-532; H. DE PAGE, *Traité élémentaire de droit civil belge*, T. I, Brussel, Bruylant, 1942, nrs. 155B en 155bis, p. 229-232; P. VAN OMMESLAGHE, "Examen de jurisprudence. Les obligations (1974 à 1982)", *RCJB* 1988, 33-199, nr. 177, p. 77-79, die overigens terecht benadrukt dat deze nietigheid de schuldeiser moet beschermen 'contre l'arbitraire'; L. CORNELIS, *Algemene theorie van de verbintenis*, Antwerpen, Intersentia, 2000, nr. 164, p. 199.

⁶². Cf. BODDAERT, "Verpanding van financiële instrumenten", *o.c.*, nr. 86, p. 42.

verrichting zelf te verzetten en effectief kon verhinderen dat deze zou worden uitgevoerd, en dat de belegger/cliënt alleen om die reden zijn verzoek tot uittrekking heeft opgegeven. In die omstandigheden was het gedrag van de bank niet rechtmatig want hield het een afwending van bevoegdheid in. In

dat geval zou haar aansprakelijkheid dus wel degelijk in het geding kunnen zijn, tenzij het contract specifiek en expliciet voorzag dat de controlebevoegdheid met het oog op deze doelstellingen mocht worden uitgeoefend.

E. EEN (ONVERWACHT) TOEMAATJE: PRIVAATRECHTELIJKE FACETTEN VAN ICB-UITTREKING

24. Het arrest van het hof van beroep van Brussel van 28 mei 2009 dat de aanleiding vormt voor deze bijdrage noemt het verzoek dat de cliënt op 9 januari 2001 aan de bank richtte om uit de ICB's te treden een 'order' om de deelnemingsrechten te 'verkopen'. Het hof stelt dat dit 'beursorder' door de bank niet werd 'uitgevoerd' omdat de bank zich als pandhouder van de deelnemingsrechten tegen de verkoop verzette, en de belegger vervolgens zelf het order heeft geannuleerd op 11 januari 2001. Op basis van deze lezing van de gebeurtenissen kan het arrest dan concluderen dat de niet-uittrekking uit de ICB op 9 januari 2001, die de belegger wel degelijk schade heeft veroorzaakt doordat de koersen na die datum tot op de datum van uiteindelijke uittrekking zijn blijven dalen, niet te wijten was aan een fout van de bank maar wel aan een eigen beslissing van de cliënt. Bij nader inzien blijkt het arrest zo eigenlijk heen te stappen over de precieze privaatrechtelijke kwalificatie van het door de belegger op 9 januari 2001 aan de bank gerichte verzoek dat niet werd ingewilligd.

25. De uittrekking uit een ICB is allicht een rechtshandeling. Alhoewel deze vaak wordt benoemd als een 'verkoop' van de deelnemingsrechten, en de reglementering hiervoor zelfs de term 'inkoop' van rechten van deelneming door de

ICB gebruikt⁶³, betreft het hier privaatrechtelijk eigenlijk geen echte 'verkoop' van een goed. Het is immers geen rechtshandeling waarbij een financieel instrument wordt verhandeld op een secundaire markt, maar wel een uittrekking van een vennoot uit een BEVEK ingeval de ICB een beleggingsvennootschap is⁶⁴, of een herroeping van een lastgeving of commissie gekoppeld aan een gedeeltelijke verdeling van een onverdeelde mede-eigendom ingeval de ICB een beleggingsfonds is⁶⁵. Het is een meerzijdige rechtshandeling met als tegenpartij de ICB zelf indien het een beleggingsvennootschap betreft of de beheervenootschap indien het een beleggingsfonds betreft. Het rechtsgevolg van de handeling bestaat niet uit de overdracht van eigendomsrechten op de deelnemingsrechten en zo indirect de overdracht van de lidmaatschapsrechten van een vennoot op een andere persoon, zoals het geval zou zijn bij de verkoop van gewone aandelen op de secundaire markt, maar wel uit het tenietgaan van de rechten geïncorporeerd in deze deelnemingsrechten. Het verzoek dat de belegger op 9 januari 2010 aan zijn bank richtte, was dus privaatrechtelijk geen beursorder of order⁶⁶.

26. Privaatrechtelijk beschouwd doet de BEVEK of de beheervenootschap van een beleggingsfonds continu een

⁶³. Zie bv. art. 3, 9°, vii) wet van 20 juli 2004 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles (*BS* 9 maart 2005), hierna afgekort de "Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004" genoemd.

⁶⁴. De rechten van deelneming van openbare ICB worden op louter verzoek van de deelnemers ten laste van de activa ingekocht (art. 10, 1^{ste} lid, 3^o Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004). Het maatschappelijk kapitaal van een BEVEK is steeds gelijk aan de waarde van het netto-actief (art. 15, § 3 Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004), zodat het kapitaal van een BEVEK zonder wijziging van de statuten afneemt bij elke 'inkoop' van eigen aandelen (art. 14, 1^{ste} lid Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004). In tegenstelling tot bij inkoop van eigen aandelen door een gewone vennootschap, waarbij de aandelen blijven bestaan en alleen de subjectieve rechten op deze aandelen van de aandeelhouder op de vennootschap worden overgedragen (waarna in een afzonderlijke verrichting kan – maar niet moet – worden overgegaan tot een kapitaalverlaging op basis van een statutenwijziging gekoppeld aan een vernietiging van deze eigen aandelen), is er bij een BEVEK dus geen sprake van een overdracht van subjectieve rechten op aandelen door de vennoot aan de vennootschap maar wel van een onmiddellijk en automatisch tenietgaan van de aandelen en een hieraan noodzakelijk gekoppelde automatische kapitaalverlaging, tegelijkertijd met en als onderdeel van de ene verrichting die in de wetgeving dus enigszins misleidend een 'inkoop van eigen aandelen' wordt genoemd.

⁶⁵. Zie J.-M. DIDIER, "Les rapports de droit existant au sein des fonds communs de placement constitués actuellement en Belgique", *Rev. banque* 1957, 249-275, 712-725 en 938-957, p. 270; W. VAN GERVEN, "La forme juridique d'un 'investment trust' en Belgique, en France et aux Pays-Bas", *RIDC* 1960, 527-558, nrs. 14-16, p. 540-543; B. CARDYN-DE SALLE, "Fonds communs de placement et autres formules de gestion des biens d'autrui", *JT* 1977, 125-134, nr. 6, p. 126 en nr. 15, p. 128.

⁶⁶. Een 'order' is een opdracht van een cliënt om voor zijn rekening effecten te kopen of te verkopen, en de uitvoering ervan houdt dus in dat de financiële dienstverlener als tussenpersoon – meestal als commissionair – voor rekening van de cliënt een transactie met een tegenpartij tot stand doet komen. Zie J. VAN RYN en J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, T. IV, 2^{de} ed., Brussel, Bruylant, 1988, nr. 253, p. 179; D. VALSCHAERTS, "Les transactions sur valeurs mobilières" in G. HORSMANS (ed.), *Le nouveau droit des marchés financiers*, Centre Jean Renauld (U.C.L.), Brussel, Larcier, 1992, 87-109, p. 99; K. BYTTEBIER en Ph. DELSAUT, "Analyse van de privaatrechtelijke regels inzake de overeenkomst tot uitvoering van een beursorder" in B. TILLEMANS en B. DU LAING (eds.), *Bankcontracten*, Serie Recht en Onderneming, nr. 9, Brugge, die Keure, 2004, 289-317, p. 292; J. TYTECA, "De verhandeling van effecten, andere instrumenten en deviezen" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe beurswetgeving. Commentaar bij de wet van 4 december 1990 betreffende de financiële markten en de financiële verrichtingen*, Kalmthout, Biblo, 1991, 191-283, nr. 43, p. 228; L. FREDERICQ, *Le régime légal des banques et des bourses: le statut des agents de change, principes de droit commercial belge*, Gent, Rombaut-Fecheyr, 1937, nr. 67, p. 94; zie ook W. VAN GERVEN, *Leerboek handels- en economisch recht*, 2^{de} ed., Antwerpen/Amsterdam, Standaard Wetenschappelijke Uitgeverij, 1982, nr. 82, p. 324-325.

aanbod aan het publiek om volgens de voorwaarden bepaald in de statuten van de beleggingsvennootschap of het beheerreglement van het beleggingsfonds toe te treden tot de ICB aan de inventariswaarde met vermeerdering van de kosten⁶⁷. De tegenover een BEVEK of een beheervenootschap van een beleggingsfonds uitgedrukte wens van een belegger om toe te treden kan dan ook niet worden gekwalificeerd als een op zich staand aanbod tot contracteren dat pas uitmondt in een overeenkomst op het ogenblik waarop dit wordt aanvaard door de BEVEK of de beheervenootschap, maar moet worden gezien als de aanvaarding door de belegger van het uitstaande aanbod van de BEVEK of de beheervenootschap. Het beheerreglement of de statuten van een ICB met veranderlijk aantal deelnemingsrechten geeft elke deelnemer het recht om eenzijdig te beslissen uit te treden op de voorziene dagen waarop een inventariswaarde wordt gepubliceerd⁶⁸. Deze uittreding komt privaatrechtelijk tot stand op het ogenblik waarop de deelnemer zijn aanvraag daartoe aan zijn tegenpartij bij deze rechtshandeling – en dat is de

ICB of de beheerder ervan – bezorgt, ook al is de inventariswaarde die bij deze uittreding zal worden toegepast op dat ogenblik nog niet vastgesteld⁶⁹.

27. In welke bewoordingen het arrest het verzoek van de belegger van 9 januari 2001 dus ook benoemt, inhoudelijk betrof het geen vraag van een cliënt aan zijn bank om als tussenpersoon optredend voor zijn rekening effecten uit zijn portefeuille op de secundaire markt te verkopen, maar wel een verzoek van een deelnemer om uit te treden uit een open ICB. Belangrijk hierbij is dat dit verzoek blijkbaar werd gericht aan een financiële instelling die de financiële dienst van deze ICB waarneemt⁷⁰. De bank, distributeur of verlener van de financiële dienst van de ICB, treedt bij dergelijke verrichtingen immers niet op als tussenpersoon voor rekening van de belegger – zoals het geval zou zijn bij de uitvoering van een beursorder van de cliënt – maar wel als agent van de ICB of de beheervenootschap⁷¹.

67. Zie VAN GERVEN, “La forme juridique d’un ‘investment trust’...”, *o.c.*, nr. 23, p. 552-553. Niets in de huidige financieelrechtelijke reglementering van ICB’s staat in de weg van deze privaatrechtelijke kwalificatie.

68. Zie art. 73, § 1 Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004. Een open ICB moet minstens tweemaal per maand de mogelijkheid tot uittreding bieden. Zie art. 96, § 1 KB van 4 maart 2005 met betrekking tot bepaalde openbare instellingen voor collectieve belegging (BS 9 maart 2005), hierna kort het ‘KB ICB 2005’ genoemd.

69. De inventariswaarde op basis waarvan de deelnemers worden betaald bij uittreding wordt pas berekend nadat de ontvangstperiode voor de aanvragen tot uittreding is afgelopen. Zie art. 100, § 1 KB ICB 2005. Voor de totstandkoming van een rechtshandeling is echter niet vereist dat het voorwerp ervan reeds is bepaald: het volstaat dat de rechtshandeling voldoende elementen bevat om het voorwerp op een later ogenblik te kunnen bepalen zonder dat hiertoe een nieuwe rechtshandeling nodig is. Zie KRUIHOF, BOCKEN e.a., *o.c.*, nr. 134, p. 363; VAN GERVEN, *Algemeen deel*, *o.c.*, nr. 108B, p. 331; VAN GERVEN, *Verbindenissenrecht*, *o.c.*, p. 134-135. Vermits de inventariswaarde van toepassing op een uittreding zal worden berekend op basis van een vooraf vastgestelde methode en objectieve gegevens, voldoet de aanvraag tot uittreding aan de geldigheidsvereisten gesteld voor rechtshandelingen.

70. Elke ICB met veranderlijk aantal rechten van deelneming, zoals een BEVEK, moet een financiële instelling aanwijzen die instaat voor de uitkeringen aan de deelnemers en de rechten van deelneming uitgeeft of inkoop (art. 73, § 2 Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004). Over deze dienstverlening en het verschil met distributie van de ICB, zie E. DE KEYSER en J. VANDER STUYFT, “Distributie van deelbewijzen van ICB’s en informatieverplichtingen” in M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest – IFR-Dagen 2006*, Antwerpen, Intersentia, 2007, 37-48, p. 38-39. Vermits het hier over huiseigen ICB’s van Dexia ging, mag worden aangenomen dat Dexia Bank hier niet optrad als louter distributeur maar wel degelijk was aangewezen als financiële dienstverlener van de ICB’s in kwestie.

71. Immers, volgens art. 3, 14° Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004, wordt eenieder die rechtstreeks of onrechtstreeks van de ICB een vergoeding of voordeel ontvangt naar aanleiding van een openbaar aanbod of het inontvangstneming en doorgeven van ‘orders’ voor effecten van de betrokken ICB geacht te handelen voor rekening van die instelling voor collectieve belegging. De financiële instelling treedt in deze verrichtingen dus niet op als vertegenwoordiger van de belegger, waardoor het eigenlijk – ik bedoel, correct privaatrechtelijk gekwalificeerd – geen ‘order’ betreft (het is jammer dat onze wetgever steeds vaker terminologie gebruikt die blijk geeft van een dunne privaatrechtelijke achtergrondkennis). De eventuele delegatie door de ICB of de beheervenootschap van de taak van de uitgifte en de inkoop van rechten van deelneming en het verhandelen van de effecten van de ICB (ingevolge art. 3, 9° Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004, onderdelen van het collectief beheer) aan een andere financiële instelling, heeft volgens art. 41, § 4 en art. 154, § 4 Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004, geen enkele invloed op de aansprakelijkheid van de ICB of de beheervenootschap.

Echte orders met betrekking tot deelnemingsrechten in ICB’s zijn wel mogelijk, met name wanneer een cliënt aan zijn financiële instelling vraagt voor hem een verrichting te stellen in deelnemingsrechten in ICB’s waarmee deze financiële instelling geen distributieovereenkomst heeft gesloten of waarvoor deze financiële instelling rechtstreeks noch onrechtstreeks door de ICB wordt vergoed. In dat geval zal de financiële instelling de deelnemingsrechten werkelijk verkopen aan een tegenpartij, die dan deelnemer wordt in de ICB (secundaire markttransactie), of namens en voor rekening van de deelnemer voor ‘inkoop’ aanbieden bij een andere financiële instelling die wel rechtstreeks of onrechtstreeks door de ICB wordt vergoed en met deze instelling een distributieovereenkomst heeft gesloten en dus voor diens rekening handelt bij deze uittreding. Het is natuurlijk een andere vraag of in de praktijk in ons land veel banken bereid zijn dergelijke echte ‘orders’ – per definitie voor deelnemingsrechten in ICB’s van concurrenten – uit te voeren. De meeste banken beperken zich tot het aanbieden van ICB’s waarvoor ze ofwel de financiële dienst verzorgen of een distributieovereenkomst met de ICB zelf of de beheervenootschap hebben gesloten. Zie CRA INTERNATIONAL, *Potential Cost Savings in a Fully Integrated European Investment Fund Market*, Final Report – Member States, prepared for the European Commission Directorate General for Internal Market and Services, CRA Project No. D0-8482, augustus 2006, nr. 135, p. 18-19 (te vinden op de website van de Commissie DG Interne Markt op http://ec.europa.eu/internal_market/investment/studies_en.htm); *Need for a Coherent Approach to Product Transparency and Distribution Requirements for ‘Substitute’ Retail Investment Products*, Call for Evidence, European Commission DG Markt – G4, 2007, p. 34-35; P. DE PROFT, “Asset Management beschikt over enorm groeipotentieel”, *Bank Fin.* 2005/4, 199-202, p. 201; zie ook L. PAPINEAU, “Ce n’est pas le produit qui fait la différence, mais le conseil dont on l’entourne”, *Banque Magazine* 2002, bijlage bij afl. 639, 28-29, p. 28.

Volgens een algemeen gemeenrechtelijk principe komt een door bemiddeling gestelde rechtshandeling tot stand op het ogenblik dat ze wordt gesteld door de vertegenwoordiger⁷². Indien het een eenzijdige rechtshandeling betreft die ontstaat wanneer de wil wordt uitgedrukt tegenover een bepaalde persoon, dan komt deze tot stand op het ogenblik waarop de wilsuiting de vertegenwoordiger van die persoon bereikt⁷³. Wanneer we deze principes toepassen op het hier besproken geval, dan blijkt dat de uittreding als rechtshandeling in de relatie tussen de ICB of de beheervennootschap van de ICB enerzijds en de deelnemer anderzijds effectief tot stand is gekomen op het ogenblik waarop de uitgedrukte wil van de deelnemer om gebruik te maken van zijn contractueel of statutair recht van uittreding de vertegenwoordiger van die ICB bereikte⁷⁴, en dat was in dit geval op 9 januari 2001. De bank hoefde dit verzoek dus niet meer ‘uit te voeren’ opdat de uittreding tot stand zou komen, de uittreding was op dat ogenblik het reeds tot stand gekomen rechtsgevolg van het verzoek van de belegger.

28. De volgende vraag is dan of de totstandkoming van deze uittreding als rechtsgevolg van het verzoek tot uittreding nog kan worden vermeden of verhinderd op het ogenblik dat deze wilsuiting van de belegger de ICB of de beheervennootschap ervan bereikt – en zoals gezegd: dit is op het ogenblik dat dit verzoek de vertegenwoordiger van de ICB bereikt.

De beheervennootschap of de BEVEK zelf kunnen zeker niet verhinderen dat de deelnemer uittreedt. Op welke dagen

uittreding uit de ICB mogelijk is, wordt bepaald in het prospectus⁷⁵. Op deze zo aangekondigde dagen is de ICB juridisch gehouden de deelnemers die dit wensen te laten uittreden tegen de inventariswaarde verminderd met de toegelaten kosten⁷⁶. De ICB-reglementering somt limitatief de omstandigheden op waarin een ICB met veranderlijk aantal deelnemingsrechten deze vrije uittreding mag schorsen⁷⁷. Weigering met het oog op de bescherming van de persoonlijke belangen van de financiële dienstverlener of distributeur van de ICB in haar hoedanigheid van pandhoudende schuldeiser van de deelnemer wordt hierin niet vermeld. De BEVEK zelf kon en mocht op 9 januari 2001 dus niet verhinderen dat de eiser effectief uittrad.

Kan de bank, tussenpersoon in de rechtshandeling tussen de deelnemer en de ICB of de beheervennootschap, de uittreding weigeren in haar hoedanigheid van pandhouder? Zoals hoger gezien, kan de bank zich – in haar hoedanigheid van pandhouder van de cliënt – verzetten tegen de voorgenomen beheerverrichting van de pandgever en hem laten weten dat zij bezwaar maakt indien de pandovereenkomst hiervoor een expliciete basis biedt⁷⁸. Het uitdrukken van dergelijk bezwaar heeft echter niet als gevolg dat de uittreding ook effectief kan worden verhinderd. De rechtshandeling die de uittreding is, komt immers tot stand op het ogenblik dat het verzoek van de deelnemer de bank – hier in haar hoedanigheid van agent van de ICB of de beheervennootschap – bereikt, en de bank kan in haar hoedanigheid van pandhouder niet vermijden dat het verzoek haar in haar hoedanigheid van distributeur van het fonds heeft bereikt. De reglemente-

⁷² Zie I. SAMOY, *Middellijke vertegenwoordiging: vertegenwoordiging herbekeken vanuit het optreden in eigen naam voor andermans rekening*, Antwerpen, Intersentia, 2005, nrs. 99-100, p. 77-78: “Bij onmiddellijke vertegenwoordiging, komt de rechtshandeling die de vertegenwoordiger met de derde partij verricht *onmiddellijk* tot stand tussen de vertegenwoordigde en de derde partij. Alle (zakelijke en persoonlijke) rechten en alle plichten en verbintenissen die voortvloeien uit de rechtshandeling ontstaan rechtstreeks in het vermogen van de vertegenwoordigde. [...] De vertegenwoordiger sluit de overeenkomst maar verdwijnt vervolgens *onmiddellijk* uit de rechtsband die hij zelf tot stand heeft gebracht.” (nadruk toegevoegd).

⁷³ Zie B. TILLEMANS, *Lastgeving in APR*, Deurne, E.Story-Scientia, 1997, nr. 349, p. 175, die als voorbeelden uit de rechtspraak verwijst naar gevallen waarin werd beslist dat het contract tussen de lastgever en de tegenpartij tot stand is gekomen op het ogenblik waarop de tegenpartij de lasthebber in kennis stelt van zijn aanvaarding, zodat de lastgever zijn aanbod niet meer kan intrekken ook al had de lasthebber hem nog niet op de hoogte gebracht van de ontvangen aanvaarding (Gent 28 november 1888, *Pand.pér.* 1889, 963; Luik 19 oktober 1892, *Pand.pér.* 1892, nr. 1889, p. 954; zie ook *RPDB*, v° *Mandat*, nr. 799, p. 790), en naar gevallen waarin wordt beslist dat de betaling aan de lastgever verschuldigd geldig wordt gedaan op het ogenblik waarop deze aan de lasthebber werd gedaan (Brussel 18 mei 1938, *RW* 1938-39, 452; *Arbh.* Antwerpen 10 maart 1992, *Soc.Kron.* 1993, 413).

⁷⁴ Dit blijkt ook uit het verschil tussen de regels opgenomen in art. 98, § 1 en § 2 van het KB ICB 2005. Aanvragen van beleggers tot uitgifte of inkoop van rechten van deelneming kunnen tot op het ogenblik van afsluiten van de ontvangstperiode aan de ICB worden bezorgd. Deze regels stellen dat dergelijke aanvragen die door de belegger werden ingediend bij niet door de ICB aangestelde tussenpersonen enkel in aanmerking komen om te worden ingewilligd indien deze tussenpersoon ze op het ogenblik van het afsluiten van de ontvangstperiode reeds aan de ICB of de beheervennootschap heeft bezorgd, maar voorzien dat wanneer de verzoeken door de belegger werden ingediend bij een door de ICB aangestelde tussenpersoon, ze in aanmerking komen indien ze bij deze tussenpersoon waren aangekomen op het ogenblik van het afsluiten van de ontvangstperiode, ongeacht wanneer deze de verzoeken overmaakt aan de ICB of de beheervennootschap ervan. Hieruit blijkt dat rechtshandelingen geuit tegenover de door de ICB aangestelde distributeur moeten worden geacht tegenover de ICB zelf te zijn geuit.

⁷⁵ Zie punt IV.5 in bijlage A bij KB ICB 2005. Het beheerreglement of de statuten dienen te vermelden dat deze dagen in het prospectus worden opgenomen en dat elke vermindering van de frequentie de toelating van de algemene vergadering van deelnemers vereist. Zie punt 11 in bijlage D bij het KB ICB 2005.

⁷⁶ Zie art. 73, § 1 Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004. Zie overigens ook art. 10, 3° Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004: “Onder openbare instelling voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming wordt verstaan, een instelling [...] waarvan de rechten van deelneming, op verzoek van de deelnemers, rechtstreeks of onrechtstreeks, ten laste van haar activa worden ingekocht of terugbetaald tegen een prijs die wordt berekend op basis van de inventariswaarde” (nadruk toegevoegd).

⁷⁷ Op basis van art. 74, 2° Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004, is de Koning bevoegd de gevallen te bepalen waarin het vrij toetredings- en uittredingsrecht in een ICB met veranderlijk aantal rechten van deelneming kan worden geschorst. Zie art. 102-104 KB ICB 2005. Alleen de gronden uit deze lijst die in het beheerreglement of de statuten werden overgenomen, kunnen worden ingeroepen. Zie punt 10 van bijlage D bij het KB ICB 2005. Art. 10, 3° Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004, vermeldt de inkoop van de deelnemingsrechten als essentieel kenmerk van een ICB met veranderlijk aantal deelnemingsrechten.

⁷⁸ Zie *supra* randnr. 7, i.h.b. de tekst behorend bij voetnoot 29, en randnr. 13, i.h.b. de tekst behorend bij voetnoot 44.

ring van open ICB's voorziet expliciet dat de beheerder van de ICB en de financiële tussenpersonen die de ICB zelf heeft aangeduid voor de verhandeling van haar rechten van deelneming zo moeten georganiseerd zijn dat de aanvragen tot uitgifte of inkoop van deelnemingsrechten "binnen een redelijke termijn na de afsluiting van de ontvangstperiode, bepaald in het prospectus, worden overgemaakt aan de persoon die [instaat voor de administratie van de ICB], *zonder dat deze aanvragen mogen worden gewijzigd of geannuleerd*⁷⁹.

29. We stoten hier blijkbaar op een probleem.

Op zich lijkt het feit dat de pandhouder een daad van beschikking van de pandgever niet kan verhinderen niets bijzonders. Gemeenrechtelijk kan een pandhouder van een goed niet verhinderen dat de pandgever/eigenaar het verpande goed verkoopt of op een andere manier vervreemdt en de eigendomsrechten met betrekking tot dit goed effectief overdraagt. De totstandkoming van deze transactie tussen de pandgever en de derde waarmee deze contracteert en dus ook de eruit voortvloeiende eigendomsoverdracht zijn geenszins afhankelijk van de instemming van de pandhouder. De *ratio* waarom het gemeen recht deze eigendomsoverdracht niet afhankelijk maakt van de goedkeuring van de pandhouder, is dat zijn door het pand beschermde belang door dergelijke transactie niet in gevaar wordt gebracht. Tegenover de pandgever is het verhaal van de pandhouder na dergelijke transactie weliswaar beperkt tot de in hun onderlinge contract

voorzien remedie voor het geval waarin de realisatiewaarde van de in pand gegeven effecten en de in geval van pandvervangende ervoor in de plaats komende instrumenten of liquiditeiten niet meer zou volstaan. Deze bestaan voornamelijk uit een marge-opvraging in het kader van de pandovereenkomst, en het vervroegd stopzetten van het krediet wegens een in het kredietcontract als wanprestatie omschreven handeling van de kredietnemer⁸⁰. De bescherming die de pandhouder aan zijn pandrecht ontleent, bestaat echter uit het zekerheidsrecht dat de inpandgeving hem bezorgt⁸¹. Het zakenrechtelijk karakter van deze zekerheid zorgt ervoor dat hij zich tegenover gelijk welke derde, dus ook de eventuele nieuwe eigenaar van het verpande goed, op dit recht kan beroepen zolang hij het goed (fysiek) onder zijn controle houdt⁸². De overdracht van het verpande goed door de pandgever beperkt dus op geen enkele manier het pandrecht van de pandhouder.

In het geval van instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming schiet deze bescherming echter tekort: door de 'verkoop' van het deelnemingsrecht, die privaatrechtelijk eigenlijk geen eigendomsoverdracht creëert maar wel een uittreding, verdwijnt het roerend goed waarop het pandrecht betrekking had, zodat het volgrecht van de pandhouder zonder voorwerp is. De enige *zakelijke* zekerheid die de pandhouder blijkbaar overhoudt, is de eventueel contractueel voorziene pandvervangende op de contanten die in ruil voor de uittreding op de rekening van de pandgever zijn gestort⁸³.

F. BESLUIT

30. De conclusie is misschien eigenaardig en onverwacht, maar daarom niet minder noodzakelijk: de bank die ICB's distribueert kan als pandhouder van deelnemingsrechten in deze ICB's niet verhinderen dat de deelnemer uittreedt op het ogenblik dat deze dit wil en aan deze bank laat weten. Doordat de distribuerende bank de agent is van de ICB of de beheervenootschap ervan, komt de uittreding tot stand doordat de deelnemer zijn verzoek tot deze tussenpersoon richt. De uittreding heeft als gevolg dat de deelnemingsrechten tenietgaan, zodat het pandrecht zonder voorwerp uitdooft en om die reden ook niet tegen derden kan worden ingeroepen. Om het drastisch te formuleren: de inpandgeving van

deelnemingsrechten in door de pandhouder gedistribueerde open ICB's biedt deze bank in de praktijk geen *zakelijke* bescherming.

31. Deze voor de banken – en hierdoor onrechtstreeks ook voor de cliënten⁸⁴ – erg onwenselijke juridische conclusie kan niet worden ontweken door bijzondere contractuele afspraken te maken: de betreffende bepalingen in de Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004 zijn niet van aanvullend recht. Een open ICB kan niet tegelijk dit open karakter behouden en toch de deelnemers het recht ontne-

79. Art. 98, § 1, 2^{de} lid KB ICB 2005.

80. Art. 1188 BW; zie D. LECHIEU, "Les conflits d'intérêts...", *o.c.*, nr. 34, p. 63; BODDAERT, "Het pand op financiële instrumenten...", *o.c.*, p. 215, nr. 85.

81. Art. 2073 BW: "Pand geeft aan de schuldeiser het recht om zich, bij voorrecht en voorrang boven de andere schuldeisers, uit de in pand gegeven zaak te doen betalen."

82. Zie DIRIX en DE CORTE, *o.c.*, nr. 477, p. 321.

83. BODDAERT, "Het pand op financiële instrumenten...", *o.c.*, nr. 81, p. 214.

84. Op het eerste gezicht zijn het de pandhoudende banken die nadeel ondervinden bij deze conclusie, maar doordat zij op basis van deze conclusie minder zekerheid genieten bij kredietverlening, zullen zij minder bereid zijn krediet te verlenen aan beleggers, en hierdoor zullen het uiteindelijk de beleggers/cliënten zijn die hun behoeften minder bevredigd zullen zien.

men uit te treden in gevallen waarin dit niet wettelijk is voorzien⁸⁵.

De enige oplossing voor dit probleem lijkt te bestaan uit een specifieke wetswijziging die de rechten van de pandhouder ten aanzien van verrichtingen met betrekking tot verpande deelnemingsrechten specificereert. De Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004 zou moeten expliciteren dat de distributeur die deelnemingsrechten in pand houdt bij verzoeken tot uittreding van de pandgevende belegger niet noodzakelijk wordt geacht voor rekening van de ICB of de beheervenootschap te handelen. De wet zou moeten voorzien dat partijen contractueel kunnen afspreken dat de pandhoudende distributeur een verzetsrecht heeft ten aanzien van voorgenomen verzoeken tot uittreding met het oog op het realiseren van de voor een inpandgeving vereiste buitenbezitstelling.

32. Kan het hof van beroep van Brussel worden verweten

niet te zijn gekomen tot deze oplossing van het geschil dat de aanleiding vormde van deze bijdrage? Ik denk het niet. Het was aan de eisende partij om zich te beroepen op het reeds op 9 januari 2001 effectief totstandkomen van de uittreding uit de ICB's, en volgens het relaas in het arrest blijkt deze partij dit niet als zodanig te hebben opgeworpen. De belegger heeft zich beperkt tot een aansprakelijkheidsvordering wegens fouten van de bank en zo het geding – zo blijkt nu – al te beperkt te hebben opgezet. Had hij een eis ingesteld tegen de ICB zelf of de beheervenootschap van de ICB tot dwanguitvoering van de volgens hem op 9 januari 2001 effectief tot stand gekomen uittreding⁸⁶, en slechts subsidiair een vordering in aansprakelijkheid tegen de bank wegens het foutief niet doorgeven van zijn verzoek tot uittreden aan de administrateur van de ICB voor het geval de eerste vordering zou worden afgewezen, dan had hij – hoe onverwacht dit ook moge zijn – strikt juridisch genomen meer kans op slagen gehad.

⁸⁵. Vermits de distributeur of de instelling die de financiële dienst verzorgt optreedt voor rekening van de ICB of de beheervenootschap en de door deze tussenpersoon gestelde rechtshandelingen dus kunnen worden toegerekend aan de ICB of de beheervenootschap, kan het weigeren van een uittrede van deelnemers door deze tussenpersonen worden gezien als het niet voldoen door de ICB zelf aan de bij wet vereiste kenmerken om te kunnen genieten van het statuut van een ICB met een veranderlijk aantal rechten van deelneming. Art. 10, 3° Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004, kent het statuut van ICB met veranderlijk aantal deelnemingsrechten immers alleen toe aan ICB's "waarvan de rechten van deelneming, op verzoek van de deelnemers, rechtstreeks of onrechtstreeks, ten laste van haar activa worden ingekocht of terugbetaald tegen een prijs die wordt berekend op basis van de inventariswaarde". De vrije uittrede belemmeren kan dus uitmonden in een herkwalificatie van de ICB tot een gesloten instelling onder de reglementering, vermits art. 17, 3° Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles 2004, als ICB met een vast aantal rechten van deelneming beschouwt de ICB "waarvan de rechten van deelneming niet worden ingekocht op verzoek van de deelnemers ten laste van haar activa".

⁸⁶. Indien deze vordering zou worden ingewilligd, dan was het aan de ICB of de beheervenootschap om de vergoeding die deze aan de deelnemer moet betalen – het verschil tussen de uiteindelijk op 23 februari 2001 betaalde inventariswaarde (na aftrek van de kosten) en de waarde die had moeten worden betaald omdat de uittreding reeds op 9 januari 2001 of de eerst erop volgende uittredingsdag had plaatsgevonden – te verhalen op haar agent, de bank, die door het verzoek van de deelnemer niet ongewijzigd onverwijld aan haar over te maken, tekort is geschoten bij de uitvoering van haar verplichtingen als agent.