

TRUSTACHTIGE RECHTSFIGUREN IN BELGIË

door

H. SWENNEN

Gewoon Hoogleraar U. Antwerpen

INHOUD

1. INLEIDING
2. TRUSTACHTIGE FIGUREN
3. CERTIFICERING
 - 3.1. Certificering van „buitenlandse aandelen op naam”
 - 3.2. Certificering door administratiekantoren
 - 3.3. Vastgoedcertificaten
4. BELEGGINGSFONDSEN
5. KWALITEITSREKENING E.D.
6. EFFECTISERING VAN SCHULDVORDERINGEN
7. VERMOGENSBEHEER
8. ALGEMENE BESCHOUWINGEN

1. INLEIDING

1. Het onderwerp van dit prae-advies roept de volgende vergelijking op.

De toevoeging „achtige” slaat daarop dat men, zoals in de aanduiding „van de groep van” bijv. de dinosauriërs of in de toevoeging „ide” zoals bijv. in androïde, zaken — meestal dieren — rangschikt volgens een kwaliteit die bij de „achtige” als kenmerkend wordt herkend, verwijzend naar de kwaliteit van een stamfiguur.

Kenmerkend is daarbij het volgende.

Vaak wordt een groep van „achtige” genoemd terwijl het niet zeker is dat de kenmerkende kwaliteit (zo) zuiver in de stamfiguur voorhan-

den was of terwijl het bestaan van één stamfiguur twijfelachtig is. De groep van de dinosauriërs kent vele gave skeletten; van één stamfiguur is er geen sprake meer; er is een groep van onderling „achtige” stamfiguren.

Vaak ook worden figuren gemerkt om hen deelachtig te maken aan de chic van de stamfiguur. In menig natuurhistorisch museum is vroeger een reptielenbot dinosaurusachtig verklaard: een kwestie van verkoop.

Ten slotte kan het, zoals in androïde, gaan om een voortbrengsel dat iets kan doen, of waarmee men iets kan doen, dat lijkt op wat (met) iets anders kan, zonder verdere verwantschap.

2. Met trustachtige rechtsfiguren kan het ook zo gaan.

Het is de afspraak tussen de prae-adviseurs om slechts een beperkt aantal „trustachtige” figuren te bespreken.

Toch is het goed om — vooraf — erop te wijzen dat de opsomming van deze figuren ook bij de „dinosauriërs” zou kunnen beginnen. Ver terugziend immers, behoren (bijv.) trust en erfpacht (en opstal) tot dezelfde groep. In beide gevallen ging het, in de oorsprong, om de bescherming van wie investeringen deed in grond (en gebouwen) zonder „eigenaar” te zijn, en daarom: zonder zekerheid de investering te kunnen terugverdienen. In de trust (toen: *use*) ging het initiatief uit van de investeerder. Die ontweek de terugkeer van „zijn” grond, en van zijn investering, naar de Kroon, t.g.v. zijn overlijden, door overdracht van eigendom aan een vriend met beding van beheer t.b.v. de familie van de trustgever(1). In de erfpacht gunde, omgekeerd, de overheid als eigenaar langdurige rechten om investeringen van de gebruiker aan te moedigen(2). In de trust groeide de bescherming van de *beneficial owner in equity*; in erfpacht groeide de bescherming *praetoriaans*. De constructie leidde wat rechtsuitoefening door „eigenaar”, resp. investeerder betreft tot tegenovergestelde resultaten. Maar in beide gevallen groeide de splitting tussen juridische en economische eigendom — zo men daarvan wil spreken — tot een zakenrechtelijke figuur(3).

Wat andere figuren betreft, die voor de chic of ter wille van hun

(1) Voor een kort overzicht: STORME, M., „De angelsaksische trust”, *R.W.*, 1957-58, 937.

(2) ASSER-BEEKHUIS, *Zakenrecht*, II, twaalfde druk, 1990, 241 (i.v.m. opstal, 271); DERINE, R., VAN NESTE, F. en VAN DEN BERGHE, H., *Zakenrecht*, II B, 1984, nr. 998.

(3) Zie i.v.m. erfpacht en opstal: LAURENT, F., *Principes*, XIII, p. 410 e.v., nr. 491 e.v. (en de op deze laatste plaats gerichte banbliksems).

werking onder de trustachtige zouden worden gerangschikt, moet ervoor worden gewaarschuwd dat, Frans taalgebruik volgend, operaties die een vertrouwensrelatie veronderstellen al gauw fiduciaire verrichtingen worden genoemd(4).

Maar dit laatste is ook het geval in de angelsaksische traditie waarin *fiduciary relationship* een ruimere, overigens open, categorie vormt dan de *trust* die er deel van uitmaakt(5).

Constructies die hetzelfde effect als van een trust beogen — en bereiken — zonder verwantschap op het juridisch vlak, blijven verder buiten beschouwing.

Zoals in het „Rapport sur les trusts et institutions analogues”, opgesteld ter voorbereiding van het Haagse Trustverdrag(6), „in alle bescheidenheid” wordt gesteld, vertoont het civiele recht geen lacune op het gebied van de trust, maar biedt het een „boekje” van figuren die, meestal gecombineerd, het effect van een *trust* realiseren. Zeker vóór de aanpassingswet Eerste E.G.-Richtlijn vennootschappen, toen de doelbeperking van vennootschappen externe werking had, behoorden vennootschapsconstructies daartoe (afgescheiden vermogen en bevoegdheidsbeperkingen volgend uit het doel).

3. Herinnerend aan de verwantschap tussen trust en erfpacht wat de splitsing tussen juridische en economische eigendom betreft, mag nog op het volgende worden gewezen.

Erfpacht en opstal werden in de Code civil niet geregeld. Voor de opstellers van de Code was eigendom bij wijze van spreken „meer dan een zakelijk recht”(7). Zaken moesten vrij verhandeld kunnen worden en eigendom was daarom duidelijk afgelijnd; eigendom was eigendom, punt uit(8). Regelingen die het ene of het andere zouden belemmeren, werden verhinderd.

(4) Zie ook WITZ, Cl., „Rapport introductif”, in: *Les opérations fiduciaires*, WITZ, Cl. (ed.), Parijs, Feduci-L.G.D.J., 1985, 4.

(5) Zie ELLAND-GOLDSMITH, M., „The trust and its use in commercial and financial transactions”, *Revue de droit des affaires internationales*, 1985, 702 e.v.

(6) DYER, A. en VAN LOON, H., „Rapport sur les trusts et institutions analogues”, in *Actes et documents de la Quinzième Session*, Den Haag, Bur. Perm. Conf., 1985, II, 40. Met „institutions analogues” worden niet „trustachtige figuren” bedoeld zoals in dit prae-advies, maar wel de figuren die zonder *trust* te heten, de kenmerken bezitten van de trust en daarom ook t.b.v. de toepassing van het verdrag als trust worden aangemerkt.

(7) Vgl. VAN NESTE, F., „Eigendom, toch meer dan een zakelijk recht”, in: *Het zakenrecht, absoluut niet een rustig bezit*, Antwerpen, Kluwer, 1992, 511 e.v.

(8) Vgl. i.v.m. deze traditie de commentaar van Grimaldi m.b.t. het Franse ontwerp van „contrat de fiducie”: GRIMALDI, M., „La Fiducie: réflexions sur l'institution et sur l'avant-projet de loi qui la consacre”, *Rép. Defrenois*, 1991, 915 e.v.

Nu zou men zeggen dat dit laatste de transactiekosten vermindert. Onzekerheid i.v.m. de titularis en de omvang van de beschikkingsbevoegdheid m.b.t. een vermogen brengt immers hoge transactiekosten mee. „(...) There is no simple solution to the problem of divided ownership except single ownership”(9).

Op die wijze is de fiducia vrijwel verdwenen uit ons recht(10). Nu moet men vaststellen dat recente fiduciaire, trustachtige, figuren juist zijn ontstaan om transactiekosten bij overdracht van „eigendom” te beperken. Het tussenschakelen van een vertrouwenspersoon die eigenaar blijft, met daaraan verbonden kosten, laat toe hogere kosten te vermijden bij het verhandelen van vermogensbestanddelen; men verhandelt vorderingen op de vertrouwenspersoon. De onzekerheid die blijft is die i.v.m. het optreden van de vertrouwenspersoon; maar *dat* is nu juist vertrouwen: de getolereerde onzekerheid. Zo ging het met de certificering van Amerikaanse aandelen op naam, met gemeenschappelijke beleggingsfondsen (thans: instellingen voor collectieve belegging) en zo gaat het ook met het aanhouden van een rekening van gedematerialiseerde effecten (zie hierna).

2. TRUSTACHTIGE FIGUREN

4. Hetgeen men onder verwijzing naar de *trust* voor kenmerkend houdt, kan als volgt worden beschreven:

- a) de rechthebbende op een goed
- b) heeft zich krachtens overeenkomst ertoe verbonden zijn rechten op dat goed, op de overeengekomen wijze, uit te oefenen
- c) voor rekening van een ander
- d) terwijl ernaar wordt gestreefd om deze afspraken zo veel mogelijk externe werking, met name: zakelijke werking(11), te geven.

De opsomming is ontleend aan het Haagse Trustverdrag(12) met dien verstande dat de afscheiding van de goederen van de *trust* niet, zoals

(9) POSNER, R., *Economic Analysis of Law*, 3 ed., Boston, Little, Brown & Company, 1986, 64, zie ook 67 e.v.

(10) Zie *Pandectes Belges, Vis Fiducie en Fideicommiss*, en LAURENT, F., *Principes*, XIV, 402 e.v. (fiducie), en XI, 234 e.v. (des legs frauduleux).

(11) Zie hierover: DIRIX, E. en DE CORTE, R., *Zekerheidsrechten*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 204 e.v.

(12) Vgl. art. 2 (2) Verdrag van Den Haag van 1 juli 1985 inzake de erkenning van trusts, in BOELE-WOELKI, K., *Tekstuitgave IPR*, Deventer, Kluwer, 1991, 326 en VON OVERBECK, A.E., Rapport explicatif, in *Actes et Documents de la Quinzième Session*, Den Haag, Bur. Perm. Conf., 1985, II, 375.

dat het geval is in het Verdrag, als eerste kenmerk kan worden gegeven; bij trustachtige figuren naar burgerlijk recht is kenmerkend dat dit effect zo veel mogelijk wordt nagestreefd.

In de opsomming is ervan uitgegaan dat de „trustee”-achtige persoon de rechthebbende is in de civielrechtelijke betekenis. Zuivere volmacht-figuren worden ter zijde gelaten. Deze „trustee” heeft recht op een „goed”. Hier wordt de ruime draagwijdte van het Haagse Trustverdrag gebruikt („biens”-„assets”) i.p.v. de „property” die in het Engelse recht is vereist als voorwerp van de trust(13). Hoe de „trustee” de trustgoederen verwierf, wordt in het midden gelaten: rechtstreeks van de trustgever of met gelden van de trustgever. Voorts doelt de uitdrukking „zijn rechten” op *al* zijn rechten of nagenoeg al zijn rechten. In samenhang met de omschrijving „voor rekening van” i.p.v. „in het belang van” wordt daarmee belet dat beperkte rechtsuitoefening t.b.v. een derde (bijv. niet bouwen) als „trustachtig” zou worden aangemerkt. Dat laatste neemt niet weg dat de afspraak te handelen „voor rekening van” beperkingen kan bevatten m.b.t. het doorschakelen van opbrengsten en kosten. In afspraak met de Nederlandse prae-adviseur worden hierna behandeld: certificering, beleggingsfondsen, kwaliteitsrekening en giraal effectenverkeer. Buiten de vergelijking met Nederland wordt ook gewezen op de wettelijke regeling van aan het publiek aangeboden diensten van vermogensbeheer en op effectisering van schuldvoordringen.

3. CERTIFICERING

3.1. Certificering van „buitenlandse aandelen op naam”

5. Certificering van aandelen werd in de vijftiger jaren geïntroduceerd om belegging in buitenlandse, met name Amerikaanse, aandelen te vergemakkelijken.

Waar aandelen op naam luiden en waar de waarde van het aandeel niet overeenstemt met de door de belegger gewenste „eenheids”waarde, wordt een vertrouwenspersoon tussengeschiedeld op wiens naam de aandelen worden ingeschreven en die vervolgens certificaten aan toonder uitgeeft „ter vertegenwoordiging van” aandelen. De certificaathouder heeft recht op de opbrengst van de

(13) Zie: ELLAND-GOLDSMITH, M., *l.c.*; vgl. GRIMALDI, M., *l.c.*, 965.

aandelen, kan (desgevallend) instructies geven m.b.t. het stemrecht en kan, tegen inruiling van het certificaat, van de vertrouwenspersoon eisen dat de aandelen op zijn naam worden overgeschreven. Deze operatie werd later als „fiduciair” aangemerkt(14).

VAN RIJN en HEENEN(15) vergelijken de verhouding tussen de emittent en de houders van de certificaten met een commissie-overeenkomst weze het dat zij het bestaan van een overeenkomst zelf afwijzen op grond van hun algemene theorie dat het uitgeven van order- en toonderpapieren verbintenissen door eenzijdige wilsuiting doet ontstaan. Naar recht, zo vervolgen zij, zijn de certificaaathouders ontegensprekelijk eigenaren van de aandelen nu de emittent slechts naamlener is. Maar dan blijft het moeilijke punt van het niet geïndividualiseerd zijn van de aandelen die door ieder certificaat worden vertegenwoordigd (en het ontbreken van regeling m.b.t. gemeenschappelijke eigendom). En voorts is de externe werking ook nog onzeker omdat de vraag wie aandeelhouder is wordt beheerst door de wet die de vennootschap beheerst. Schrijft deze wet voor dat eigendom van aandeel blijkt uit registerinschrijving dan geldt zulks, naar Belgisch IPR, niet alleen ten voordele van de vennootschap maar ook van alle derden.

FORIERS(16) houdt het op eigendom van de emittent. De certificaaathouders hebben slechts vorderingsrechten t.o.v. de emittent; deze laatste is eigenaar voor rekening van de certificaaathouders.

Men mag aannemen dat deze laatste stelling de juiste is, niet zozeer omdat een eigendomsrecht vanwege de certificaathouder geen externe werking zou *kunnen* hebben, maar omdat het de *draagwijdte* van de overeenkomst is de emittent van de certificaten als juridische eigenaar te laten optreden.

De certificaathouder moet daarvan de gevolgen dragen. Het risico dat derde-schuldeisers op de „economische” eigendom van de certificaaathouders aanspraak zouden maken, wordt beperkt door het feit dat de emitterende vennootschap geen ander doel heeft dan deze fiduciaire activiteit(17).

(14) Art. 3 van het K.B. van 22 april 1958 betreffende de erkenning van en de wijze van controle op vennootschappen voor beheer van Belgische gemeenschappelijke beleggingsfondsen, zie: *Jaarverslag Bankcommissie*, 1957-1958, 111.

(15) *Principes*, III, 1981, 138-140.

(16) FORIERS, P.A., „La fiducie en droit belge”, in: *Les opérations fiduciaires*, o.c., 270.

(17) Ten tijde van het introduceren van deze certificaten had zulke doelbeperking externe werking. Thans zullen bijzondere publiciteitsmaatregelen moeten verhinderen dat derden te goeder trouw zouden aannemen dat de vennootschap ook andere activiteiten mag ontplooiën.

3.2. Certificering door administratiekantoren

6. Certificering van aandelen kan ook de gebeuren om de zeggenschap al dan niet blijvend te scheiden van patrimoniële waarde van de aandelen en deze zeggenschap te bundelen.

In die zin kan men de Nederlandse constructie van het administratiekantoor, dat aandelen certificeert, gebruiken door „langs Nederland” te gaan of door een vergelijkbare constructie op te zetten in België.

Al van in de late jaren zestig is de vraag gesteld of de omweg langs Nederland zou stuiten op Belgische regelen van (internationaal privaatrechtelijke) openbare orde of van dwingend recht(18). Later is deze weg bewandeld; de Belgische fiscale administratie heeft nu aanvaard dat de fiduciaire overdracht van aandelen aan het administratiekantoor en de uitkering van dividenden „geruisloos” gebeurt(19). Aan te nemen valt dat men de weg langs Nederland heeft genomen omwille van de vaste vorm die de certificeringsfiguur daar had en om de zaken, op die wijze, ook met meer sérieux dan een Belgische (fiscale) „engineering”, aan de Belgische fiscale administratie voor te stellen.

Toen de omweg langs Nederland, althans wat dit betreft, begaanbaar werd, is door de vorige staatssecretaris van Financiën opdracht gegeven om een Belgische wet op het administratiekantoor op te stellen(20). Deze wet zou alleen fiscale bepalingen bevatten. Maar „op z’n Belgisch” zou in de Memorie van toelichting gewoon worden verwezen naar de „onderliggende burgerrechtelijke technieken”, waarvan het bestaan en de aanvaarding daarom vanzelfsprekend

(18) VAN GERVEN, W., „Juridische technieken tot vrijwaring van het familiaal karakter der onderneming naar Belgisch recht (I)”, *T.V.V.S.*, 1969, 73-74; zie ook, meer algemeen: VAN GERVEN, W., *Ondernemingsrecht*, Antwerpen, Standaard, 1975, 558 e.v.

(19) ONKELINX, I., „Certificering van aandelen van een Belgische vennootschap via een Stichting-Administratiekantoor”, *A.F.T.*, 1992, 167. Het gaat om een recente beslissing van de administratie, van 27 februari 1992; eerdere beslissingen, van 1982 en 1983 hadden aanleiding gegeven tot controverse; zie: ECKER, M. en HAELTERMAN, A., „Het Nederlands administratiekantoor”, *T.F.R.*, 1988, 117; PEETERS, B., „Het Nederlandse stichting-administratiekantoor. Een stichtend voorbeeld?”, *A.F.T.*, 1988, 165; DE BROE, L., „Fiscale aspecten van het certificeren van Belgische aandelen middels een Nederlandse Stichting-administratiekantoor”, *T.R.V.*, 1991, 115.

(20) Een bespreking van het voorontwerp vindt men bij HAELTERMAN, A., „Het Belgisch Administratiekantoor”, *A.F.T.*, 1991, 120.

zouden zijn(21). Het voorontwerp van wet werd voorgesteld als middel om de Belgische KMO's (ook) toe te laten het familiale karakter van het bedrijf te organiseren.

Door het Verbond van Belgische Ondernemingen was, te zelfder tijd, aan het Leuvense Jan Ronse Instituut opdracht gegeven een „familiale” opvolging-constructie te maken die reeds binnen de bestaande wetgeving mogelijk zou zijn en een alternatief zou bieden voor de stichting. Die constructie bestaat uit een „werkvennootschap”-N.V. waarvan de aandelen worden „geparkeerd” in een holding onder de vorm van een commanditaire vennootschap op aandelen; de onafzetbare zaakvoerder van de commanditaire is een B.V.B.A.; in de B.V.B.A. kunnen dan weer regelingen worden getroffen m.b.t. aandelen en bestuur; dit laatste bestuur oefent de stemrechten uit in de werkvennootschap(22).

Deze laatste constructie biedt het voordeel dat ze door de holding-structuur meer aansluit bij de „Belgische” traditie, maar ze is stroever dan de louter contractuele regeling van certificering en op het fiscale vlak was ze (onder het toen geldende meerwaardenregime) duurder. Het voorontwerp van de staatssecretaris riep dan, op zijn beurt, o.m. het bezwaar op dat certificering uitsluitend door een vereniging zonder winst oogmerk zou dienen te gebeuren: een zoveelste oneigenlijk gebruik van de V.Z.W.-figuur.

7. Omtrent de vraag van de geldigheid van certificering van aandelen van Belgische vennootschappen via een Nederlands administratie-

(21) Zie Haelterman, *o.c.*, 124 die spreekt van een *self-fulfilling prophecy*. Uit het overzicht van Haelterman, p. 126, blijkt voorts dat men regelen die ook civielrechtelijke betekenis hebben, zou opnemen in een uitvoeringsbesluit (bijv. dat aandelen op naam slechts zouden mogen gecertificeerd worden tegen certificaten op naam). Dat kunst- en vliegwerk was vanzelfsprekend te wijten aan het feit dat civielrechtelijke regelen de medewerking van de minister van Justitie vereisen.

(22) Haelterman, *o.c.*, bespreekt deze constructie. Het V.B.O. gaf daarover een korte studiedag-documentatie uit; zie ook het dagblad De Standaard van 17 jan. 1991, Econ. en Financiën. Ook vroeger was als variant op de Duitse GmbH & Co K.G. gewezen op het nut van de commanditaire (meteen als werkvennootschap), zie: Swennen, H., „Concentratie van zeggenschap in het beleid van de onderneming”, *Beleid (Maandblad van het Vlaams Economisch Verbond)*, 1973, nr. 5, p. 12-13.

kantoor bestaat eigenlijk geen twijfel meer, al wordt soms, in het algemeen, gewaarschuwd voor wetsontduiking(23).

Terecht is dan daarbij de conclusie getrokken dat voor certificering niet de omweg naar Nederland hoeft te worden gemaakt(24); het is niet omdat fiduciaire eigendom „nagenoeg onbekend” is in België(25) dat certificering alhier ongeldig zou zijn.

Bezwaren die tegen de certificering van aandelen werden ingebracht, hielden verband met de thans afgeschafte stemrechtbeperking (oud art. 76 Venn.-W.), met het verbod om zich als eigenaar van aandelen (...) voor te doen en zo deel te nemen aan de stemming in de algemene vergadering (art. 200 Venn.-W.) en met de regeling van stemrechtovereenkomsten (zie thans art. 74ter Venn.-W.). Omdat deze regelen verband houden met de uitoefening van het stemrecht gelden ze t.a.v. „Belgische” vennootschappen(26), zodat de daarop gesteunde bezwaren zowel Belgische constructies als, naar geldend Belgisch IPR, omweg-constructies m.b.t. Belgische aandelen zouden treffen(27). Deze bezwaren gaan uit van de gedachte dat er met de certificering „eigenlijk wat anders aan de hand is”, met name ontwijking van de genoemde regelen.

En het antwoord erop is al even welles-nietes.

Rechtstreeks kan men niet voorhouden dat het administratiekantoor geen aandeelhouder is; het administratiekantoor *is* eigenaar zodat geen inbreuk op artikel 200 Vennootschapswet voorhanden is.

Zijn in de administratievoorwaarden bepalingen opgenomen m.b.t. de uitoefening van het stemrecht, dan gaat het niet om een aandeelhoudersovereenkomst („*convention entre actionnaires*”) waarvan de duur door de wet wordt beperkt tot vijf jaar (art. 74ter Venn.-W.). Dat het administratiekantoor zich als aandeelhouder t.o.v. de

(23) Bezwaar werd nog, in het algemeen en niet specifiek m.b.t. de Nederlandse weg, geuit door FORIERS, P.A., *o.c.*, 282 e.v.; BOUCKAERT, F., „Nederlandse administratiekantoren en Belgisch internationaal privaatrecht, Standpunt”, *T.R.V.*, 1989, 182, ziet nog bezwaren i.v.m. art. 200 Venn. W.; geen bezwaren zien, reeds eerder VAN GERVEN, *o.c.* (onder voorbehoud van wetsontduiking), GEENS, K., „Beschermingsconstructies: enkele recente evoluties”, en VAN OMMEFLAGHE, P., „Interventie over het gebruik van het Nederlandse administratiekantoor voor de certificering van Belgische aandelen”, in *Openbaar bod en beschermingsconstructies*, GEENS, K. e.a. (ed.), Kalmthout, Biblo, 1990, resp. 111-112 en 215-217; zie ook 229-231 (verslag Panelgesprek).

(24) GEENS, *l.c.*

(25) Zie BOUCKAERT's argumentatie, *o.c.*, 184 en de conclusie op p. 185.

(26) VAN HECKE, G. en LENAERTS, K., *Internationaal Privaatrecht*, 2de dr., Brussel, Story-Scientia, 1989, nrs. 734 en 737 (genuanceerd).

(27) Zie ook BOUCKAERT, *o.c.*, 183.

certificaathouder verbindt om het stemrecht in het belang van de vennootschap uit te oefenen, kan op weinig bezwaar stuiten vanuit het vennootschapsrecht.

8. Het ene en het andere, de ontwijking en de geldigheid, leidt vanzelf tot de juiste vraagstelling. Die gaat niet over de geldigheid van certificering maar over de wenselijkheid om deze techniek open te stellen voor constructies m.b.t. aandelen.

Als middel om zeggenschapsrechten te bundelen staat certificering naast aandeelhoudersovereenkomsten („syndicataire” afspraken) en holding-constructies.

Van aandeelhoudersovereenkomsten is de uitvoering, m.n. de gedwongen uitvoering, minstens in feite, onzeker(28); en — het mag een boutade zijn — in de Latijnse traditie wordt de niet-naleving van een overeenkomst wel vaker gezien als een wijze van uitvoering van de overeenkomst. In de holding-constructies gaat het om vennootschappen-bouw, en daaronder ligt de bom van de gerechtelijke ontbinding wegens blijvende onenigheid (art. 102, tweede lid Venn.-W.).

Certificering kan heel sluitend worden gemaakt. En dan is er de vraag van de werking daarvan. „Wel kunnen, maar niet mogen”, zoals fiduciaire eigendom ook wordt omschreven(29), is een regel die niet zo direct tot de (genoemde) Latijnse verbeelding spreekt.

Voor zover het gaat om constructies in „besloten” vennootschappen, geldt MAEIJER’s uitspraak: je was er toch bij toen het gebeurde(30).

Gaat het om open vennootschappen, dan rijst de vraag of het wenselijk is kapitaalverschaffing en zeggenschap op verregaande wijze te scheiden. De Nederlandse ervaring, met wettelijk ingrijpen t.b.v. certificaathouders en met regelen i.v.m. toelating tot de beurs-handel, leert in ieder geval dat de vraag moet worden gesteld.

Inmiddels zal men minstens moeten aanvaarden dat certificering van

(28) Vgl. NELISSEN-GRADE, J.-M., „Goedkeurings- en voorkoopclausules in de Naamloze Vennootschap. Overeenkomsten betreffende de uitoefening van het stemrecht”, in *N.V. en B.V.B.A. na de Wet van 18 juli 1991*, o.c., Kalmthout, Biblo, 1992, p. 77-78.

(29) WITZ, Cl., o.c., 4.

(30) MAEIJER, J.M.M., in: *Openbaar bod en beschermingsconstructies*, o.c., 229; letterlijk zei MAEIJER, volgens het verslag, „Je doet het toch zelf. Als je certificeert ben je er toch zelf bij.”

Belgische aandelen buitenlands en t.b.v. het buitenland gebeurt waar zulks tot de traditie behoort(31).

3.3. Vastgoedcertificaten

9. Sinds het midden van de zestiger jaren werden in België vastgoedcertificaten uitgegeven(32). Aanvankelijk ging het om de (her)financiering van één onroerend goed per emissie; dat onroerend goed was aan de gebruiker in leasing (erfpacht) gegeven, zodat de opbrengst quasi-zeker was. Later werden per emissie meerdere onroerende goederen geherfinancierd of één project dat dan verder was onderverdeeld; toen werd ook de formule van handelshuur gebruikt t.b.v. de terbeschikkingstelling aan de gebruiker; dat leverde meer risico's op m.b.t. de geldstromen.

Twee formules werden daarvoor gebruikt. In een eerste formule werd het onroerend goed (met andere onroerende goederen) geparkeerd in een vastgoedvennootschap terwijl een andere vennootschap, uitsluitend opgericht voor dit soort van verrichtingen, certificaten uitgaf en per emissie, en dus: per project, een handelsvereniging bij wijze van deelneming (zonder rechtspersoonlijkheid) oprichtte samen met de eerstgenoemde vennootschap. De opbrengst van de emissie werd krachtens de verenigingsovereenkomst doorgestort aan de vastgoedvennootschap terwijl deze laatste, op haar beurt, alle opbrengsten (...) van het onroerend goed doorstortte aan de emittent(33).

In een tweede formule werd per project een vastgoedvennootschap opgericht die zowel eigenaar werd van het onroerend goed als emittent van de certificaten. In deze formule werd daarnaast een beheerder van „de operatie” (en van het onroerend goed) aangesteld(34). De initiatiefnemers hebben er nooit twijfel over laten bestaan dat de

(31) Zie bijv. de melding aan de N.V. Generale Bank dat de Stichting Administratiekantoor van aandelen N.V. Generale Bank, te Amsterdam, 5,1% van de aandelen Generale bank houdt „met het leeuwedeel van de certificaten ter belichaming van de aandelen van de AMRO N.V.”, *Jaarverslag van de Generale Bank 1991*, 47 en 105.

(32) Zie hierover: SWENNEN, H., „Vastgoedcertificaten”, in *De nieuwe beurswetgeving*, CORNELIS, L., e.a. (ed.), Kalmthout, Biblo, 1991, 387, met verw. en SWENNEN, H., „Roerendmaking van onroerend goed en effectisering”, in: *Het zakenrecht: absoluut niet een rustig bezit*, Antwerpen, Kluwer, 1992, 109 e.v.; MICHAUX, B., „Le financement d'immeubles professionnels par leasing et émission de titres fonciers”, *Ann. Dr.*, 1975, 295; VAN GERVEN, W., „Van croupiers in de zin van art. 1861 B.W. en trustees”, in: *Recht in Beweging*, Antwerpen, 1973, 1159.

(33) *Jaarverslag Bankcommissie*, 1965, 111.

(34) *Jaarverslag Bankcommissie*, 1969-1970, 165. Voor een kort overzicht van de formules van de nu onder het publiek verspreide vastgoedcertificaten, zie: *Memento der effecten*, Brussel, Dafsa, jaarlijkse uitg.

certificaathouders „slechts” vorderingsrechten hebben t.o.v. de emittent. De „fiduciaire aard” van de verrichting is evenwel steeds onderstreept(35). Daarom werd ervoor gezorgd dat de eigenaar alleen maar eigenaar zou zijn zodat de certificaathouders werden beschermt tegen samenloop met andere schuldeisers; de afzonderlijke opdracht van beheer, in de tweede formule, laat voorts toe om van beheersfouten geen andere weerslag te laten hebben op de opbrengst van het onroerend goed dan de onmogelijkheid van de beheerder om schade te vergoeden. Splitting van eigenaarschap en beheer, of van eigenaarschap en emissie, is overigens toepassing van het „vier ogen principe” dat ondoordacht of misbruik makend optreden moest voorkomen.

Toen in de latere emissies beleggingen werden voorgesteld die een hoger risico meebrachten m.b.t. de mogelijkheid van verhuur, heeft de Bankcommissie gevraagd dat een quasi-vennootschappelijke constructie zou worden opgezet omdat de certificaathouders zich „economisch gezien” in een „toestand van vennoten bevonden”. In die constructie is er een „algemene vergadering” van certificaathouders die informatie krijgt en die (uiterst) belangrijke beslissingen treft (bijv. vervanging van de beheerder, verkoop van het onroerend goed); de regeling blijft echter contractueel(36).

De geschetste beschrijving geldt m.b.t. aan het beleggerspubliek aangeboden certificaten. Over de formule bij „onderhandse” plaatsing van vastgoedcertificaten is weinig bekend.

10. Bij de opstelling van het „Beurswetboek”, de Wet van 4 december 1990(37), is een regeling m.b.t. de openbaar uitgegeven vastgoedcertificaten ondergebracht in Boek III, Instellingen voor Collectieve Belegging.

Aan de gebruikelijke juridische formule heeft de wetgever, ook voor de toekomst, niet willen raken.

„Onder vastgoedcertificaten” wordt, luidens art. 106, „verstaan de rechten van vordering op de inkomsten, op de opbrengsten en op de realisatiewaarde van één of meer bij de uitgifte bepaalde onroerende

(35) *Jaarverslag Bankcommissie, l.c.* en 1977-1978, 124.

(36) *Jaarverslag Bankcommissie*, 1978-1979, 124 en 126; TYTECA, J., „Vastgoedcertificaten. Bevoegdheid van de algemene vergadering van certificaathouders”, *T.R.V.*, 1990, 136.

(37) *B.S.*, 22 december 1990.

goederen”(38); die vordering heeft de certificaathouder op de emit-tent-beleggingsinstelling.

Daarnaast kent de wet, in de algemene regeling van beleggingsinstellingen: beleggingsfondsen, „geregeld bij overeenkomst” en beleggingsvennootschappen (art. 108).

Beleggingsfondsen met een vast aantal rechten van deelneming (niet royeerbare stukken) kunnen beleggen in vastgoed (art. 122 en 116, 1ste).

Mede voor deze fondsen geldt de algemene omschrijving van de wet: „onder beleggingsfonds wordt verstaan het onverdeeld vermogen dat een beheersvennootschap beheert voor rekening van de deelnemers” (...) (art. 111, § 1); onder deelnemers wordt verstaan „de eigenaars van het onverdeeld vermogen van een beleggingsfonds voor rekening van wie het fonds wordt beheerd” (art. 107); voorts bepaalt het beheersreglement van het fonds „de respectieve rechten en plichten van de beheersvennootschap, de bewaarder en de deelnemers”.

Terwijl dus enerzijds m.b.t. vastgoedcertificaten de formule van fiduciaire eigendom en „vorderingsrechten” wordt behouden, is er anderzijds een „onverdeeld vermogen” dat een vastgoedbeleggingsfonds is. Over dat laatste wordt hierna gehandeld.

4. BELEGGINGSFONDSEN

11. Toen de eerste „aandelen” van gemeenschappelijke beleggingsfondsen, eigenlijk: beleggingsvennootschappen, in België aan het publiek werden aangeboden, werd voor de zich ontwikkelende vorm van collectieve belegging „gezocht” naar een formule die op het civielrechtelijke vlak houdbaar was en — belangrijk — fiscaal transparant. Van de wetgever werd een vaste regeling gevraagd. Daartoe werd een commissie opgericht die m.b.t. de fondsen een voorstel zou doen(39). De commissie raakte er kennelijk niet uit en, voor zover bekend, is een verslag van haar werkzaamheden niet openbaar gemaakt. Toen werd een tijdelijke wet voorgesteld waarbij alvast een „administratief” toezicht in het belang van de beleggers zou worden ingesteld op de fondsen — niet de vennootschappen — die bewijzen

(38) Voorts kan de Koning met onroerend goed t.b.v. deze bepaling gelijkstellen (art. 106, derde lid): individueel geregistreerde luchtvaartuigen, schepen en spoorrijtuigen die uitsluitend zijn bestemd voor beroepsdoeleinden.

(39) *Jaarverslag Bankcommissie, 1954-1955*, 90.

aanboden aan het publiek(40). Deze wet, van 27 maart 1957, zou op 31 december 1961 buiten werking treden (art. 14 W. 27 maart 1957). Maar eind 1961 werd een wetsontwerp ingediend om de „tijdelijkheid” van de wet van 1957 op te heffen. De Memorie van Toelichting noemt de volgende reden: „Naar het eenparig advies van de specialisten terzake, is het thans niet mogelijk of wenselijk bij gebrek aan rechtsleer en rechtspraak, en mede bij gebrek aan voldoende tijdsverloop, een bedrijvigheid die nog in volle ontwikkeling is en die daarenboven een bijzonder aspect uitmaakt van de uitbreiding der verschillende vormen van beheer van fortuin voor andermans rekening, te voorzien van een definitief, en onvermijdelijk strak, wettelijk statuut”(41). Als gevolg daarvan ontbrak ook een „serieus” advies van de Raad van State.

Deze — uitvoerige — citering mag eraan herinneren dat de wetgever, door het instellen van het toezicht, geen standpunt koos i.v.m. het civielrechtelijk statuut van de fondsen. Artikel 1 van de Wet van 27 maart 1957 bepaalt dat voor de toepassing van deze wet worden aangemerkt als gemeenschappelijke beleggingsfondsen „*de onverdeelde hoeveelheden roerende waarden beheerd of geadministreerd in om het even welke vorm voor rekening van de gemeenschappelijke eigenaars (...)*” (curs. H.S.).

Dat is natuurlijk bedenkelijke wetgevingstechniek. Zou het immers volstaan om contractueel te bepalen dat er absoluut geen vorm van onverdeeldheid is om op deze manier aan het toezicht te ontkomen? VAN GERVEN(42), en VAN RIJN en HEENEN(43) hielden het erop dat de wetgever de onverdeelde eigendom van de beleggers zou hebben geconsacreerd, althans in de verhouding tussen beleggers enerzijds en beheerder en bewaarder anderzijds(44). Zo’n zienswijze vond in ieder geval steun in de reglementen van de Bankcommissie, bij K.B. goedgekeurd, waarin bij herhaling wordt gesproken over eigenaren in het onverdeelde(45).

(40) *Jaarverslag Bankcommissie*, 1955-1956, 101; *Gedr. St.*, Senaat, 1955-1956, 162.

(41) *Gedr. St.*, Senaat, 1961-1962, 27, 1; Wét van 18 december 1961, *B.S.*, 4 januari 1962.

(42) „La forme juridique d’un „investment trust” en Belgique, en France et aux Pays-Bas”, *Rev. Int. Dr. Comp.*, 1960, 540 e.v.

(43) *Principes*, III, 135 e.v.

(44) Zie voorts: CORNELIS, L. en PEETERS, J., „De gemeenschappelijke beleggingsfondsen en -vennootschappen”, in: *De nieuwe beurswetgeving*, o.c., 295.

(45) *Jaarverslag Bankcommissie*, 1957-1958, 107 e.v.

12. Thans zijn de beleggingsfondsen geregeld in het Beurswetboek (W. 4 dec. 1990), mede ter uitvoering van Richtlijn 85/611 van de Raad van 20 december 1983 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten(46).

In de Richtlijn worden als beleggingsinstellingen genoemd, de instellingen die „rechtens geregeld zijn bij overeenkomst (beleggingsfondsen beheerd door een beheersmaatschappij), als trust (unit trust) dan wel bij statuten (beleggingsmaatschappij)” (art. 3). Alle beleggingsinstellingen, ook de beleggingsmaatschappijen, moeten *hunc* activa „in bewaring geven” bij een bewaarder (artt. 7 en 14).

Over de civielrechtelijke draagwijdte van de overeenkomst die het beleggingsfonds regelt, handelt de richtlijn niet; integendeel, in het schema (A) van het verplichte prospectus is voorzien dat in dit prospectus moet worden opgegeven wat „de aard en de voornaamste kenmerken ‘zijn’ van de rechten van deelneming”, en wat in het bijzonder de aard betreft, of het gaat om een zakelijk recht, een schuldvordering *e.d.* (nr. 1.10, aanhef en eerste streepje schema A).

In de Belgische wet is, overigens mede op suggestie van de Raad van State, het eerste hoofdstuk over Belgische beleggingsinstellingen betiteld: „Privaatrechtelijk Statuut”(47).

Het lijdt daarom geen twijfel dat de wetgever heeft bedoeld het privaatrechtelijk statuut te regelen, maar wat die regeling dan is, is niet duidelijk(48).

Zoals reeds vermeld, bepaalt de wet dat „onder beleggingsfonds wordt verstaan het onverdeeld vermogen dat een beheersvennootschap beheert voor rekening van de deelnemers” (art. 111, § 1). En onder „deelnemers” verstaat de wet „de eigenaars van het onverdeeld vermogen van een beleggingsfonds voor rekening van wie het fonds wordt beheerd”.

Maar in de Memorie van Toelichting leest men m.b.t. deze laatste bepaling dat de definitie van het Besluit van de Bankcommissie m.b.t. de fondsen van de Wet van 1957 „niet werd overgenomen omdat zij voor het fonds verwijst naar het statuut van de onverdeeldheid”(49). Die definitie van het besluit luidde als volgt: „deelnemers:

(46) *PB* L 375 van 31 december 1985.

(47) In het voorontwerp luidde het „Burgerrechtelijk statuut”, zie *Gedr. St.*, Kamer, 1156/1-89/90, 217 en 260.

(48) Vgl. CORNELIS en PEETERS, *o.c.*, 321-322.

(49) *Gedr. St.*, Kamer, 1156/1-89/90, 55.

de onverdeelde eigenaars van het fonds voor wier rekening dit laatste wordt beheerd of bestuurd”(50). Wijzer wordt men daarvan niet. Ter uitvoering van de Wet van 4 december 1990(51) is voor alle fondsen, ook voor de Belgische, onverkort schema A van de Richtlijn overgenomen (art. 23, § 2 en bijlage, schema A, nr. 1.10, aanhef en eerste streepje) zodat het prospectus moet vermelden wat de aard is van de rechten van de deelnemers: „zakelijk recht, schuldvordering e.d.”. Groot belang hoeft men daaraan echter niet te hechten, gelet op de verplichting de richtlijn uit te voeren.

Wat in ieder geval vast staat is dat het beleggingsfonds geen rechtspersoonlijkheid heeft; de wettelijke regelen die aan „het beleggingsfonds” zijn opgelegd, moeten worden „nageleefd” door de beheersvennootschap (art. 111, § 2, tweede lid W. 4 dec. 1990). En voorts staat vast dat, met inachtneming van de wet, „de respectieve rechten en plichten van de beheersvennootschap, de bewaarder en de deelnemers” worden geregeld bij overeenkomst. Voor zover het gaat om beleggingsinstellingen die beleggen in liquide middelen en effecten (en meer in het algemeen: voor zover zulke beleggingen worden aangehouden) zal de bewaarder optreden als bewaarder volgens de gebruikelijke regelen van bewaargeving van contanten en de open bewaargeving van effecten(52); deze formule is vereist als voorwaarde voor de aanvaarding van de keuze van de bewaarder door de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (art. 11, 1ste K.B. 4 maart 1991, gecit.).

13. De zaken overziend, kan men voorhouden dat de wettelijke regeling een „Hokus pokus” regeling is.

De wettelijke aanduiding dat het fonds een onverdeeld vermogen is en dat de deelnemers de eigenaren zijn daarvan, leidt in de interne verhouding ertoe dat beheerder en bewaarder uitsluitend voor rekening van de „eigenaren” mogen optreden. Individueel eigendomsrecht is er uiteraard niet. Samen optredend, in algemene vergadering met meerderheid beslissend (artt. 113 en 117 W. 4 dec. 1990), hebben deze onverdeelde eigenaren de bevoegdheid de beheersvennootschap te vervangen (en de verdere bevoegdheden die het beheersreglement voorziet).

(50) Art. 1, 2de Besl. Bankcommissie van 18 maart 1986, goedgekeurd bij M.B. van 22 april 1986, *B.S.*, 6 mei 1986.

(51) K.B. van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging, *B.S.*, 9 maart 1991, *err. B.S.*, 27 maart en 20 april 1991.

(52) Zie hierover: VAN RIJN en HEENEN, IV, 1988, 333 e.v., resp. 551 e.v.

Wat handelingen voor rekening van het fonds betreft, en daarmee samenhangend: bescherming tegen samenloop met andere schuldeisers dan degene die op juiste wijze op het fonds aanspraak kunnen maken, is er een combinatie van enerzijds privaatrechtelijke regelen en anderzijds gecontroleerde solidariteit van beheerder en bewaarder.

Wat het laatste betreft, mag worden volstaan met te vermelden dat beheerder en bewaarder dienen te worden erkend en onder overheids-toezicht staan; de beheerder mag bovendien geen andere activiteit hebben dan het fondsenbeheer(53).

„Contracterend” voor rekening van het fonds is de eerste wederpartij van de beheerder steeds de bewaarder(54). De beheerder dient immers aan de bewaarder „opdracht” („ordre”) te geven en de bewaarder dient „de materiële verhandeling van de activa” te verwezenlijken. In het geval het gaat om liquide middelen en effecten zal de bewaarder, volgens de „gebruikelijke regelen”, op eigen naam optreden(55).

Van de hoedanigheid waarin de beheerder de opdracht geeft, is de bewaarder meer dan op de hoogte; hij mag — krachtens de wet — deze opdrachten slechts uitvoeren als ze in overeenstemming zijn met de wet en het beheersreglement en is wat dit betreft aansprakelijk tegenover de deelnemers(56).

De rekeningen die „het fonds” bij de bewaarder heeft, zijn, als ze op naam van de beheerder voor rekening van het fonds staan, onmiskenbaar kwaliteitsrekeningen. De wettelijke regeling van de fondsen brengt mee dat derden bij het „zien” van zulke rekening, horen te weten dat dit vermogen niet „van” de beheerder is.

Met betrekking tot vastgoedfondsen is er nog geen uitvoering van de wet. Dat de deelnemers als onverdeelde eigenaren ook naar buiten uit eigenaar zouden zijn, is uitgesloten. Beheerder of bewaarder zullen als eigenaar staan ingeschreven. M.E. STORME stelt in dit verband voor de ingeschrevene als middelrijke vertegenwoordiger te beschouwen(57) en de „hypothecaire inschrijving op dezelfde wijze

(53) Zie artt. 5-10 Rl. 1985, artt. 120 e.v. W. 4 december 1990.

(54) Zulks geldt althans m.b.t. de fondsen waarvoor er thans een volledig uitgewerkte regeling is.

(55) Zie art. 11, 1ste K.B. 4 maart 1991; m.b.t. effecten volgt men het stelsel van het effectengiroverkeer (zie hierna).

(56) Zie art. 9 Rl 1985 en art. 12 K.B. 4 maart 1991.

(57) STORME, M.E., „Overdracht van roerende goederen, vestiging van pandrecht, eigendomsvoorbehoud”, in: *Het zakenrecht: absoluut niet een rustig bezit*, Antwerpen, Kluwer, 1992, nr. 15.

op te lossen als bij hypothecaire grosse aan order of aan toonder''. Dat laatste biedt veeleer een praktische oplossing: t.o.v. derden is de geëndosseerde of de houder van de grosse rechthebbende; maar je kunt zo'n grosse wel opbergen en een regeling treffen voor „de sleutels”.

5. KWALITEITSREKENING E.D.

14. Nederlands voorbeeld volgend(58), is recent door DIRIX verdedigd dat kwaliteitsrekeningen in het Belgische recht moeten worden erkend(59). Bij zulke rekeningen wordt, bij het openen op naam van de rekeninghouder, aangegeven dat deze laatste optreedt in een bepaalde kwaliteit. Het tegoeed van de rekening dat aldus voor een bepaalde bestemming dient, moet daarom ook buiten het bereik van zijn schuldeisers blijven en, omgekeerd, ten voordele van de schuldeisers van de bestemming strekken(60). De grondslag voor de erkenning van de kwaliteitsrekening kan (middellijke) vertegenwoordiging, (oneigenlijke) bewaarneming, c.q. *fiducia* zijn, aldus nog DIRIX.

Zulke kwaliteitsrekening wordt dan niet alleen erkend als het gaat om een specifieke rekening t.b.v. één bestemming, maar ook om algemene rekeningen, zoals de rekening van een advocaat t.b.v. alle cliënten gezamenlijk; in dat laatste geval vindt bij tekort van saldo pondspondsgewijze verdeling onder de cliënten plaats.

Een wettelijk voorbeeld van zulke rekening vindt men in de Wet op het notarisambt (art. 34, K.B. nr. 213 van 13 dec. 1935); advocaten dienen een zgn. „derden-rekening” te hebben(61), en voorts kent de praktijk de zgn. „escrow account”, met die naam maar slechts „gelijkend” op de angelsaksische „escrow”(62).

15. Afzonderlijk geregeld zijn de rekeningen in het *effectengirostelsysteem*. De aanvankelijke regeling, van het K.B. nr. 62 van 10 novem-

(58) H.R., 3 februari 1984, *N.J.*, 1984, nr. 752, met concl. adv.-gen. FRANX, en noot WKM.

(59) DIRIX, E., „Actuele trends in de zakelijke zekerheidsrechten”, in: *Het zakenrecht: absoluut niet een rustig bezit*, Antwerpen, Kluwer, 1992, p. 10 e.v., nrs. 11-13.

(60) Zie hierover: DIRIX, l.c.; DIRIX, E. en BROECKX, K., *Beslag*, in: *A.P.R.*, Brussel, A.P.R. (Story), 1992, 338-339.

(61) Zie: STEVENS, J., *Regels en gebruiken van de advocatuur te Antwerpen*, Antwerpen, Kluwer-Orde der advocaten, 1990, 485 e.v.

(62) DIERCKX, F., „L'utilisation de l'escrow account' dans les opérations de contre-achat”, *Revue de droit des affaires internationales*, 1985, 821.

ber 1967(63), vormde een koppeling van effectengiroverkeer en „vervangbaarheid” van de daarin opgenomen effecten; die vervangbaarheid werd civielrechtelijk geregeld. Door artikel 103 van de Wet van 4 december 1990 is het stelsel van de vervangbaarheid uitgebreid tot alle effecten die bij een lid van het effectengirosysteem worden gedeponneerd met akkoord i.v.m. de vervangbaarheid (en zonder dat het lid deze effecten moet storten bij de kas van het giroverkeer)(64). Kort geschetst, is het systeem als volgt georganiseerd.

Een publiekrechtelijk organisme, de Interprofessionele Effectendeposito- en Girokas, is opgericht om het effectengiroverkeer te organiseren. Leden van het organisme zijn erkende tussenpersonen in het financiële verkeer (kredietinstellingen, beursvennootschappen). Uitsluitend „voor rekening van deze leden” is het organisme „depositaris” van de effecten die in rekening zijn gestort (art. 2, K.B. nr. 62); met de cliënten van een lid is er geen contractuele verhouding. Derden-beslag op deze rekeningen is niet mogelijk (art. 9). De rekeningen van de leden worden gehouden per soort van effect.

Wie als cliënt van een lid, bijv. van een bankier, effecten deponneert met akkoord van vervangbaarheid van het effect verliest, uiteraard, het voordeel van de individualisering van zijn effecten, en dus van het zakelijk recht waarvoor deze individualisering was vereist. Krachtens de regeling van de vervangbaarheid heeft hij echter, dan weer, een „revindicatierecht” dat hij samen met andere deponenten van effecten van dezelfde soort, en cliënten van hetzelfde lid, uitoefent lastens de rekening die het lid voor deze soort van effecten houdt bij het organisme (art. 10). Hetzelfde revindicatierecht komt toe aan degene voor wiens rekening door een ander, op eigen naam handelend, effecten zijn gedeponneerd onder het stelsel van vervangbaarheid (art. 10, tweede lid).

Naar recht kan men zulks slechts als een regeling „ad hoc” zien(65).

16. Een vergelijkbare regeling vindt men voor de „gedematerialiseerde effecten” van de overheidsschuld en de „gedematerialiseer-

(63) B.S., 14 november 1967; zie verder K.B. van 1 april 1968 tot erkenning van de Interprofessionele Effectendeposito- en Girokas en tot goedkeuring van haar statuten, B.S., 24 april 1968, en het M.B. van 4 april 1969 houdende goedkeuring van het reglement (van de Kas), B.S., 16 april 1969, zoals gew. Zie VAN GERVEN, W. en WYMEERSCH, E., *Wetboek Financieel Recht*, Brussel, Story, losbl. Zie hierover: VAN RIJN en HEENEN, *Principes*, III, 1981, 145 e.v.

(64) Nieuw art. 13 K.B. nr. 62 van 10 november 1967. Vroeger gold deze regeling alleen voor effecten die niet in het giroverkeer werden aanvaard.

(65) VAN RIJN en HEENEN, *o.c.*, 149.

de'' depositobewijzen (uitgegeven door kredietinstellingen) en thesauriebewijzen (uitgegeven door andere ondernemingen). De regeling vindt men in de Wet van 2 januari 1991 betreffende de markt van de effecten van de overheidsschuld (...) en in de Wet van 22 juli 1991 betreffende de thesauriebewijzen en de depositobewijzen⁽⁶⁶⁾. Gedematerialiseerde „effecten” („die een schuldvordering belichamen”) worden uitsluitend in rekening geboekt; ze worden verhandeld door overschrijving naar een andere rekening.

Voor zulke effecten is een clearingstelsel georganiseerd bij de Nationale Bank van België. De schuldenaar van de vordering die in het effect is „belichaamd”, betaalt bevrijdend aan de NBB en die betaalt, ook bevrijdend, aan de deelnemers van het clearingstelsel. Instellingen die aan het clearingstelsel deelnemen (d.i. rekening bijhouden waarop gedematerialiseerde effecten worden geboekt), moeten zijn erkend. Zij houden die rekeningen bij het clearingstelsel op eigen naam. In hun eigen rekeningen t.o.v. hun cliënten boeken ze de effecten waarop door beleggers is ingeschreven per categorie van effecten op naam van de „eigenaar”.

Instellingen die niet zelf deelnemen aan het clearingstelsel handelen op dezelfde wijze t.o.v. cliënten en houden dan een rekening aan (op eigen naam, maar te splitsen in „voor eigen rekening” en voor „rekening van derden”) bij een instelling die wel deelneemt.

„Terugvordering” van het bedrag aan gedematerialiseerde effecten dat door een instelling die rekeningen bijhoudt, is verschuldigd, geschiedt ten laste van het totale bedrag aan effecten van dezelfde categorie dat op naam van de instelling die effecten bijhoudt bij andere gelijksoortige instellingen en bij het effectenclearingstelsel is ingeschreven. Is het totale bedrag van die effecten onvoldoende voor de integrale teruggave van de verschuldigde gedematerialiseerde effecten dan wordt het bedrag onder de „eigenaars” verdeeld in verhouding tot hun rechten, zonder rekening te houden met de onderverdeling van de rekeningen (van dezelfde soort effecten) volgens categorieën van rechthebbenden. Is de instelling die de rekening

(66) Resp. B.S., 25 januari 1991 en 21 september 1991; zie voorts: SWENNEN, H., „Roerendmaking van onroerend goed en effectisering”, in: *Het zakenrecht: absoluut geen rustig bezit*, Antwerpen, Kluwer, 1992, 116 e.v. Depositobewijzen en thesauriebewijzen werden geregeld naar Frans voorbeeld. Inmiddels is de Franse wetgeving gewijzigd en kent zij nog slechts één enkele regeling voor „titels van overdraagbare schuldvordering” (titres de créances négociables): L. 26 juli 1991, *J.C.P.*, 1991, III, 65206 en *D.*, nr. 92-137 van 13 februari 1992, *J.C.P.*, 1992, III, 65379; Zie: CAUSSE, H., „Prêts de titres et titres de créances négociables après la loi du 26 juillet 1991”, *J.C.P.*, ed. E., 1992, 125 en PELTIER, F., „Les innovations apportées au régime des titres de créances négociables”, *Banque*, 1992, 354.

houdt, waarvan aldus de verdeling gebeurt, zelf eigenaar van effecten dan krijgt zij slechts wat overblijft(67) na de genoemde verdeling.

6. EFFECTISERING VAN SCHULDVORDERINGEN

17. In het kader van de herfinanciering van kredieten is een techniek ingeburgerd waarbij het krediet wordt toegestaan door de kredietgever maar vervolgens, in de regel: in een pool van kredieten, wordt „doorgegeven” aan beleggers. Daartoe wordt een aparte entiteit opgericht: een „trust”, een beleggingsfonds, een vennootschap, kortom: een „special purpose vehicle” (SPV). Het SPV heeft als actief de kredieten. Aan de passiefzijde staan effecten, schuldvorderingen t.o.v. het SPV, die van dezelfde soort kunnen zijn maar in de regel worden verschillende categorieën uitgegeven, overeenkomend met de verschillende soorten van risico's die — op hun beurt — gemeenschappelijk zijn voor de pool van de kredieten.

De „dienst” van het krediet blijft verzorgd door de instelling die het krediet toestond. Voor het beheer van de vorderingsrechten wordt tussen de kredietinstelling en het SPV een „beheerder” ingeschakeld. Die „bewaakt” wat de kredietinstelling doet enerzijds en zorgt anderzijds voor de goede uitoefening van de vorderingsrechten zodat fouten wat dit betreft niet rechtstreeks op het SPV weerslag hebben maar vanwege het SPV tot een schadeclaim leiden t.o.v. de beheerder(68).

In navolging van de Franse wetgever(69), wil de Belgische wetgever hiervoor een pasklare wettelijke oplossing geven, ten minste voor de gevallen waarin de effecten van het SPV worden verspreid onder het publiek.

Daartoe is het Beurswetboek gewijzigd(70). In het boek over instellingen voor collectieve belegging wordt een regeling toegevoegd voor „instellingen voor belegging in schuldvorderingen”. Die instellingen

(67) Art. 8 W. 2 januari 1991, mede van toepassing op depositobewijzen en thesauriebewijzen.

(68) Zie: DEMUYNCK, K., „La titrisation et son application sur le marché belge”, *De Spaarbanken*, 1991, nr. 1, 31 en verw.; zie ook de verschillende uiteenzettingen voor de studiedag over Effectisering, *De Spaarbanken*, 1991, nr. 4 (bijz. nummer).

(69) L. nr. 88-1201 van 23 december 1988, *Sem. Jur.*, 1989, III, 62262; Decr. 89-158 van 9 maart 1989, *Rec. Dall.*, 1989, L., 136.

(70) Wet tot wijziging wat de instellingen voor belegging in schuldvorderingen betreft, van de wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële machten, *B.S.*, 9 september 1992; Zie verder: SWENNEN, H., „Roerendmaking van onroerend goed en effectisering”, *o.c.*, 125 e.v.

kunnen worden georganiseerd als beleggingsfonds en als beleggingsvennootschap. In beide gevallen, ook als het gaat om een beleggingsvennootschap, moet er een beheerder zijn die, in het laatste geval, „raad geeft”.

Deze instellingen mogen beleggen, in schuldvorderingen die in het bezit zijn van derden en die aan de beleggingsinstelling zijn overgedragen op grond van een overeenkomst waarvan de voorwaarden en modaliteiten worden bepaald door de Koning (nieuw art. 122, § 1bis BeursW.).

Of in deze voorwaarden en modaliteiten een trustachtige figuur te voorschijn zal komen, zoals thans in de praktijk wel gebruikelijk, valt af te wachten.

18. Eerst moet echter een betere civielrechtelijke regeling worden getroffen voor de overdracht van schuldvordering. Daartoe is (was) een ontwerp van wet ingediend(71).

Met betrekking tot bepaalde categorieën schuldvorderingen wordt voorts al een regeling getroffen voor overdracht aan de in te richten beleggingsinstellingen. Zo is in de Wet van 12 juni 1991(72) op het consumentenkrediet voorzien dat de overeenkomst, of de schuldvordering uit de overeenkomst, slechts kan worden overgedragen of, na indeplaatsstelling, slechts kan worden verworven door bepaalde personen; instellingen voor collectieve belegging behoren daartoe (art. 25).

In de nieuwe wet op het hypothecaire krediet(73) is de overdracht geregeld van een portefeuille van hypothecaire (...) schuldvorderingen in het raam van een verrichting die aanleiding geeft tot de uitgifte van verhandelbare effecten. De externe werking van de overdracht wordt dan vergemakkelijkt. Maar de wet bepaalt uitdrukkelijk dat de overdragende schuldeiser als enige het recht heeft om in naam en voor rekening van de overnemer het hypotheekrecht (...) uit te oefenen. De overnemer of een door hem aangewezen derde verkrijgen dit recht op uitoefening slechts na randmelding ten hypotheekkantore op voorlegging van akten (...).

(71) Zie DIRIX, E., „Nieuw recht op komst. Overdracht van schuldvordering”, *R.W.*, 1990-91, 1245.

(72) *B.S.*, 9 juli 1991, *err.*, *B.S.*, 6 augustus 1991.

(73) Wet van 4 augustus 1992 op het hypothecair krediet, *B.S.*, 19 augustus 1992, art. 51.

7. VERMOGENSBEHEER

19. In het Beurswetboek is een regeling getroffen voor diensten van vermogensbeheer en van beleggingsadvies als die diensten aan het publiek worden aangeboden (art. 157 e.v. W. 4 december 1990, gecit.).

Vermogensbeheer wordt in de wet gedefinieerd als „het beheer van vermogensbestanddelen van spaarders, die bestaan in één of meer [in de wet genoemde] beleggingsinstrumenten, met de bevoegdheid om zo nodig daden van beschikking te stellen met betrekking tot deze vermogensbestanddelen” (art. 157, 2de).

Voor zover zijzelf geen beursvennootschap of kredietinstelling zijn, moeten de vermogensbeheerders „de bewaring” van de tegoeden die zij van hun cliënten ontvangen, toevertrouwen aan een „bewaarder” (art. 165 *jo* art. 159 W.).

Het K.B. van 5 augustus 1991(74) regelt verdere verplichtingen.

De overeenkomst die door de vermogensbeheerder met de bewaarder wordt gesloten, dient te bepalen dat uitsluitend de cliënt en zijn „lasthebbers” tegoeden mogen opnemen (art. 13 K.B.); de vermogensbeheerder moet dan wel tot die lasthebbers behoren, wil hij „daden van beschikking” stellen.

Voorts is er in het besluit soms sprake van optreden „voor rekening” van de cliënt (artt. 22, 25 en 26), soms van „in naam en voor rekening” (art. 24). Uit het geheel van de regeling valt niet af te leiden of de vermogensbeheerder ook t.a.v. andere derden dan de bewaarder, als lasthebber van de cliënt dan wel op eigen naam optreedt.

8. ALGEMENE BESCHOUWINGEN

20. In de voorgaande beschrijving van „trustachtige” figuren werd hoofdzakelijk gelet op de vaste, door de rechtspraktijk ontwikkelde figuren en op wettelijk geregelde figuren.

Meer in het algemeen is er recent nog voorgehouden dat fiduciaire

(74) B.S., 20 augustus 1991.

verhoudingen in het Belgische recht *bestaan en moeten worden erkend*(75).

Daarbij wordt dan evenwel de opmerking gemaakt dat „ons recht daarmee niet goed overweg kan”. Die opmerking slaat in de eerste plaats op mogelijke ontwijking van wetsvoorschriften en in de tweede plaats op de bescherming van degene voor wiens rekening eigendom wordt gehouden.

Wat de ontwijking van wetsvoorschriften betreft, wordt dan vnl. gelet op eigendomsoverdracht tot zekerheid(76). Die mag de regelen van voorrechten en van pand (ontbindend beding m.b.t. pand) niet miskennen(77). Hetgeen hier eigenlijk aan de orde staat, is een zaak van „typendwang” m.b.t. overeenkomsten en, daarmee samenhangend, de beperking van voorrechten. Bij overdracht van eigendom tot zekerheid maakt men gebruik van de vrijheid van overeenkomst. Daartegenover staat de typendwang; in die gevallen waarin de strekking van de overeenkomst „gelijkt” op een bij wet geregelde overeenkomst, mag de overeenkomst niet de dwingende regelen van het wettelijke type miskennen. Zelfs als men een wettelijk geregeld type van overeenkomst kiest, zoals bijv. bewaargeving of tijdelijke vennootschap, wordt bij verdachtmaking erop gelet of de strekking van de overeenkomst niet een andere was dan de uitgedrukte keuze(78). Bij overdracht van eigendom ten titel van beheer kan „ons recht daarmee niet goed overweg” omdat men vervolgens aan de begunstigde en diens schuldeisers aanspraken wil geven op het in andermans eigendom gestelde vermogen, met uitsluiting van aanspraken van de schuldeisers van de juridisch gerechtigde.

De consequenties van de gekozen rechtsfiguur worden dan niet meer aangenomen en het besluit kan dan zijn dat men aan de fiduciaire eigendom niet eens toekomt maar dat de figuur van de middellijke vertegenwoordiging wenselijker is(79). Zoals men weet, wordt in het Belgische recht aangenomen dat de commissie-overeenkomst meebrengt dat tussen de opdrachtgever van de commissionair en de

(75) DIRIX, E., „Actuele trends in de zakelijke zekerheidsrechten”, in: *Het zakenrecht: absoluut geen rustig bezit*, o.c., p. 10, nr. 11 en p. 13, nr. 14; STORME, M.E., „Overdracht van roerende goederen, vestiging van pandrecht, eigendomsvoorbehoud, in: *Het zakenrecht: absoluut geen rustig bezit*, o.c., nr. 14 e.v.; STORME, M.E., „Onhandelbare gedachten over de toekomst van het verhandelbaar vermogensrecht”, *D.A.O.R.*, 1992, nr. 25 (te versch.).

(76) Aantasting van de rechten van de reservataire erfgenamen door een *fiducia cum amico* zal gemakkelijker worden herkend.

(77) Zie DIRIX, E., „Actuele trends in de zakelijke zekerheidsrechten”, o.c., l.c., 17, nr. 18.

(78) Over de tijdelijke vennootschappen: DIRIX, E. en DE CORTE, R., *Zekerheidsrechten*, Antwerpen, Kluwer, 1989, 213-214 met verw.

(79) Aldus bijv. STORME, M.E., „Overdracht van roerende goederen”, o.c., l.c., nr. 15.

persoon waarmee de commissionair in eigen naam maar voor rekening van de opdrachtgever contracteert, rechtstreekse eigendomsoverdracht plaatsvindt; verbintenisrechtelijk blijft alleen de commissionair t.o.v. zijn contractanten gehouden. Op grond van de in de Faillissementswet geregelde voorrechten i.v.m. commissie is deze regeling ter zake van middellijke vertegenwoordiging veralgemeend. Al geruime tijd is er voor gepleit om ook op het verbintenisrechtelijke vlak rechtstreekse verhoudingen tussen de contractanten van de commissionair te zien(80).

21. Trust-optreden veronderstelt het optreden van een vertrouwenspersoon die handelt m.b.t. een vermogen dat tegen zijn schuldeisers die niet m.b.t. dit vermogen handelen, is beschut en tevens (in ruime mate) tegen aanspraken van schuldeisers van de begunstigde van de trust; die laatste schuldeisers kunnen immers niet met de begunstigde hebben gehandeld m.b.t. dat vermogen.

Zulke vertrouwenssituatie wijkt af van de „regel” dat men bij het contracteren, althans in principe, kan voortgaan op het zichtbare vermogen van de wederpartij. Daarvoor moet een vertrouwenspremie worden betaald. Aan te nemen valt dat het, volgens het theorema van Coase(81), om het even blijft op wie de kost van deze premie wordt gelegd, op voorwaarde dat zulks op uniforme wijze gebeurt (d.i. in het gehele rechtsbestel). Is zulke vertrouwensrelatie, zoals aangenomen, een „uitzonderlijke” situatie dan is het redelijk dat de opdrachtgever de vertrouwenspremie betaalt.

In „ons recht” kent men zulks goed. De vorm van afgescheiden vermogen is de vennootschap met rechtspersoonlijkheid. De vertrouwenspremie — de „premie” om aan het rechtsverkeer te mogen deelnemen — is het minimumkapitaal en voorts zullen de schuldeisers desgevallend „conventionele doorbraak” bedingen.

Bij „trustachtige” figuren zal eenzelfde premie moeten worden betaald. Ofwel wordt, caeteris paribus, de operatie naar buiten uit duurder omdat de trustee bedingt dat alleen het trustvermogen wordt bezwaard, ofwel betaalt de opdrachtgever door toepassing van de regel dat hij — beperkte — samenloop met andere schuldeisers van zijn vertrouwenspersoon verdraagt (beperkt t.g.v. de toepassing van de regelen van derde-medeplichtigheid e.d.).

(80) VAN GERVEN, W., *Algemeen Deel*, Antwerpen, S.W.U., 1969, 494 e.v.

(81) COASE, R.H., „The Problem of Social Costs”, *J.L. Econ.*, 1960, zie voor toepassingen POSNER, *Economic Analysis of Law*, 3de ed., o.c., 7 e.v.

In sommige verhoudingen is men overigens gaarne bereid zulke premie te betalen. In *clearingstelsels* wordt het risico van de wederpartij (haar bevoegdheid en ook haar solvabiliteit) weggewerkt door enkel met het clearingstelsel te handelen.

22. Kosten afwegend, kan de wetgever zich voornemen om een algemene regeling in te voeren van de fiduciaire verhouding, zoals dat in Frankrijk gebeurt⁽⁸²⁾. De ontworpen Franse regeling heeft het nadeel, zoals dit nadeel in de *trust* bestaat, aan de fiduciaire eigenaar niet de *volle eigendom* te laten, maar wel „goederen en rechten” terwijl deze rechten vervolgens in de fiduciaire overeenkomst worden bepaald. Vanzelfsprekend zal de contractuele regeling op eigendom gelijken, maar ze brengt onderzoekskosten mee voor de contractanten.

De regeling heeft wel het beoogde voordeel om ontwijking van het Franse rechtsgebied — en belastingsgebied — te voorkomen waar partijen, in internationaal verband optredend, zekerheid willen hebben over de rechtsgeldigheid van de contractuele situaties. Ze beantwoordt bovendien aan de voorwaarden van de „trust” in het Haagse Trustverdrag dat zelf de *trust* omschrijft aan de hand van „trustachtige” kenmerken, zodat ook op het vlak van het internationale privaatrecht een zekerheid bestaat.

23. Daarmee komt men op het vlak van de „Public Choice”, de theorie over de „verkoop” van wetgeving aan wie daarvoor een goede prijs biedt.

In de hiervoor besproken wettelijke vormen van trustachtige figuren ging het om constructies waarin een trustachtige figuur nodig was om beleggingsoperaties aan het internationale verkeer of aan het „gewone” beleggerspubliek te kunnen aanbieden. Het fiduciaire karakter daarvan werd meestal aanvaard om de operatie op het fiscale vlak neutraal te houden.

Voor zover het gaat om beleggingsoperaties valt aan te nemen dat er niet direct een doorbraak komt naar een regeling van de fiducia. Zulke operaties vergen in de Europese markt een gelijke regeling van beleggersbescherming. En bij gebreke van een „Europees” civiel recht, zal die regeling neerkomen op de gekende combinatie van

(82) „Projet de loi introduisant la fiducie dans le code civil”, *J. Not. Av.*, 1992, 357; GRIMALDI, M., „La fiducie: réflexions sur l’institution et sur l’avant-projet qui la consacre”, *Rép. Defrenois*, 1991, 897 en 961.

gecontroleerde soliditeit van „trustees”, „geparkeerd” vermogen en „vier-ogen-principe”.

Voor andere operaties wordt de dure prijs betaald van min of meer onzekere juridische constructies of van uitwijking naar een ander „rechtsgebied”. Waar de overheid bij die ontwijking verliest, zal ze wetten geven „aan het loket”. Maar het valt niet te zien wie daarvoor nog „in de rij” staat, en evenmin valt te zeggen wie niet in de rij *mag* staan.

SOMMAIRE

LES FORMULES JURIDIQUES DE TRUST ET ANALOGUES EN BELGIQUE

La caractéristique du trust se définit, par référence à la Convention de La Haye du 1er juillet 1985 relative au trust (art. 2.2), comme suit:

- a) l'ayant-droit à un bien,
- b) s'est engagé, en vertu d'un contrat, à exercer ses droits sur ce bien, de la façon convenue,
- c) pour le compte d'une autre personne,
- d) en s'efforçant de donner à cette convention un effet maximal à l'égard des tiers, et plus précisément, une portée „réelle”.

A la différence de la Convention, cette définition ne mentionne pas la scission des biens comme première caractéristique; les formules juridiques de la nature du trust en droit civil visent à réaliser le plus possible cet effet.

Certification

La certification d'actions étrangères a été introduite dans les années cinquante dans le but de faciliter les placements en actions étrangères, plus précisément américaines. L'émetteur des certificats est le propriétaire juridique des actions; il est propriétaire pour le compte des porteurs de certificats, ces derniers ayant le droit d'agir à l'endroit de l'émetteur.

La certification par des bureaux de l'administration est une technique visant à scinder la valeur patrimoniale des actions et le pouvoir de décision. A cet effet, l'on a souvent emprunté au départ de la Belgique une voie passant par les Pays-Bas où la certification appartient à la tradition. Ce passage est admis en Belgique, même si l'on y met parfois en garde contre la fraude à la loi. La certification en Belgique même doit également être considérée comme possible.

Depuis le milieu des années soixante, des certificats immobiliers sont émis en Belgique dans le but de réaliser le (re)financement d'un ou plusieurs biens immobiliers. Ou bien l'on travaillait avec une société immobilière et une société émettrice, cette dernière constituant alors, par émission, donc par projet, une association commerciale en participation (sans personnalité juridique) avec la société immobilière. Ou bien l'on constituait une société immobilière qui était à la fois propriétaire et émetteur et l'on désignait également un gestionnaire de l'opération.

La loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers comporte en son livre III des règles concernant l'émission publique de certificats immobiliers. La formulation juridique antérieure est maintenue. Une distinction est faite entre les fonds de placements réglés par convention, d'une part et les sociétés de placements, d'autre part.

Fonds de placements

La loi précitée du 4 décembre 1990 règle le fonctionnement des fonds de placements et traite même de leur „statut de droit privé” (Livre III, titre I, Chap. I).

Le fonds de placement n'a pas la personnalité juridique. Il constitue un patrimoine indivis dont les participants sont propriétaires; le gestionnaire et le dépositaire ne peuvent agir que pour le compte des propriétaires.

Contractant pour le compte du fonds, le gestionnaire passe toujours par le dépositaire. Ce dernier ne peut exécuter les ordres du gestionnaire que s'ils sont conformes à la loi et au règlement de gestion.

Le fonds a, auprès du dépositaire, des comptes au nom du gestionnaire pour le compte du fonds: ce sont des comptes de qualité.

Comptes de qualité et analogues

S'agissant d'un compte de qualité, lors de l'ouverture du compte au nom de son titulaire, il est indiqué que ce dernier intervient dans une qualité déterminée. Aux Pays-Bas, le compte de qualité est reconnu; en Belgique, la reconnaissance d'un tel compte se trouve actuellement également préconisée. Le fondement peut en être soit la représentation (médiante), ou le dépôt (ainsi improprement appelé). De tels comptes peuvent exister pour les besoins d'un ou de plusieurs destinataires.

Des règles distinctes existent en Belgique pour ces comptes dans le système de circulation des valeurs mobilières (A.R. n° 62 du 10 novembre 1967 et art. 103, loi 4 décembre 1990).

Pour le compte d'intermédiaires agréés dans les échanges financiers (institutions de crédit, sociétés de bourse), la Caisse interprofessionnelle de dépôts et circulation de titres est „dépositaire” des titres versés au compte.

Des règles similaires existent pour les titres dématérialisés de la dette publique (loi 2 janvier 1991) et les titres de dépôt dématérialisés (d'institutions de crédit) et les titres de trésorerie (d'entreprises) (loi 22 juillet 1991). Dans ce contexte, un système de clearing est organisé auprès de la Banque Nationale de Belgique.

Effectisation de créances

Dans le but de refinancer des crédits, il existe une technique où le donneur de crédit accorde un crédit qui est ensuite „transféré” à des investisseurs par le biais d'un „special purpose vehicle” (SPV). Entre le donneur de crédit et le SPV intervient un gestionnaire.

A l'exemple du législateur français, le législateur belge a introduit depuis peu un régime légal (modification de la loi 4 décembre 1990). Les „institutions de placement en créances” peuvent être organisées en fonds de placement ou en société de placement.

Les règles de droit civil pour la cession de créances continuent cependant à faire problème. Dans le but de favoriser l'effectisation de créances, il existe déjà un régime plus souple de cession de ces créances à des institutions de placement.

Gestion de patrimoine

La loi précitée du 4 décembre 1990 règle les services de gestion de patrimoines et de conseils en placements lorsque ces services sont offerts au public. Si les gestionnaires de patrimoines ne sont pas une société de bourse ou une institution de crédit, ils doivent confier la gestion des avoirs de leurs clients à un dépositaire.

D'une façon générale, il est soutenu que les rapports fiduciaires existent et doivent être reconnus en droit belge, la remarque étant cependant faite que notre droit ne semble guère en mesure d'y arriver.

La situation de confiance du trust est dérogatoire à la règle normale: au moment

de contracter, l'on ne peut se fier au patrimoine apparent du co-contractant. Dans ce but, une prime de confiance doit être payée. Ou bien l'opération est plus onéreuse vers l'extérieur: le trustee stipule que seul le patrimoine du trust sera grevé. Ou bien le donneur d'ordre paie: il admet un concours limité avec d'autres créanciers de sa personne de confiance.

ZUSAMMENFASSUNG

TREUHÄNDERISCHE RECHTSFIGUREN IN BELGIEN

Die Treuhand kennzeichnet sich in der Verweisung auf den Haager Treuhandvertrag vom 1. Juli 1985 (Art. 2/2) wie folgt:

- a) der Berechtigte zu einem Gut,
- b) hat sich kraft eines Vertrags dazu verbunden, seine Rechte auf das Gut auf die vereinbarte Weise auszuüben,
- c) auf Rechnung eines anderen,
- d) während eine möglichst große externe Wirkung, näml. eine sachliche Wirkung, dieser Vereinbarungen angestrebt wird.

Anders als im Vertrag wird in der Umschreibung die Abtrennung der Güter nicht als erstes Merkmal angedeutet; treuhänderische Figuren nach zivilem Recht streben möglichst häufig diese Wirkung an.

Zertifizierung

Eine Zertifizierung ausländischer Aktien wurde in den fünfziger Jahren eingeführt um Anlagen in ausländischen und besonders in amerikanischen Aktien zu erleichtern. Der Emittent dieser Zertifikate ist der juristische Inhaber der Aktien; er ist Inhaber auf Rechnung der Zertifikatinhaber. Letztere haben dem Emittenten gegenüber Forderungsrechte.

Eine Zertifizierung durch Verwaltungsbüros ist eine Technik die die Trennung des patrimonialen Wertes der Aktien von dem Verfügungsrecht beabsichtigt. Dazu wählte man aus Belgien oft den Weg über die Niederlande, wo die Zertifizierungsfigur zur Tradition gehört. Dieser Weg wird in Belgien akzeptiert, obwohl manchmal vor einer Gesetzesumgehung gewarnt wird. Zertifizierung in Belgien selbst gilt ebenfalls als Möglichkeit.

Seit der Mitte der sechziger Jahre wurden in Belgien Immobilienzertifikate emittiert die die (Neu)Finanzierung einiger Immobilien beabsichtigen. Oder es wurde mit einer Immobiliengesellschaft und einer Emissionsgesellschaft gearbeitet; letztere bildete dann pro Emission, also pro Projekt, mit der Immobiliengesellschaft eine Handelsgesellschaft als Art der Beteiligung (ohne Rechtsperson). Oder es wurde pro Projekt eine Immobiliengesellschaft gegründet die sowohl Inhaber als Emittent war und ein Verwalter der Operation wurde eingestellt.

Das Gesetz vom 4. Dezember 1990, das Börsengesetzbuch, enthält in Buch III eine Regelung hinsichtlich der öffentlich emittierten Immobilienzertifikate. Die vorher bestehende juristische Formulierung bleibt gültig. Einerseits werden vertragsmäßige Investmentfonds, andererseits Investmentgesellschaften unterschieden.

Investmentfonds

Das Börsengesetzbuch (nach dem Gesetz vom 4. Dezember 1990) regelt die Wirkung der Investmentfonds und behandelt sogar das „privatrechtliche Statut“ (Buch III, Titel I, Abschnitt I).

Der Investmentfonds hat keine Rechtsperson. Der Fonds ist ein ungeteiltes Vermögen dessen Inhaber sich aus der Gesamtheit der Beteiligten zusammensetzen; der Verwalter und der Bewahrer dürfen ausschließlich auf Rechnung der Inhaber auftreten.

Wenn der Verwalter auf Rechnung des Fonds einen Vertrag abschließt, handelt er immer über den Bewahrer. Letzterer darf die Aufträge des Verwalters nur ausführen, falls sie dem Gesetz und dem Verwaltungsreglement entsprechen.

Der Fonds hat Konten bei dem Bewahrer, auf den Namen des Verwalters und auf Rechnung des Fonds: diese werden als Qualitätskonten bezeichnet.

Qualitätskonten u.a.

Bei einem Qualitätskonto wird beim Eröffnen des Kontos auf den Namen des Kontoinhabers angedeutet, daß letzterer in einer gewissen Qualität auftritt. In den Niederlanden ist das Qualitätskonto anerkannt; auch in Belgien wird zur Zeit die Anerkennung des Qualitätskontos verteidigt. Als Grundlage dazu können gelten: die (mittelbare) Vertretung, oder die (uneigentliche) Verwahrung. Qualitätskonten können hinsichtlich eines oder mehreren Adressaten gelten.

Einzelne Regelungen gelten in Belgien für die Konten im giralen Wertpapierverkehr (Königlicher Beschluß Nr. 62 vom 10. November 1967 und Art. 103 des Gesetzes vom 4. Dezember 1990). Auf Rechnung anerkannter Zwischenpersonen im Finanzverkehr (Kreditanstalten, Aktiengesellschaften) ist die Interprofessionelle Wertpapierdepósitos- und Girobank Depositar der auf das Konto überwiesenen Wertpapiere.

Eine ähnliche Regelung gilt für die *dematerialisierten Wertpapiere* der Staatsschuld (Gesetz vom 2. Januar 1991) und die dematerialisierten Depositscheine (der Kreditanstalten) und Finanzschatzbriefe (der Unternehmen) (Gesetz vom 22. Juli 1991). Dafür gibt es bei der Nationalen Bank Belgiens ein Clearingsystem.

Umschaltung von Schuldverschreibungen auf Wertpapiere

Für die Neufinanzierung von Krediten besteht eine Technik, wobei der Kreditgeber einen Kredit gewährt, der anschließend über ein „special purpose vehicle“ (SPV) den Anlegern weitergegeben wird. Zwischen dem Kreditgeber und dem SPV befindet sich ein Verwalter.

In Nachahmung des französischen Gesetzgebers gibt es seit kurzem in Belgien eine gesetzliche Regelung (Abänderung des Gesetzes vom 4. Dezember 1990). Die „Einrichtungen für Geldanlage in Schuldverschreibungen“ können entweder als Investmentfonds oder als Investmentgesellschaften organisiert werden.

Problematisch bleibt allerdings die zivilrechtliche Regelung für die Übertragung der Schuldverschreibungen. Zwecks einer Verbesserung dieser Regelung wurde eine Gesetzesvorlage eingereicht. Hinsichtlich gewisser Kategorien von Schuldverschreibungen besteht schon eine flexiblere Regelung für die Übertragung der Schuldverschreibung auf eine Anlageeinrichtung.

Vermögensverwaltung

Das Börsengesetzbuch (Gesetz vom 4. Dezember 1990) regelt die Dienstleistungen der Vermögensverwaltung und der Anlageberatung, wenn sie der Öffentlichkeit angeboten werden. Wenn der Vermögensverwalter keine Aktiengesellschaft oder Kreditanstalt ist, muß er die Verwahrung der Guthaben seiner Kunden einem Bewahrer anvertrauen.

Im allgemeinen wird behauptet, daß treuhänderische Verhältnisse im belgischen Recht vorkommen und anerkannt werden müssen. Dazu wird allerdings bemerkt, daß unser Rechtssystem diese nicht gut verkraftet.

Die Vertrauenslage der Treuhand weicht von der Regel ab: beim Abschluß eines Vertrags kann nicht nach dem sichtbaren Vermögen der Gegenpartei geurteilt werden. Dazu soll entweder eine Vertrauensprämie bezahlt werden. Oder die Operation wird nach außen hin teurer: der Treuhänder bedingt, daß nur das Vermögen der Treuhand belastet wird. Oder der Auftraggeber bezahlt: er akzeptiert einen beschränkten Zusammenlauf mit anderen Gläubigern seiner Vertrauensperson.

SUMMARY

LEGAL INSTITUTIONS SIMILAR TO TRUSTS IN BELGIUM

By reference to Article 2(2) of the Hague Treaty on Trusts of 1/7/1985, the characteristics of a trust are described as follows:

- (a) the person entitled to a thing,
- (b) this person has, by agreement, undertaken to exercise his rights to that thing in the manner stated in the agreement,
- (c) he does so for the account of another person,
- (d) whilst every effort is being made to confer as much external effect — i.e. material effect — to these agreements as possible.

This definition differs from the Treaty in that the separation of the things is not provided by way of first characteristic.

Institutions similar to trusts in the civil law seek to obtain this effect as much as possible.

Certification

The certification of foreign shares was introduced in the fifties in order to facilitate investment in foreign shares, particularly American ones. The person issuing the certificates is the legal owner of the shares; he is the owner on behalf of the certificate holders. The latter have certain claims against the issuing person.

The certification of administrative offices is a technique which seeks to obtain that the material value of the shares is separated from any control over them. For this purpose, Belgians often went through the Netherlands, where there is a tradition of certification. This practice has been accepted in Belgium, even though it is at times suggested that it involves evasion of the law. It must also be the case that certification is accepted in Belgium.

Since the mid-sixties, *fixed property certificates* have been issued in Belgium with the object of (re) financing one or more items of real property. Either use was made

of a real estate company and an issuing company, the latter constituting per issue, i.e. per project, a commercial partnership in the form of a shareholding (without legal personality) with the real estate company, or else a real estate company was set up for each project, which company became both the owner and the issuing person; also, a person was appointed to manage the operation. The Law of 4/12/1990, i.e. the Stock Market Code, contains, in Chapter III, a set of rules regarding the real estate certificates issued publicly. The legal wording used previously remains. A distinction is drawn between investment funds regulated by agreement and investment companies.

Investment Funds

The Stock Market Code (Law of 4/12/1990) regulates the functioning of investment funds and even deals with „the status at private law” (Book III, Title I, Chapter I).

Investment funds have no legal personality. The fund is a jointly-owned property of which the shareholders are the owners. The administrator and the trustee may only act on behalf of the owners.

When concluding contracts for the account of the fund, the administrator invariably goes through the trustee. The trustee may only carry out instructions given by the administrator where they comply with the law and the administration rules.

The fund holds accounts with the trustee, in the name of the administrator for the account of the fund. These are quality accounts.

Quality accounts etc.

Quality accounts are accounts which, when opened in the name of the account holder, indicate that the latter is acting in a particular capacity. Quality accounts are recognized in the Netherlands, and certain leading authorities in Belgium are also advocating its recognition. The legal basis for such a recognition could be indirect representation or quasi-trust. Quality accounts may have one or more beneficiaries.

In Belgium, accounts held under the securities giro system (Royal Decree No. 62 of 10/11/1967 and Article 103 of the Law of 4/12/1990). Acting for the account of recognized intermediaries in the financial sector (credit institutions, stock market companies), the Interprofessional Securities Deposit and Girobank is the „trustee” of those securities which have been placed on the account.

A similar system applies in relation to the *dematerialized securities* of public debt (Law of 2/1/1991) and the dematerialized deposit certificates (of credit institutions) and treasure bonds (of firms - Law of 22/7/1991). For these, a clearing system is operated by the National Bank of Belgium.

Transforming debts owed into securities

In order to secure the refinancing of loans, there exists a method by which the lender grants a loan which is then „passed on” to investors through a „special purpose vehicle” (SPV). Between the lender and the SPV, there is an administrator.

Inspired by French legislation, Belgium has recently introduced a Law on this matter (amendment of the Law of 4/12/1990). „Institutions for investment in debts” can be organized in the form of an investment fund or as an investment company.

However, problems arise in relation to the private law rules regarding the transfer of debts. A Draft Law has been submitted in order to improve the rules on this subject. There is already in existence a more flexible system for the transfer of a debt to the investment institution.

Property management

The Stock Market Code (Law of 4/12/1990) regulates property management services and investment advice where these services are being offered to the public. Where the property managers are not themselves a stock market company or a credit institution, they must give to a trustee the custody of the monies owed to their clients.

Generally speaking, it is maintained that fiduciary relationships exist in Belgian law and that they must be recognized. In this context, the observation is often made that our legal system cannot easily accommodate this institution.

The fiduciary relationship inherent in trusts deviates from that which is the rule, i.e. when contracts are made, the apparent property of the other party cannot serve as a basis. To this end, a trust premium must be paid. Either the operation becomes more expensive towards the outside world, and the trustee will stipulate that only the trust property will bear the charge, or else the person giving the instructions will pay: he will accept that there will be a limited competition with other creditors of his trustee.

RESUMEN

FENÓMENOS JURÍDICOS SIMILARES A UN TRUST, EN BÉLGICA

Refiriéndose a la Convención de La Haya sobre los trusts del 1 de julio de 1985 (art. 2(2)), se describen las características del trust de la manera siguiente:

- a). el titular de un bien
- b). se ha obligado, mediante un contrato, a ejercer sus derechos sobre ese bien de la manera convenida
- c). por cuenta de otra persona
- d). mientras que se intenta dar a esos acuerdos el mayor efecto externo posible, o sea, efectos de derecho real.

A diferencia de lo determinado en la Convención, la separación de los bienes no se da como primera característica en la descripción; los fenómenos similares a un trust de derecho civil *persiguen* este efecto.

Emisión de certificados

La emisión de certificados de acciones extranjeras se introdujo en los años cincuenta para facilitar las inversiones en acciones extranjeras, especialmente estadounidenses. El emisor de los certificados es el propietario jurídico de las acciones; es propietario por cuenta de los titulares de certificados. Estos titulares tienen derechos a exigir un crédito del emisor.

La emisión de certificados por oficinas administradoras es una técnica con la que se intenta separar el valor patrimonial de las acciones del poder de decisión. Para

esto, en Bélgica se solía pasar frecuentemente por los Países Bajos, donde el fenómeno de la emisión de certificados es tradicional. Se ha aceptado esta vía en Bélgica, aunque se advierte a veces un fraude de ley. La emisión de certificados en Bélgica también debe considerarse posible.

Desde mediados de los años sesenta, se han emitido en Bélgica *certificados inmobiliarios* con miras a la (re)financiación de uno o varios bienes inmuebles. O bien, se trabajaba con una sociedad inmobiliaria y una sociedad emisora; ésta constituía entonces, por emisión, o sea por proyecto, una asociación mercantil por participación (sin personalidad jurídica) con la sociedad inmobiliaria. O bien se constituía una sociedad inmobiliaria por proyecto que era tanto propietaria como emisora y se nombraba además a un administrador de la operación.

La Ley del 4 de diciembre de 1990, el „Código de la Bolsa”, contiene, en el Libro III, una reglamentación relativa a los certificados inmobiliarios emitidos públicamente. Se mantiene la formulación jurídica que existía antes. Se hace una distinción entre fondos de inversión regulados mediante contrato por una parte y sociedades de inversión por otra parte.

Fondos de inversión

El „Código de la Bolsa” (Ley del 4 de diciembre de 1990) regula el funcionamiento de los fondos de inversión y trata incluso del „estatuto de derecho privado” (Libro III, título I, Capítulo I). El fondo de inversión no tiene personalidad jurídica. El fondo es un patrimonio indiviso del que todos los participantes son propietarios; el administrador y el depositario sólo pueden actuar por cuenta de los propietarios.

Si contrata por cuenta del fondo, el administrador siempre actúa a través del depositario. El depositario sólo debe cumplir las prestaciones encomendadas por el administrador si éstas son conformes a la ley y al reglamento de administración.

El fondo tiene cuentas con el depositario, en nombre del administrador por cuenta del fondo: son cuentas especiales.

Cuentas especiales y otras

Con una cuenta especial, se indica, en el momento en que se abre la cuenta al nombre del titular de la cuenta, que éste actúa en una determinada calidad. En los Países Bajos, está reconocida la cuenta especial; actualmente, también en Bélgica se defiende el reconocimiento de la cuenta especial. La base para esto puede ser: representación (indirecta), o depósito (impropio). Las cuentas especiales son posibles en beneficio de uno o varios destinatarios.

Las cuentas en el *sistema de giro de valores* están reguladas separadamente en Bélgica (Real Decreto n° 62 del 10 de noviembre de 1967 y art. 103 de la Ley del 4 de diciembre de 1990). Por cuenta de intermediarios reconocidos en las transacciones financieras (organismos de crédito, sociedades bursátiles), la „*Interprofessionnelle Effectendeposito- en Girokas*” (Caja interprofesional de depósito de valores y de giro) es el „depositario” de los valores desembolsados.

Una regulación similar existe para los *valores desmaterializados* de la deuda pública (Ley del 2 de enero de 1991) y los certificados de depósito desmaterializados (de organismos de crédito) y de bonos del tesoro (de compañías) (Ley del 22 de julio de 1991). Para esto, existe un sistema de compensación en el Banco Nacional de Bélgica.

Emisión de títulos („titrisation'') sobre créditos

Para la refinanciación de créditos, existe una técnica mediante la cual el otorgante da un crédito que „se pasa” a continuación a los inversores a través de un „special purpose vehicle” (SPV). Entre el otorgante del crédito y el SPV, se encuentra un administrador.

Siguiendo el ejemplo del legislador francés, existe, desde hace poco, una regulación legal en Bélgica (modificación de la Ley del 4 de diciembre de 1990). Las „instituciones de inversión en créditos” pueden organizarse como fondo de inversión o como sociedad de inversión.

Sin embargo, la regulación de derecho civil para la cesión de un crédito sigue siendo problemática. A fin de mejorar esta regulación, se ha presentado un proyecto de ley. Con respecto a determinadas categorías de créditos, ya existe una regulación más flexible para la cesión del crédito al organismo de inversión.

Administración del patrimonio

El „Código de la Bolsa” (Ley del 4 de diciembre de 1990) regula servicios de administración patrimonial y de consulta de inversiones cuando estos servicios se ofrezcan al público. Si los administradores de patrimonios no son una sociedad bursátil u organismo de crédito, tienen que confiar a un depositario la custodia de los saldos acreedores de sus clientes.

En general, se indica que existen y que hay que reconocer las relaciones fiduciarias en el derecho belga. Pero se hace observar que nuestro derecho no sabe muy bien cómo tratarlas.

La situación de confianza del trust se aparta de la regla: en el momento de concluirse el contrato de trust, una de las partes no puede dejarse guiar por el patrimonio aparente de la otra parte. Para esto, hay que pagar una prima de confianza. O bien, la operación hacia fuera se hace más cara: el fiduciario estipula que sólo se grave el patrimonio del trust. O bien, paga el mandante: tolera un concurso limitado con otros acreedores de su persona de confianza.