

# Financial Law Institute

Working Paper Series

**WP 2007-06**



**Michel TISON**

**De afschaffing van toondereffecten in Belgisch recht –  
De teloorgang van de Belgian dentist ?**

**August 2007**

**WP 2007-06**

**Michel TISON**

**De afschaffing van toondereffecten in Belgisch recht  
– De teloorgang van de Belgian dentist ?**

**Abstract**

*The law of 14 December 2005, as modified in April 2007, leads to the gradual abolition of bearer securities in Belgian law.*

*In this paper, we highlight the main features of this law, and analyse a few practical issues arising from the conversion process for existing securities. The Belgian law illustrates the limitations inherent to the action of a national legislator, faced with regulatory competition and European law requirements. This leads to the preservation of limited possibilities for Belgian issuers to use bearer securities, mainly in the international bond markets, while the free movement of capital within the European Union leaves open possibilities for Belgian residents to acquire bearer securities.*

**To be published in**

*CBR, Jaarboek 2006-2007, Antwerpen Intersentia 2007*



# De afschaffing van toondereffecten in Belgisch recht – De teloorgang van de Belgian dentist ?

Michel TISON

Hoofddocent, Instituut Financieel Recht, UGent

<b>INLEIDING .....</b>	<b>1</b>
<b>I. JURIDISCH KADER .....</b>	<b>2</b>
<b>II. TOEPASSINGSGBIED .....</b>	<b>3</b>
A. BELGISCHE PRIVAATRECHTELIJKE EMITTENTEN .....	4
B. BELGISCHE OVERHEDEN .....	5
C. BUITENLANDSE EMITTENTEN .....	6
<b>III. GEFASEERDE AFSCHAFFING VAN DE TOONDEREFFECTEN.....</b>	<b>6</b>
A. EERSTE FASE (1 JANUARI 2008): BEPERKTE AUTOMATISCHE CONVERSIE EN STANDSTILL .....	7
1. <i>Van rechtswege conversie van toondereffecten in gedematerialiseerde effecten</i> .....	7
2. <i>Aanpassing van de vennootschapsstatuten voor 1 januari 2008</i> .....	8
3. <i>Verbod van uitgifte van nieuwe toondereffecten ('standstill')</i> .....	10
4. <i>Verbod van "feitelijke aflevering" van toondereffecten in België (art 4)</i> .....	11
a. Geviseerde effecten .....	11
b. "Feitelijke aflevering in België" .....	12
c. praktische draagwijdte van het verbod van "feitelijke aflevering" .....	12
d. toetsing van het verbod van "feitelijke aflevering" aan het vrij kapitaalverkeer .....	14
B. TWEDE FASE (1 JANUARI 2008 TOT 31 DECEMBER 2013): CONVERSIE OP INITIATIEF VAN DE BELEGGER ...	15
1. <i>Wettelijke regeling</i> .....	15
2. <i>Toepassingsvragen</i> .....	16
a. Conversie van toondereffecten waarop verzet weegt .....	17
b. Conversie van toondereffecten en preventieve verplichtingen inzake witwasbestrijding .....	18
C. DERDE FASE (VANAF 1 JANUARI 2014): AUTOMATISCHE CONVERSIE EN DEFINITIEVE AFSCHAFFING VAN DE TOONDEREFFECTEN .....	19
1. <i>Op 1 januari 2014: automatische conversie van de niet-aangeboden effecten en opschorting van de eraan verbonden rechten</i> .....	19
2. <i>Vanaf 1 januari 2015: tekoopstelling van de effecten</i> .....	21
3. <i>Revindicatie door de eigenaar van de geconsigneerde verkoopopbrengst of effecten</i> .....	22
<b>CONCLUSIE: DE TEOLOGANG VAN DE BELGIAN DENTIST ? .....</b>	<b>22</b>

## ***Inleiding***

Zelden valt er een rustpauze te bekennen in het financieel recht. De recente reguleringsgolf die inzonderheid het kapitaalmarkt recht ingrijpend heeft gewijzigd, vormt hiervan een sprekend toonbeeld. De oorzaken hiervoor zijn voornamelijk exogeen: de naweeën van het Europese Actieplan voor Financiële Diensten hebben in de meeste segmenten van de kapitaalmarktregulering genoodzaakt tot omzetting van Europese richtlijnen, waarbij het Lamfalussy-systeem duidelijk een inflatie aan gedetailleerde regelgeving genereert. Bij wijze van illustratie volstaat het te verwijzen naar de vernieuwde regelgeving inzake emissieprospectus, collectieve beleggingsinstellingen, overnamebiedingen, transparantie van aandeelhouderschap en de omzetting van de zogeheten MiFID-richtlijn in de Belgische rechtsorde.



De toenemende Europeanisering van het kapitaalmarktrecht verkleint vanzelfsprekend de marge waarover nationale beleidsmakers beschikken om eigen accenten te leggen. De verregaande graad van detailregulering leidt, minstens *de facto*, tot een situatie waarbij de regulering van de lidstaten convergeert naar de Europese standaard, en dit los van de vraag of de nieuwe Europese financiële regulering al dan niet op het principe van maximale harmonisatie is gesteund. Daarnaast wordt duidelijk dat de mededinging tussen regelgevers steeds sterker doorweegt in het nationale regelgevingsproces, inzonderheid op het gebied van kapitaalmarkten: het uitbouwen van een aantrekkelijke en betrouwbare kapitaalmarkt moet kunnen steunen op regelgeving die een minimum aan belemmeringen oplegt en een grote mate van rechtszekerheid realiseert. Daarnaast wint de goede reputatie van een financiële markt aan belang in een context van internationalisering van kapitaalstromen: een overmatige *race to the bottom* kan ertoe leiden dat een bepaald land de thuishaven wordt voor verdachte transacties, en hierdoor met de vinger worden gewezen. De internationale inspanningen in het kader van de strijd tegen het witwassen van kapitalen en de financiering van het terrorisme hebben dit proces geïntensifieerd. Vanuit deze optiek zal de mededinging tussen regelgevers ook een ‘opwaartse’ druk uitoefenen op de regelgeving: deze zullen er zich voor behoeden om instrumenten te creëren of in stand te houden die van aard zijn om reputatiebedreigende activiteiten aan te trekken.

De afschaffing van de toondereffecten door de Wet van 14 december 2005 kan tot op zekere hoogte bekeken worden tegen de achtergrond van deze dubbele dimensie van de concurrentie tussen regelgevers: enerzijds is de eigenlijke afschaffing van de toondereffecten onder meer ingegeven door de toenemende internationale kritiek op de anonimiteit van toondereffecten als instrument voor witwaspraktijken. Anderzijds is de afschaffing van toondereffecten gepaard gegaan met de verdere uitbouw van het regime van gedematerialiseerde (vennootschaps)effecten, en de verdere verfijning van de juridische omkadering van het giraal effectensysteem, waarvoor de internationale mededinging bijzonder sterk is. Rechtszekerheid is in dit gebied zonder twijfel een wezenlijk element in de mededinging. De rechtstreekse aanleiding voor de afschaffing van de toondereffecten ligt evenwel in het politieke compromis tussen de toenmalige coalitiepartners in de federale regering: de afschaffing van toondereffecten vormde immers de politieke pasmunt voor de invoering van een eenmalige bevrijdende aangifte (‘fiscale amnestie’) en, recenter, de mogelijkheid tot eenmalige regularisatie van fiscale inbreuken.

Hierna zullen de hoofdlijnen van de regelgeving inzake de afschaffing van de toondereffecten aan bod komen. Veeleer dan een exhaustieve analyse, die elders al doorgevoerd werd<sup>1</sup>, zal hierbij de klemtoon liggen op een aantal specifieke vragen, en zal de materie gesitueerd worden tegen de achtergrond van de beperkingen die de Belgische wetgever noodgedwongen ondervond, onder meer in het licht van de Europese economische vrijheden.

## ***I. Juridisch kader***

---

<sup>1</sup> Zie o.m. B. FERON & A.-S. PIJCKE, “La dématérialisation des titres cotés et la suppression des titres au porteur”, *Bank Fin.R.* 2006/III, 123-139; X. DIEUX, “LA loi du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur et le droit des sociétés”, *Bank Fin.R.* 2006/III, 140-144; G. PALMAERS, “De Wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder”, *T.R.V.* 2006, 171-202; L. VAN DEN STEEN, “De wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder”, in M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Reeks: Instituut Financieel Recht, 6, Antwerpen, Intersentia, 2007, 251-346.



Zoals boven aangegeven, is de eigenlijke afschaffing van de toondereffecten uitgewerkt in de Wet van 14 december 2005 “houdende afschaffing van de effecten aan toonder” (hierna: “Wet Afschaffing Toondereffecten”)<sup>2</sup>, die, hoewel de titel het niet aangeeft, ook nog wijzigingen aanbrengt in het regime van gedematerialiseerde vennootschapseffecten, teneinde dit in werking te kunnen stellen. De wet heeft, in het licht van diverse onvolkomenheden die aan het licht zijn gekomen in voorbereiding op de inwerkingtreding van de eerste fase van de afschaffing van de toondereffecten (zie verder), reeds substantiële wijzigingen ondergaan door de Wet van 25 april 2007 houdende diverse bepalingen (IV)<sup>3</sup>. Tot slot moet rekening worden gehouden met een koninklijk besluit van 26 april 2007 “tot toepassing van de wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder”. Veeleer dan loutere uitvoeringsmaatregelen, voert dit besluit, op grond van een hiertoe in artikel 13 van de wet van 14 december 2005 verleende machtiging, wijzigingen aan in diverse wetten en besluiten, teneinde deze af te stemmen op de inhoud van de Wet Afschaffing Toondereffecten.

De wettelijke regeling voert een sterke fasering in voor de afschaffing van de toondereffecten, waarbij rekening wordt gehouden met de noodzaak voor zowel emittenten als beleggers om de nodige aanpassingen en omruilingshandelingen door te voeren. Veeleer dan te opteren voor een onmiddellijke en automatische conversie, uit kracht van de wet, van alle toondereffecten, werd een geleidelijk systeem uitgedacht dat, althans voor de niet-genoteerde effecten, de gedwongen omzetting slechts als ultieme remedie hanteert. In beleidsmatig opzicht laat zulke benadering toe om de weifelende beleggers aan de gewijzigde regeling te doen wennen, veeleer dan een massale ‘wederexport’ van kapitalen te moeten vrezen. Evenzeer belangrijk voor de slaagkansen van de wettelijke regeling, is de actieve medewerking van de financiële sector in de begeleiding van de afschaffing van toondereffecten. De financiële instellingen zullen niet enkel een belangrijke rol spelen als loketinstellingen in het conversieproces. Ze zullen tevens in de toekomst als rekeninghouders fungeren voor de gedematerialiseerde effecten. Tot slot spelen ze een belangrijke rol in de informatie aan het publiek omtrent de conversie. Belangwekkend in dat opzicht is de samenwerking tussen de overheid enerzijds, en onder meer de financiële sector en de werkgeversfederaties inzake het voorlichten van het publiek binnen de Dmat task force.<sup>4</sup>

## ***II. Toepassingsgebied***

De afbakening van het toepassingsgebied van de wet illustreert de beperkingen die de wetgever ondervindt bij de uitwerking van een omvattende regeling: enerzijds moet de Belgische wetgever rekening houden met de beperkingen die voortvloeien uit de noodzaak om het Europeesrechtelijke principe van vrij kapitaalverkeer (art. 56 EG) te eerbiedigen. Anderzijds is de wetgever niet blind willen blijven voor het relatieve concurrentienadeel dat Belgische emittenten zouden kunnen lijden op de internationale kapitaalmarkten indien ze niet langer kunnen overgaan toe de uitgifte van toondereffecten.

De vraag welke effecten gevat worden door de wet, en in welke mate, hangt af van de emittent en van het soort financieel instrument. De opsomming van de geviseerde effecten in

---

<sup>2</sup> B.S. 6 februari 2006.

<sup>3</sup> In het bijzonder de artikelen 85 tot en met 91 van de wet.

<sup>4</sup> Zie de website <http://www.dmat.be>, waarop onder meer een artikelsgewijze toelichting bij de Wet Afschaffing Toondereffecten terug te vinden is.

artikel 2 Wet Afschaffing Toondereffecten laat toe om drie groepen van emittenten te onderscheiden.

## A. Belgische privaatrechtelijke emittenten

Emittenten naar Belgisch recht worden geïsoleerd voor de drie categorieën van effecten die in artikel 2 van de Wet worden opgesomd, te weten:

- (i) alle *vennootschapseffecten* die geen obligatielening belichamen (aandelen, winstbewijzen, warrants en certificaten) uitgegeven conform het Wetboek van Vennootschappen. Voor deze effecten geldt de wettelijke regeling ongeacht of deze effecten in België of in het buitenland worden of zijn uitgegeven;
- (ii) *Obligaties*, tenzij deze obligaties uitsluitend in het buitenland worden uitgegeven beheerst worden door een buitenlands recht.<sup>5</sup> De uitzondering moet aan Belgische emittenten<sup>6</sup> toelaten om buitenlandse investeerders aan te trekken door de uitgifte van toondereffecten, en hierdoor een potentiële competitieve handicap op de internationale kapitaalmarkten tegen te gaan. De uitzondering is evenwel, door het gebruik van twee alternatieven, relatief ruim: immers, niet enkel de uitgifte die uitsluitend in het buitenland plaatsvindt, te begrijpen als de afwezigheid van elke doelgerichte handeling op een beleggerspubliek in België, geniet de uitzondering. Ook de obligaties die door een buitenlands recht worden beheerst, d.i. waarvan voor de *lex obligationis* een rechtskeuze voor een buitenlands recht werd geformuleerd, vallen buiten de definitie van ‘effecten’, ook al zouden deze effecten, minstens gedeeltelijk, ook in België worden uitgegeven. Dit opent echter niet de deur voor ontsnappingsroutes via rechtkeuzebedingen bij de uitgifte van obligaties: artikel 4 van de Wet verbiedt immers, ook ten aanzien van deze uitzonderingen, elke materiële afgifte in België.<sup>7</sup>
- (iii) Een restcategorie omvat alle andere effecten uitgegeven door een emittent die onder Belgisch recht ressorteert, en die een financiële schuldvordering belichamen. Deze restcategorie strekt ertoe alle andere, onbenoemde schuldeffecten te omvatten die niet reeds door de voormelde opsommingen zijn gevat: te denken valt onder meer aan bepaalde schuldinstrumenten uitgegeven door financiële instellingen (kasbons, depositobewijzen) of andere entiteiten

<sup>5</sup> Zie met name art. 2lid 2, tweede streepje Wet Afschaffing Toondereffecten, dat deze obligaties onttrekt aan de omschrijving van “effecten”, tenzij voor het ‘afleveringsverbod’ van artikel 4 van de Wet.

<sup>6</sup> Het betreft hier overigens, in tegenstelling tot de situatie in (i), niet enkel vennootschappen, maar ook andere privaatrechtelijke emittenten, voor zover ze wettelijk over de mogelijkheid beschikken om obligaties uit te geven (bijvoorbeeld VZW’s)

<sup>7</sup> Men kan zich dan ook afvragen welke toegevoegde waarde de uitzondering ten aanzien van ‘obligaties beheerst door een buitenlands recht’ oplevert, indien elke materiële afgifte in België sowieso verboden is. De verklaring is wellicht te zoeken in het eerste luik van de uitzondering, namelijk het onttrekken aan de definitie van “effecten” van obligaties die *uitsluitend* in het buitenland worden uitgegeven: hierdoor worden gemengde obligatie-emissies die zowel in België als in het buitenland plaatsvinden onder het toepassingsgebied van de wet gebracht, en dus aan het later te bespreken emissieverbod onderworpen, tenzij de emissie door een buitenlands recht wordt beheerst. Een gemengde obligatie-emissie, gericht op een Belgisch en buitenlands doelpubliek, is dus enkel mogelijk onder de vorm van toondereffecten indien de obligatielening door een buitenlands recht wordt beheerst, én de effecten in België niet het voorwerp uitmaken van een fysieke aflevering. Een analoog, en minder complex, resultaat had kunnen bereikt worden indien de obligaties aan toonder buiten het toepassingsgebied van de wet waren gehouden in de mate ze in het buitenland worden uitgegeven.

(thesauriebewijzen), dan wel schuldinstrumenten die niet (louter) een obligatielening belichamen (converteerbare obligatie, vastgoedcertificaten); deze categorie omvat eveneens de schuldinstrumenten, andere dan obligaties, uitgegeven door entiteiten die niet onder het Wetboek van vennootschappen vallen (bijv. certificaten uitgegeven door een administratiekantoor onder de rechtsvorm van een stichting of VZW);

De omschrijving van de restcategorie werd door de Wet Diverse Bepalingen (IV)<sup>8</sup> aangevuld teneinde er een aantal initieel ‘vergeten’ effecten aan toe te voegen: vooreerst verduidelijkt de definitie voortaan dat de in het effect belichaamde schuldvordering zowel een vordering op de emittent zelf als een vordering op een derde kan belichamen. Daarnaast brengt de wettelijke definitie thans onder de restcategorie eveneens de deelbewijzen in collectieve beleggingsinstellingen naar Belgisch recht in contractuele vorm, d.i. de beleggingsfondsen: deze deelbewijzen vertegenwoordigen immers geen financiële schuldvordering maar een zakelijk recht van mede-eigendom, zodat ze niet in de initiële wettelijke omschrijving van effecten voor de toepassing van de Wet Afschaffing Toondereffecten konden worden ingepast<sup>9</sup>.

De uitzondering betreffende in het buitenland uitgegeven of door een buitenlands recht beheerste schuldinstrumenten krijgt ook voor deze restcategorie toepassing<sup>10</sup>. Zo zal een beleggingsfonds naar Belgisch recht in Luxemburg deelbewijzen aan toonder kunnen uitgeven; ook de uitgifte van een in aandelen converteerbare obligatie zal in toondervorm kunnen gebeuren, indien de schuld wordt beheerst door een buitenlands recht, evenwel zonder dat de conversie bij het verstrijken van de duur van de obligatielening in toondereffecten geschiedt;

## B. Belgische overheden

De Wet Afschaffing Toondereffecten krijgt toepassing ten aanzien van het volledige instrumentarium van de overheidsschuld, en dit ongeacht de identiteit van de emittent (centrale of gedecentraliseerde overheid, instelling van openbaar nut, ...) en ongeacht de benaming van het (schuld)instrument. In de lijn met de uitzondering voor obligaties uitgegeven door privaatrechtelijke entiteiten, kan ook de overheid de toondervorm behouden voor obligatie-emissies die uitsluitend in het buitenland gebeuren of beheerst worden door een buitenlands recht.

In de praktijk zal de toepassing van de Wet op overheidseffecten voornamelijk van belang zijn voor de staatsbons. De vroeger uitgegeven staatsobligaties werden inmiddels allemaal terugbetaald, en de lineaire obligatie worden thans reeds in gedematerialiseerde vorm uitgegeven.

---

<sup>8</sup> Zie art. 85, 1° Wet Diverse Bepalingen (IV).

<sup>9</sup> En dit in tegenstelling tot de deelbewijzen in beleggingsvennootschappen met vast of veranderlijk kapitaal, die als ‘aandelen’ zijn te kwalificeren, en bijgevolg onder de eerste categorie van effecten vallen. Dit verschil in behandeling had gebeurlijk een constitutioneel gelijkheidsprobleem opgeleverd, in de mate er geen redelijke en pertinente verantwoording voorlag voor de uitsluiting van de deelbewijzen in beleggingsfondsen uit het toepassingsgebied van de wet.

<sup>10</sup> Zie art. 2, lid 2, derde streepje Wet Afschaffing Toondereffecten.



## C. Buitenlandse emittenten

Ten aanzien van buitenlandse emittenten stoot de Belgische wet op de grenzen van haar reguleringsbevoegdheid. Immers, doordat de *lex societatis* in beginsel zal bepalen welke soorten effecten een emittent gerechtigd is uit te geven, komt het in beginsel niet aan de Belgische wetgever toe om te bepalen welke soorten effecten een buitenlandse emittent mag uitgeven, het weze in België of in het buitenland. De wet zou echter een maat voor niets zijn indien het zonder meer mogelijk is voor buitenlandse emittenten om toondereffecten in België uit te geven, terwijl dit recht aan Belgische emittenten ontzegd zou worden.

Weliswaar kan de Belgische wetgever niet ingrijpen ten aanzien van de vorm waaronder buitenlandse emittenten effecten uitgeven, ze kan wel het zakenrechtelijk statuut van buitenlandse effecten op het Belgische grondgebied regelen (*lex rei sitae*). Zo kan de Belgische wetgever de fysieke circulatie van toondereffecten op het Belgische grondgebied verbieden of aan banden leggen, een en ander evenwel met inachtneming van het beginsel van vrij kapitaalverkeer in de Europese context.

Het voorgaande verklaart waarom de effecten uitgegeven door buitenlandse emittenten (vennootschappen, overheden of andere entiteiten, met inbegrip van beleggingsfondsen) niet onder de definitie van “effecten” in de zin van de Wet Afschaffing Toondereffecten vallen. Artikel 4 van de Wet verbiedt vanaf 1 januari 2008 de feitelijke aflevering in België van alle effecten aan toonder<sup>11</sup> uitgegeven in het buitenland, net zoals het dit verbiedt voor ‘Belgische’ effecten in de zin van artikel 2 van de Wet die op dat ogenblik op een effectenrekening zijn ingeschreven. Het verbod van fysieke aflevering resulteert echter niet, zoals verder wordt toegelicht, in een algeheel circulatieverbod op het Belgische grondgebied.

### III. Gefaseerde afschaffing van de toondereffecten

Grof geschetst vindt de afschaffing van toondereffecten in drie fases plaats: in een *eerste fase* geschiedt een automatische conversie van op effectenrekening gedeponeerde toondereffecten in gedematerialiseerde effecten voor een aantal meer gesofistikeerde emittenten (genoteerde vennootschappen en collectieve beleggingsinstellingen); voor alle overige vennootschappen geldt een verbod om nieuwe toondereffecten uit te geven; in de *tweede fase*, die van 1 januari 2008 tot eind 2013 loopt, kunnen de effectenhouders van de overige vennootschappen op vrijwillige basis overgaan tot inwisseling van hun toondereffecten; de derde fase, die een aanvang neemt op 1 januari 2014, leidt tot een gedwongen afschaffing van de overblijvende toondereffecten via een systeem van veiling en consignatie. De “reparatie” door de Wet Diverse Bepalingen (IV) heeft op dit punt een vereenvoudiging en sterker georganiseerd overgangsproces teweeggebracht: enerzijds is de einddatum van de tweede fase uniform vastgelegd op 31 december 2013 – terwijl voorheen 2 data golden afhankelijk van de datum van uitgifte van de toondereffecten; voorts zal de informatieverstrekking over de overgang naar dematerialisatie of nominatieve effecten verbeterd worden via een centrale

---

<sup>11</sup> Terecht verwijst artikel 4 met betrekking tot de in het buitenland uitgegeven effecten niet naar de notie ‘effecten’ in de zin van artikel 2 van de Wet, in welk geval enkel de door emittenten naar Belgisch recht in het buitenland uitgegeven effecten zouden gevisieerd zijn. Door te refereren aan het ruimere begrip ‘effecten aan toonder’, omvat het afleveringsverbod van artikel 4 van de Wet wel degelijk ook de effecten uitgegeven door emittenten naar buitenlands recht.





gegevensbank. De details van deze verschillende fases, en een aantal vragen die de wettelijke regeling terzake oproept, komen hierna aan bod.

## **A. Eerste fase (1 januari 2008): beperkte automatische conversie en standstill**

De eerste fase houdt (i) een conversie van rechtswege in van bepaalde op effectenrekening ingeschreven effecten in gedematerialiseerde effecten; (ii) de verplichte dematerialisatie kan nopen tot aanpassing van de statuten van de door de conversie getroffen vennootschappen; (iii) op dezelfde datum treedt artikel 4 van de wet inzake het verbod van fysieke aflevering van toondereffecten in werking, en bevriest de wet de mogelijkheid voor Belgische emittenten om nog over te gaan tot uitgifte van toondereffecten. Het geheel van deze maatregelen heeft tot gevolg dat voor de genoteerde effecten, evenals in de sector van de collectieve beleggingsinstellingen, de toondereffecten in sterke mate via automatische conversie uit de markt zullen verdwijnen, terwijl geen nieuwe toondereffecten in de markt worden getolereerd.

### *1. Van rechtswege conversie van toondereffecten in gedematerialiseerde effecten*

Artikel 5 van de Wet legt de omzetting “van rechtswege” op van een aantal categorieën van effecten die op 1 januari 2008 op een effectenrekening zijn ingeschreven, meer bepaald:

- alle schuldinstrumenten van de overheid en schuldeffecten van de restcategorie, ongeacht of deze effecten al dan niet genoteerd zijn;
- alle vennootschapseffecten (aandelen, obligaties, winstbewijzen, warrants en certificaten) van privaatrechtelijke emittenten van Belgisch recht, voor zover deze zijn toegelaten tot de verhandeling<sup>12</sup> op een gereguleerde markt;
- alle toondereffecten van een instelling voor collectieve belegging naar Belgisch recht; ook hier is het irrelevant of deze effecten al dan niet op een gereguleerde markt worden verhandeld<sup>13</sup> Het betreft niet enkel de eigenlijke deelbewijzen maar ook, in voorkomend geval, de obligaties die zulke instelling uitgeeft, inzonderheid in het kader van effectiseringstransacties via een instelling voor belegging in schuldvorderingen.

De wet maakt gewag van een “van rechtswege” conversie, hetgeen niet in essentie inhoudt dat de omzetting gebeurt buiten elke actieve handeling om van de belegger, en zelfs buiten diens wil. De enige manier om de conversie tegen te gaan zou erin bestaan om voor 1 januari 2008 de effecten van de rekening te halen, en de fysieke aflevering ervan te

---

<sup>12</sup> De tekst werd gewijzigd door de Wet Diverse Bepalingen (IV); aanvankelijk refereerde de wettekst aan de effecten bedoeld in art. 460 W.Venn., hetgeen enkel de NV viseerde, en werd in een thans verouderde terminologie verwezen naar de “notering” op een gereguleerde markt. De huidige Nederlandse tekst voert evenwel een nieuwe dubbelzinnigheid in, door te refereren aan effecten die “worden” toegelaten tot de verhandeling, hetgeen erop zou kunnen wijzen dat enkel de effecten die na 1 januari 2008 het voorwerp uitmaken van een aanvraag tot verhandeling op een gereguleerde markt, onder de van rechtswege conversie zouden vallen; uit de Franse taalversie van de wet (“qui sont admis à la négociation”) valt af te leiden dat wel degelijk de effecten die op 1 januari reeds toegelaten zijn tot de verhandeling, aan automatische conversie kunnen worden onderworpen.

<sup>13</sup> Voor het overgrote deel van de beleggingsinstellingen met een veranderlijk aantal rechten van deelneming is dit niet het geval, nu de “secundaire” verhandeling van deelbewijzen kan gebeuren met de collectieve beleggingsinstelling zelf tegen de op dat ogenblik geldende inventariswaarde.

vragen. Dit zal evenwel doorgaans gepaard gaan met aanzienlijke kosten<sup>14</sup>. De wet verduidelijkt tevens (art. 5, lid 3) dat aan de rekeninghouder noch rechtstreeks noch onrechtstreeks enige kost mag worden aangerekend voor de omzetting van rechtswege. Hoewel het verbod, door de referentie aan ‘onrechtstreekse’ kosten, een ruime draagwijdte lijkt te hebben, moet worden aangenomen dat het enkel slaat op welkdanige vergoeding ook met betrekking tot de eigenlijke conversie, en niet tot gevolg heeft dat de effectenrekening kosteloos wordt.

De automatische conversie vormt geen eenmalig gebeuren op datum van 1 januari 2008: artikel 5, lid 2 van de wet geeft aan dat ook elke latere inschrijving van effecten op een effectenrekening, die noodzakelijkerwijze gepaard gaat met de afgifte van de toonderstukken aan de financiële instelling, automatisch de conversie naar gedematerialiseerde effecten tot gevolg heeft. Deze situatie viseert niet enkel de eigenlijke inlevering van de toonderstukken bij de bank met het oog op omzetting ervan naar een rekeningtegoed, maar kan ook gebeuren naar aanleiding van andere verrichtingen die eveneens leiden tot inschrijving in effectenrekening (bijv. afgifte van effecten met mandaat van vermogensbeheer). Daarenboven is de conversie onomkeerbaar: de belegger kan de omzetting van de gedematerialiseerde effecten in toondereffecten niet eenzijdig bewerkstelligen<sup>15</sup>, net zomin als de emittent, nu de conversie naar gedematerialiseerde effecten uit kracht van de wet plaatsgrijpt.

Hoewel de wet zulks niet uitdrukkelijk aangeeft, valt aan te nemen dat de automatische conversie enkel betrekking heeft op de effecten die op effectenrekening zijn ingeschreven bij een in België gevestigde financiële instelling. Immers, de aard van de aanspraken die een rekeninghouder tegenover zijn financiële instelling kan laten gelden (bijv. recht op afgifte van toonderstukken; eigendomsrecht of persoonlijk recht), hangt eerder samen met het zakenrechtelijke statuut van de effecten dan met het vennootschapsstatuut: het valt bijgevolg moeilijk in te zien hoe de Belgische wet, zelfs ten aanzien van Belgische emittenten, zou kunnen interfereren in de aard van de rechtsverhouding tussen de belegger en zijn financiële instelling. Daarentegen is niet vereist dat de effectenrekening onder het regime van vervangbare bewaargeving op grond van het K.B. nr. 62 valt; ook een effectenrekening die niet ingevolge een daartoe geuite wilsverklaring aan het K.B. nr. 62 is onderworpen, zal door de automatische conversie worden getroffen.

## *2. Aanpassing van de vennootschapsstatuten voor 1 januari 2008*

De automatische conversie van de voornoemde effecten naar gedematerialiseerde effecten, heeft tot gevolg dat alle betrokken vennootschappen moeten overgaan tot aanpassing van hun statuten<sup>16</sup> of, zelfs indien deze reeds voorzagen in de mogelijkheid tot uitgifte van gedematerialiseerde effecten. Meer bepaald moeten, naar luid van artikel 6 van de Wet<sup>17</sup>, de statuten voor de bestaande effecten die op effectenrekening zijn ingeschreven, stipuleren dat ze, met ingang van 1 januari 2008, in gedematerialiseerde vorm bestaan. Hoewel de wet dit niet uitdrukkelijk bepaalt, zullen de statuten een analoge

---

<sup>14</sup> Naast een (proportionele) taks op de aflevering van effecten worden doorgaans eveneens (forfaitaire) administratiekosten aangerekend door de financiële instelling.

<sup>15</sup> Zie, voor de NV, art. 462 W.Venn.

<sup>16</sup> Of, wat de collectieve beleggingsfondsen betreft, hun beheerreglement.

<sup>17</sup> Zoals integraal gewijzigd door art. 87 Wet Diverse Bepalingen (IV).

bepaling moeten bevatten voor de toondereffecten die op een later ogenblik op effectenrekening worden ingeschreven.<sup>18</sup>

In tegenstelling tot de situatie van niet-genoteerde vennootschappen (zie verder), beschikken de vennootschappen voor hun genoteerde effecten en de collectieve beleggingsinstellingen niet over de optie om de conversie van toondereffecten naar nominatieve effecten te laten gebeuren.<sup>19</sup> De vraag rijst bijgevolg welke sanctie aan de ontstentenis van (tijdige) aanpassing van de statuten weegt. Merkwaardigerwijze bevat de Wet geen specifieke sanctie: doordat de conversie uit kracht van de wet plaatsgrijpt, moet aangenomen worden dat de effecten wel degelijk gedematerialiseerd zijn, ook indien de vennootschapsstatuten zulks niet bepalen. Daarentegen zal een sterk ontradend effect uitgaan van de strafsancties die de bestuurders van de emittent (en de emittent zelf) kunnen treffen bij: artikel 14 van de Wet voorziet in zware correctionele geldboetes bij miskennis van onder meer artikel 6 van de wet inzake de verplichte aanpassing van de vennootschapsstatuten. Tot slot kan de niet-tijdige aanpassing van de statuten tot sancties leiden op het vlak van de notering van de vennootschap of van de vergunning als collectieve beleggingsinstelling: het gebrek aan overeenstemming van de statuten met de wet vormt, naargelang het geval, een miskennis van de (contractuele) noteringsvoorwaarden of van de (wettelijke) vergunningsvoorwaarden van de emittent, en kan specifieke sancties tot gevolg hebben, waarvan de effecten ook de beleggers dreigen te treffen.

De Wet Diverse Bepalingen (IV) voorziet, met het oog op de vereenvoudiging van het statutaire aanpassingsproces, in een - optionele en tijdelijke<sup>20</sup> - afwijking op de regelen inzake statutenwijziging voor wat betreft de afschaffing van de toondereffecten.<sup>21</sup> Naar luid van artikel 96 van de Wet Diverse Bepalingen kan het bestuursorgaan van de genoteerde vennootschap, bij beslissing genomen onder de vorm van een authentieke akte, de statuten wijzigen teneinde te bepalen dat de genoteerde effecten die op een effectenrekening zijn ingeschreven, onder gedematerialiseerde vorm bestaan, evenals de modaliteiten voor deelname aan de algemene vergadering bepalen.<sup>22</sup> De statutenwijziging maakt het voorwerp uit van een reguliere neerlegging ter griffie en publicatie in de

---

<sup>18</sup> De modelstatuten die door de Dmat Task Force in samenwerking met de Koninklijke Federatie voor het Notariaat werden opgesteld, voorzien hier trouwens in: “*De effecten aan toonder die zijn uitgegeven door de vennootschap en dewelke zich op een effectenrekening bevinden op 1 januari 2008, bestaan in gedematerialiseerde vorm vanaf die datum. De andere effecten aan toonder worden, naarmate zij vanaf 1 januari 2008 op een effectenrekening worden ingeschreven, eveneens automatisch gedematerialiseerd.*”

<sup>19</sup> Hierop bestaat één, wellicht veeleer theoretische, uitzondering: de emittent zou, nog voor de uiterste datum van aanpassing van de statuten, de toondereffecten zonder meer kunnen afschaffen en omzetten in naamseffecten, hetgeen de beleggers ertoe zou nopen om de inschrijving in het register van de betrokken effecten op naam te vragen. In deze hypothese zijn er op 1 januari 2008 geen toondereffecten meer, zodat er evenmin nog een automatische conversie naar nominatieve effecten plaatsgrijpt. Deze optie vervalt, ingevolge de regeling van artikel 5 van de Wet, evenwel op 1 januari 2008.

<sup>20</sup> De regeling is optioneel in de mate de emittent kan verkiezen om de normale bevoegdheden van de algemene vergadering terzake ongemoeid te laten; ze is tijdelijk, aangezien de mogelijkheid enkel bestaat tussen 18 mei 2007 en 31 december 2013.

<sup>21</sup> Dit is niet echt een nieuwigheid in ons positief recht: ook naar aanleiding van de invoering van de euro werd aan vennootschappen de gelegenheid geboden om bij bestuursbeslissing over te gaan tot aanpassing van hun statuten, die zelfs gepaard ging met de kosteloze publicatie van de wijzigingen. De huidige regeling is minder verregaand, in de mate de bestuursbeslissing de authenticering van een notaris vereist en een normale, betalende, publicatie moet plaatsvinden.

<sup>22</sup> Zie art. 96, § 1, lid 1, 1° en 3° Wet Diverse Bepalingen (IV).

bijlagen tot het Belgisch Staatsblad<sup>23</sup>, en wordt eveneens, doch louter ten informatieve titel, meegedeeld aan de eerstkomende algemene vergadering en in het jaarverslag opgenomen.<sup>24</sup>

Tot slot weze aangestipt dat de emittent, gezien de dwingende dematerialisatie, eveneens de nodige schikkingen moet treffen met een vereffeningsinstelling of een erkend rekeninghouder teneinde te zorgen voor de inschrijving op hun naam van de in het systeem in omloop zijnde effecten in het register van de nominatieve effecten. De keuze van de vereffeningsinstelling of van de erkende rekeninghouder die de functie van vereffeningsinstelling waarneemt conform art. 475ter W.Venn., moet door de zorgen van de emittent afdoende worden bekendgemaakt, via publicatie van een bericht in het Belgisch Staatsblad, in twee persorganen met nationale verspreiding, en in voorkomend geval op de website van de emittent. De betrokken informatie zal eveneens worden opgenomen in de op te richten centrale databank waarvan sprake in artikel 8 Wet Afschaffing Toondereffecten.

### 3. Verbod van uitgifte van nieuwe toondereffecten ('standstill')

Artikel 3, § 1 van de Wet Afschaffing Toondereffecten formuleert een algemene *standstill*-bepaling: met ingang van 1 januari 2008 is het een emittent enkel nog toegestaan om effecten, in de zin van artikel 2 van de wet, uit te geven in nominatieve of gedematerialiseerde vorm. Op de miskennis van deze *standstill*-bepaling wegen strafrechtelijke geldboetes (art. 14). Op het civielrechtelijke vlak is aan te nemen dat de beslissing tot uitgifte van toonderstukken met miskennis van de wet nietig is wegens strijdigheid met de wet. De toonderstukken zelf hebben bijgevolg een enkele juridische waarde, en kunnen niet geacht worden de rechten te bundelen die ze, op grond van de emissiehandeling, incorporeren. Het toonderstuk kan wel als bewijsstuk dienen voor de belegger om de teruggave ingevolge de nietige rechtshandeling te verkrijgen.<sup>25</sup>

Door de verwijzing naar elke nieuwe uitgifte van effecten, viseert de wet elke creatie van effecten ingevolge een rechtshandeling, die na 1 januari 2008 wordt gesitueerd. De emissiehandelingen die voor deze datum zijn verricht, blijven bijgevolg geldig, ook al zou dit nog geen aanleiding hebben gegeven tot de levering van de betrokken effecten. Artikel 4 van de wet verhindert in dat geval wel de fysieke aflevering van de toonderstukken na 1 januari 2008. Voorts moet duidelijk zijn dat emittenten tot eind 2007 volkomen gerechtigd blijven om nieuwe toonderstukken uit te geven en te leveren. In de mate de rechtsbetrekking die deze stukken belichamen voor einde 2013 afloopt, zullen de toonderstukken tot aan hun maturiteit kunnen blijven circuleren, zonder enige verplichting tot conversie.<sup>26</sup> Voor de effecten van de overheidsschuld wordt dit thans uitdrukkelijk in de wet bevestigd.<sup>27</sup>

De vraag welke rechtsbetrekkingen door een 'uitgifte' na 1 januari 2008 worden geïsoleerd, kan interpretatievragen doen rijzen in de hypothesen waarin de effecten reeds bestaande rechten of aanspraken incorporeren. Zo bijvoorbeeld de vraag of een *stock split*, waarbij de bestaande (toonder)aandelen gesplitst worden, of de uitgifte van bonusaandelen bij

<sup>23</sup> Zie art. 96, § 1, lid 2 Wet Diverse Bepalingen (IV).

<sup>24</sup> Art. 96, § 2 Wet Diverse Bepalingen (IV).

<sup>25</sup> Vgl. L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, p. 272, nr. 26.

<sup>26</sup> Zo blijft het kredietinstellingen bijvoorbeeld toegestaan om kasbons of andere schuldinstrumenten met vervaldatum tot 31 december 2013 in toondervorm uit te geven tot 31 december 2007.

<sup>27</sup> Zie art. 7, § 1 Wet Afschaffing Toondereffecten, zoals vervangen door art. 88 Wet Diverse Bepalingen (IV).



incorporatie van reserves, nog mogelijk is in toondervorm indien de beslissing hiertoe na 1 januari 2008 wordt genomen. Gezien de *ratio* van de wet, komt het voor dat aan de notie ‘uitgifte’ een ruime interpretatie toekomt, die elke rechtshandeling omvat die aanleiding geeft tot de creatie van een toonderstuk dat niet reeds identieke rechten bundelt als op grond van een voorheen bestaand toonderstuk. In deze benadering vormen de *stock split* of de uitgifte van bonusaandelen een nieuwe uitgifte, die door de *standstill*-bepaling worden getroffen. Immers, de rechten verbonden aan het gesplitste aandeel zijn niet identiek aan de rechten die voorheen aan het aandeel kleefden, zelfs indien de optelsom van deze rechten gelijk is. Hetzelfde geldt voor de bonusaandelen: deze creëren thans een aanspraak op het deel van het eigen vermogen van de emittent dat in het maatschappelijk kapitaal werd ingelijfd.

Daarentegen moet het mogelijk blijven om de vervanging te krijgen van een bestaand effect (bijv. vernield toonderstuk) door de uitgifte van een duplicaat, nu aan dit duplicaat identieke rechten kleven als aan het originele stuk. Deze mogelijkheid vindt thans bevestiging binnen het stelsel van de Wet van 24 juli 1921 op de ongewilde buitenbezitstelling van titels aan toonder: de mogelijkheid voor de verzetdoende persoon om na een bepaalde termijn de aflevering van een duplicaat van het vermiste effect te krijgen (art. 24 Wet 24 juli 1921), of de mogelijkheid om een duplicaat van een vernield toondereffect te krijgen (art. 35 Wet 24 juli 1921), zal vanaf 1 januari 2014 enkel kunnen geschieden door de uitgifte van een ‘duplicaat’ in nominatieve of in gedematerialiseerde vorm.<sup>28</sup> *A contrario* volgt hieruit dat tot 31 december 2013 het duplicaat wel degelijk in toondervorm kan worden afgeleverd.

#### 4. Verbod van “feitelijke aflevering” van toondereffecten in België (art 4)

De *standstill*-regeling voor Belgische emittenten gaat gepaard met een meer algemene regeling die de circulatie van toonderstukken in België moet beperken. Zoals hoger aangegeven, in het toepassingsgebied van artikel 4 ruimer dan de enkele ‘Belgische’ effecten waarvoor de wet de geleidelijke afschaffing van de toondereffecten oplegt, maar treft het ook, en vooral, buitenlandse effecten. Het verbod van “feitelijke aflevering”, is evenwel onduidelijk geformuleerd, en roept de vraag op tot op weke hoogte toonderstukken in België nog fysiek kunnen circuleren na 1 januari 2008. Deze vragen komen hierna meer in detail aan bod.

##### a. Geviseerde effecten

Artikel 4 van de Wet viseert, zoals de tekst uitwijst, twee categorieën van effecten. Ten eerste geldt het verbod van feitelijke aflevering voor de in artikel 2 van de wet geviseerde effecten die zijn ingeschreven op een effectenrekening. Het verbod van feitelijke aflevering heeft hier tot gevolg dat de effecten die niet reeds het voorwerp uitmaken van een automatische conversie op grond van artikel 5 van de Wet<sup>29</sup>, niet langer uit het systeem van de bewaargeving op effectenrekening kunnen worden gehaald: weliswaar behouden de op effectenrekening ingeschreven effecten hun kwalificatie als ‘toondereffect’, maar de wet

<sup>28</sup> Zie de artikelen 24 en 31 Wet 24 juli 1921, zoals gewijzigd door K.B. 26 april 2007 tot toepassing van de wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder, *B.S.* 9 juli 2007. Deze wijzigingen treden pas in werking op 1 januari 2014 (zie art. 25, 3° K.B. 26 april 2007).

<sup>29</sup> Voor de effecten die van rechtswege zijn geconverteerd in gedematerialiseerde effecten is “fysieke aflevering” volkomen uitgesloten, nu de gedematerialiseerde effecten per definitie nog enkel bestaan onder de vorm van een boeking in rekening.

verhindert dat de belegger de teruggave van de effecten onder de vorm van toonderstukken kan eisen.

Ten tweede treft het verbod van feitelijke aflevering alle effecten aan toonder uitgegeven in het buitenland, beheerst door een buitenlands recht of uitgegeven door een buitenlandse emittent: de eerste twee gevallen viserend in essentie de situaties waarin een emittent naar Belgisch recht nog gerechtigd is tot uitgifte van schuldinstrumenten onder de vorm van toondereffecten, ingevolge de uitzondering ex artikel 2, lid 2 van de Wet. Zelfs indien de uitgifte, minstens gedeeltelijk, in België zou plaatsvinden, kan dit geen aanleiding geven tot de aflevering aan de belegger van toonderstukken: deze zullen noodgedwongen het voorwerp moeten uitmaken van een inschrijving in effectenrekening in het regime van vervangbare bewaargeving krachtens het K.B. nr. 62. Het laatste geval ('effecten uitgegeven door een buitenlandse emittent') omvat alle mogelijke toondereffecten die een emittent naar buitenlands recht, op grond van zijn eigen statuut, zou kunnen uitgeven, zonder enige inperking van het type van effecten zoals het geval is in artikel 2 van de Wet. Artikel 4 heeft voor deze emissies tot gevolg dat de uitgifte in België van de toondereffecten zonder meer mogelijk blijft, maar de fysieke aflevering van het toonderstuk wordt verboden.

#### b. "Feitelijke aflevering in België"

De wettelijke omschrijving van het verbod in artikel 4 omvat zowel een materieel element (feitelijke aflevering) als een territoriale afbakening ("in België"). Beide begrippen worden in de wettekst niet nader toegelicht, noch gaven ze tijdens de behandeling aanleiding tot enigerlei opmerking, maar geven niettemin aanleiding tot diverse interpretatievragen.

Uit de Memorie van Toelichting bij de Wet is af te leiden dat het verbod van "feitelijke aflevering" (in het Frans: "délivrance physique") niet elke vorm van *traditio* tussen twee personen viseert, maar veeleer de situatie van de emittent en de financiële instellingen op het oog heeft.<sup>30</sup> Met name doelt de feitelijke aflevering voornamelijk op de overhandiging van een toonderstuk bij zijn uitgifte door de emittent, of door een derde (bijv. plaatsende financiële instelling) namens de emittent. Door het verbod van materiële afgifte eveneens toe te passen voor de in effectenrekening ingeschreven effecten, is aan te nemen dat het verbod eveneens de situatie viseert waarbij, na een giraal afgewikkelde "secundaire" effectentransactie, de belegger de materiële afgifte van het toonderstuk vraagt.

Het territoriale aanknopingspunt voor het verbod van materiële aflevering is ruim opgevat: gevolg gevend aan de bemerkings van de Raad van State, onderstreepte de regering in de Memorie van Toelichting dat het verbod toepasselijk is op alle in België gevestigde financiële instellingen, evenals op de instellingen die in België werkzaam zijn onder het stelsel van (actieve) vrije dienstverlening.<sup>31</sup> De wet kan daarentegen geen afbreuk doen aan het recht op passieve vrije dienstverlening door buitenlandse financiële instellingen, en kan bijgevolg evenmin verbieden dat Belgische ingezetenen zich in het buitenland toonderstukken laten afleveren die ze aldaar hebben aangeschaft.

#### c. praktische draagwijdte van het verbod van "feitelijke aflevering"

---

<sup>30</sup> Zie Memorie van Toelichting, *Parl. St. K.*, doc. 51-1974/001, p. 12-13; vgl. B. FERON & A.-S. PIJCKE, *l.c.*, p. 133, nr. 52.

<sup>31</sup> Memorie van Toelichting, p. 13; advies Raad van State, *Parl. St. K.*, doc. 51-1974/001, p. 36.

De veeleer vage afbakening van het verbod in artikel 4 leidt tot de vaststelling dat de wet slechts in een beperkt circulatieverbod voor toondereffecten resulteert. Zo lijken ook na 1 januari 2008 een aanzienlijk aantal transacties met fysieke toonderstukken mogelijk, onder meer:

- overdrachten ten bezwarende titel, van niet-genoteerde toonderstukken: de toonderstukken die op 1 januari nog in fysieke vorm bestaan kunnen nog het voorwerp uitmaken van een onderhandse verkoop tussen particulieren.
- De overdracht van genoteerde effecten die nog niet in effectenrekening waren ingeschreven blijft eveneens mogelijk met fysieke levering van de toonderstukken, doch enkel wanneer de verkoop buiten de markt gebeurt. De verkopen op een gereglementeerde markt moeten immers door de tussenkommende financiële instellingen op girale wijze worden afgewikkeld, hetgeen de inschrijving op effectenrekening, en bijgevolg de van rechtswege conversie naar gedematerialiseerde effecten tot gevolg heeft. Voor de verkopen buiten een gereglementeerde markt biedt artikel 4 geen duidelijkheid over de vraag of een financiële instelling nog als bemiddelaar bij zulke verkoop kan fungeren. Wanneer bijvoorbeeld voor de private overdracht van een omvangrijk aandelenpakket beroep wordt gedaan op een financiële instelling als bemiddelaar, wordt de overdracht van de toonderstukken na de totstandkoming van de transactie voorzichtigheidshalve verricht zonder tussenkomst van de financiële instelling.
- De handgift of notariële schenking, met materiële *traditio* van de toonderstukken, is mogelijk zonder miskennis van het afleveringsverbod ex artikel 4 van de Wet, in de veronderstelling dat het zich enkel tot emittenten en financiële instellingen richt. Het zou dus mogelijk moeten zijn om de toonderstukken aan de instrumenterende notaris te overhandigen met het oog op de redactie van de schenkingsakte, en de notaris de opdracht te geven de stukken materieel ter hand te stellen van de begiftigde namens de schenker.
- De aankoop van en aflevering van toonderstukken die in het buitenland zijn uitgegeven door een Belgische ingezetene wordt niet gevat door artikel 4 van de Wet, en blijft, zelfs na de finale fase van afschaffing van de 'Belgische' toondereffecten, nog mogelijk.<sup>32</sup> De belegger beschikt, op grond van het vrije kapitaalverkeer, over de mogelijkheid om zelf de toonderstukken naar eigen land te repatriëren en ze in "gesloten" bewaargeving in een bankkluis bij zijn financiële instelling te bewaren. Voor zulke effecten rijst zelfs de vraag in welke mate de inschrijving van de effecten door de belegger bij zijn financiële instelling in België de onmogelijkheid tot gevolg heeft om naderhand opnieuw de afgifte ervan te vragen: in de mate het verbod van materiële aflevering enkel de terhandstelling van het toonderstuk bij de uitgifte of aankoop viseert, kan worden geadviseerd dat het opvragen van een initieel door de belegger aan zijn financiële instelling overhandigd toonderstuk, dat niet op grond van een andere wetsbepaling blijvend wordt geïmmobiliseerd<sup>33</sup>, mogelijk blijft

---

<sup>32</sup> Zie ook Commissieverslag Massin, *Parl. St. K.*, doc. 51-1974/003, p. 11.

<sup>33</sup> Immers, terwijl de effecten in de zin van artikel 2 van de Wet hetzij vanaf 1 januari 2008, hetzij op een later ogenblik zullen worden geconverteerd in gedematerialiseerde of nominatieve effecten, blijft de vorm van de buitenlandse (toonder)effecten door de wet onaangetaast.

#### d. toetsing van het verbod van “feitelijke aflevering” aan het vrij kapitaalverkeer

Het is duidelijk dat voorgaande beperkingen in de Europese context aan te merken zijn als een belemmering op het vrij kapitaalverkeer: de in België verblijvende belegger wordt geremd in de mogelijkheid om de fysieke aflevering van de effecten waarin hij heeft belegd (het weze buitenlandse effecten, of effecten verworven in het buitenland), te verkrijgen, en is gedwongen om deze aan te houden op een rekening, die gebeurlijk additionele kosten met zich mee kan brengen. Zulke, weliswaar niet-discriminerende, belemmering is enkel verenigbaar met het principe van het vrij kapitaalverkeer indien hiervoor een redelijke verantwoording voorligt op grond van een legitiem motief van algemeen belang.<sup>34</sup> Aan te nemen is dat het verbod van fysieke aflevering de algemeen belang-toets kan doorstaan: vooreerst kan het vastgeknoopt worden aan een motief van algemeen belang, meer bepaald het verzekeren van de effectiviteit van fiscale controles<sup>35</sup>; door de inschrijving op effectenrekening te eisen van beleggingsinstrumenten waarop de belegger vanuit zijn eigen land heeft ingetekend, zorgt de overheid voor een traceerbaarheid van het vermogen en de inkomsten van de belegger. Voorts lijkt de maatregel niet verder te gaan dan nodig is om het beoogde doel te bereiken: immers, de belegger behoudt de mogelijkheid om de effectenrekening aan te houden bij een in een andere lidstaat gevestigde financiële instelling, zodat het vrij kapitaalverkeer op dat punt gehandhaafd blijft en de belegger de voordelen van de mededinging tussen financiële instellingen op dit punt kan blijven benutten. Evenmin belet de regeling dat de belegger in het buitenland actief op zoek gaat naar beleggingsopportunities en zich in het buitenland toonderstukken aanschafte en fysiek laat afleveren. De regeling belet de belegger evenmin om deze stukken eigenhandig te importeren en in België aan te houden. Tot slot ligt in het algemeen geen minder belemmerend alternatief voor het afleveringsverbod: in de huidige stand van het Gemeenschapsrecht bieden noch de regelen inzake wederzijdse bijstand tussen belastingoverheden<sup>36</sup>, noch de Europese spaarrichtlijn<sup>37</sup>, een sluitende regeling die toelaat om de correcte belastingheffing op inkomsten uit toondereffecten te waarborgen. Op het vlak van wederzijdse bijstand tussen belastingoverheden kan het bankgeheim de uitwisseling van gegevens over de inning van inkomsten door (buitenlandse) belastingplichtigen in de weg staan<sup>38</sup>, terwijl het toepassingsgebied van de Spaarrichtlijn zich in essentie beperkt tot loutere schuldinstrumenten die aanleiding geven tot rentebetalingen aan natuurlijke personen.<sup>39</sup> Enkel in de mate de toepassing van de spaarrichtlijn toelaat om de correcte inning van de bronheffing op de toonderstukken te verzekeren binnen de Europese Unie, meer bepaald bij de uitgifte van obligaties en bepaalde deelbewijzen in collectieve beleggingsinstellingen, ten behoeve van natuurlijke personen, kan geargumenteed worden dat een verbod om deze

<sup>34</sup> Vgl. H.v.J., 30 november 1995, *Gebhard*, C-55/94, *Jur.* 1995, I-4165, dat in het EG-Verdrag een aan alle Verdragsvrijheden gemeenschappelijke regel leest dat zich verzet tegen elke, ook niet-discriminerende, belemmering van het vrij verkeer, inclusief het vrij verkeer van kapitaal.

<sup>35</sup> De coherentie van het fiscale stelsel, zoals in *Bachmann*-eenmalig door het Hof aanvaard, kan hier bezwaarlijk als legitiem motief dienen, in de mate er geen noodzakelijke en onlosmakelijke band bestaat tussen de afschaffing van de toonderstukken enerzijds en de inhouding van de belasting op de roerende inkomsten anderzijds.

<sup>36</sup> Zie met name richtlijn 77/799/EEG van de Raad van 19 december 1977 betreffende de wederzijdse bijstand van de bevoegde autoriteiten van de Lid-Staten op het gebied van de directe belastingen, *Pb.* L 336 van 26 december 1977, p. 15.

<sup>37</sup> Richtlijn 2003/48/EG van de Raad van 3 juni 2003 betreffende belastingheffing op inkomsten uit spaargelden in de vorm van rentebetaling, *Pb.* L 157 van 26.6.2003, blz. 38

<sup>38</sup> Zie art. 8 richtlijn 77/799/EEG.

<sup>39</sup> Zie art. 6 richtlijn 2003/48/EG.



toonderstukken fysiek in België af te leveren, een disproportionele inperking inhoudt op het vrij kapitaalverkeer tussen lidstaten. Laatstgenoemd grensoverschrijdend aanknopingspunt leidt tot slot tot een verdere inperking van het gebeurlijke Europeesrechtelijke probleem: enkel de uitgifte van obligaties door een buitenlandse emittent, dan wel door een Belgische emittent in het buitenland, zullen aan de regelen van vrij kapitaalverkeer kunnen worden getoetst. De obligatie-uitgifte in België door een emittent naar Belgisch recht ontbeert in principe het grensoverschrijdende element om te moeten worden getoetst aan het principe van vrij kapitaalverkeer.

## **B. Tweede fase (1 januari 2008 tot 31 december 2013): conversie op initiatief van de belegger**

### *1. Wettelijke regeling*

De tweede fase houdt in wezen de mogelijkheid voor de belegger in om, op eigen initiatief, over te gaan tot conversie van de toonderstukken die nog niet in fase 1 van rechtswege werden geconverteerd, om te zetten naar nominatieve of gedematerialiseerde effecten. Aanvankelijk voorzag de wet twee einddata, afhankelijk van de datum van uitgifte van de toondereffecten: voor de effecten uitgegeven voorafgaand aan de datum van bekendmaking van de Wet Afschaffing Toondereffecten (i.e. 23 december 2005<sup>40</sup>) eindigde de tweede fase op 31 december 2013; voor de effecten uitgegeven tussen 6 februari 2006 en 31 december 2007 opteerde de wetgever voor een vroegere einddatum, te weten 31 december 2012. De Wet Diverse Bepalingen (IV) heeft terecht voor een vereenvoudiging gezorgd, door de einddatum van de tweede fase voor alle effecten op 31 december 2013 te plaatsen.

In de tweede fase is de conversie in principe afhankelijk van een initiatief van de belegger: op grond van artikel 7, § 1 van de Wet moeten alle effecten aan toonder die niet van rechtswege werden omgezet, uiterlijk op 31 december 2013 worden omgezet naar hetzij nominatieve, hetzij gedematerialiseerde effecten, en zulks binnen de beperkingen van de statutaire bepalingen. De belegger zal bijgevolg enkel over een keuzemogelijkheid beschikken inzake de vorm van de effecten indien de statuten van de emittent hierin voorzien. Voor de genoteerde effecten die nog niet in effectenrekening waren ingeschreven, zal de inschrijving op rekening na 1 januari 2008 automatisch de conversie in gedematerialiseerde effecten tot gevolg hebben (art. 5, lid 2 Wet: zie hoger).

De concrete modaliteiten van de conversie zijn in detail uitgewerkt in de wet, waarbij een verder onderscheid gemaakt wordt naargelang de conversie geschiedt naar naamseffecten of naar gedematerialiseerde effecten:

- de conversie naar naamseffecten moet door de eigenaar van de effecten rechtstreeks, en tegen afgifte van de toonderstukken, worden gevraagd bij de emittent. De

---

<sup>40</sup> De eigenlijke publicatie van de wet geschiedde voor een eerste maal op 23 december 2005, maar werd integraal, bij wege van erratum, vervangen door de tekst die op 6 februari 2006 werd gepubliceerd. Desondanks kan als ‘datum van bekendmaking’ uitgegaan worden van 23 december 2005: uit de aanhef van het erratum, gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad van 6 februari 2006, kan immers worden afgeleid dat het niet de bedoeling was om een nieuwe tekst te publiceren, maar veeleer om de tekst, zoals ze werd bekendgemaakt op 23 december 2005, te vervangen.

omzetting gebeurt door de inschrijving van de effecten in het overeenkomstige register van effecten op naam.

- De conversie naar gedematerialiseerde effecten wordt door de houder gevraagd bij een erkend rekeninghouder of bij de door de emittent aangeduide vereffeninginstelling, tegen afgifte van de toonderstukken; de omzetting van de effecten vindt dan plaats op het ogenblik van de inschrijving in rekening, doch niet eerder dan de omzettingsdatum die in de statuten van de emittent is bepaald (zie verder).<sup>41</sup> De aldus ontvangen toonderstukken worden via het piramidale stelsel van gedematerialiseerde effectenrekeningen uiteindelijk aan de emittent overgemaakt: de rekeninghouder (indien deze niet zelf als vereffeninginstelling optreedt in de zin van artikel 475ter W. Venn.) overhandigt de effecten aan de vereffeninginstelling, en de vereffeninginstelling neemt een inschrijving voor de op rekening geboekte effecten bij de emittent, tegen overhandiging van de toonderstukken; op die wijze kan de emittent ook de hoeveelheid effecten die via het systeem in omloop zijn en ter conversie waren aangeboden, nagaan.

Op de emittent rust de taak om gebeurlijk te voorzien in de mogelijkheid tot conversie naar gedematerialiseerde effecten. Aanvankelijk voorzag de wet niet in specifieke regelen hieromtrent. De Wet Diverse Bepalingen (IV) heeft de regeling aangescherpt, en voorziet thans in een analoge regeling als voor genoteerde vennootschappen. Met name moet de emittent, ook indien diens statuten reeds voorzagen in de uitgifte van gedematerialiseerde effecten, in de statutenwijziging aangeven vanaf welke datum de toondereffecten die op effectenrekening zijn ingeschreven, onder gedematerialiseerde vorm zullen bestaan.<sup>42</sup> Voor de statutenwijziging kan wel gebruik gemaakt worden van de vereenvoudigde procedure van art. 98 Wet Diverse Bepalingen (IV), zowel voor de invoering van de mogelijkheid tot uitgifte van gedematerialiseerde effecten als voor de conversie van bestaande toondereffecten naar gedematerialiseerde effecten.<sup>43</sup>

De emittent die in de conversie naar gedematerialiseerde effecten voorziet, moet tevens, naar analogie met de situatie van genoteerde vennootschappen, bij bericht in het Belgisch Staatsblad en in landelijk verspreid dagbladen kenbaar maken welke vereffeninginstelling per categorie van effecten werd aangewezen, en vanaf welke datum de conversie zal plaatsgrijpen.

## 2. Toepassingsvragen

De veeleer beknopte regeling in de wet op het vlak van de conversie roept diverse vragen op betreffende de interactie met andere wetgeving, onder meer op het vlak van de regeling inzake het verzet op toondereffecten (Wet 24 juli 1921) en de witwasreglementering.

---

<sup>41</sup> Zie art. 7, § 3, lid 2 Wet Afschaffing Toondereffecten, zoals gewijzigd door art. 88 Wet Diverse Bepalingen (IV). Uit de bewoordingen “vanaf de in de statuten vermelde omzettingsdatum” valt af te leiden dat ook latere stortingen op effectenrekening op grond van de statutaire bepaling de conversie in gedematerialiseerde vorm tot gevolg zal hebben. Het verdient aanbeveling dat de statuten dit uitdrukkelijk bepalen.

<sup>42</sup> Art. 7, § 3, lid 1 Wet Afschaffing Toondereffecten, zoals gewijzigd door art. 88 Wet Diverse Bepalingen (IV).

<sup>43</sup> Zie art. 96, § 1, 2° Wet Diverse Bepalingen (IV).

#### a. Conversie van toondereffecten waarop verzet weegt

De aanbidding van toondereffecten aan financiële bemiddelaars met het oog op de inschrijving op effectenrekening leidt, zoals hoger aangegeven, van rechtswege tot wijziging van de vorm van de effecten in gedematerialiseerde effecten. Dit principe geldt zowel voor de genoteerde effecten die na 1 januari 2008 worden aangeboden<sup>44</sup>, als voor de niet-genoteerde effecten, vanaf de omzettingsdatum bepaald in de statuten.<sup>45</sup> Dit automatisme dreigt op gespannen voet te staan met de regeling inzake de ongewilde buitenbezitstelling van titels aan toonder (wet 24 juli 1921), dat de financiële bemiddelaars aan wie effecten worden aangeboden in beginsel verplicht om na te gaan of hierop enig verzet weegt, en hen verplicht om het effect in te houden en alle betalingen of verhandelingen op te schorten (art. 13 Wet 24 juli 1921. In de praktijk blijken financiële instellingen doorgaans niet zelf tot nazicht op mogelijk verzet in het Bulletin der Verzetten over te gaan, maar gebeurt dit doorgaans pas op het ogenblik waarop de aangeboden effecten door de financiële instelling bij de vereffening instelling worden gedeponerd. Hiertegenover staat dat de conversie naar gedematerialiseerd effect uit kracht van de wet intreedt op het ogenblik waarop het effect in de effectenrekening bij de financiële instelling wordt ingeschreven, en niet pas na de deponering bij de vereffening instelling.<sup>46</sup> Het gevolg hiervan is dat, bij ontstentenis van inhouding van het aangeboden effect door de financiële instelling aan wie de houder het toondereffect waarop verzet rustte heeft aangeboden, het betrokken effect onherroepelijk geconverteerd wordt in een gedematerialiseerd effect. De financiële instelling kan de inschrijving in rekening en de conversie niet ongedaan maken, nu de wijziging van de vorm van het effect uit kracht van de wet heeft plaatsgevonden. Het is de verzetdoende partij bijgevolg ook niet mogelijk om het betrokken toonderstuk te revindiceren. De financiële instelling die heeft nagelaten om de controle op verzet te verrichten, is gebeurlijk extra-contractueel aansprakelijk voor de gevolgen van zijn fout.<sup>47</sup> Deze aansprakelijkheid kan in het gedrang komen wanneer, ingevolge het foutief niet inhouden van het aangeboden toondereffect, de latere revindicatie door de verzetdoende partij onmogelijk blijkt.

De onmogelijkheid om vooralsnog het betrokken effect via een beslag te laten blokkeren in handen van de financiële instelling belet de verzetdoende partij echter niet om ten gronde nog het – inmiddels gedematerialiseerde – effect te revindiceren vanwege de titularis van de effectenrekening. Aangenomen wordt dat de conversie van het effect op zich de rechtsgevolgen en aanspraken van de verzetdoende partij op grond van de wet van 24 juli 1921 niet tenietdoet.<sup>48</sup> Mocht de houder van het – inmiddels gedematerialiseerde – effect dit

---

<sup>44</sup> Art. 5, lid 2 Wet Afschaffing Toondereffecten.

<sup>45</sup> Art. 7, § 3, lid 2 Wet Afschaffing Toondereffecten.

<sup>46</sup> Anders, B. FERON & A.-S. PIJCKE, *l.c.*, p. 134-135, nr. 59-61, die ervoor pleiten om het ogenblik van conversie pas te laten ingaan op het ogenblik waarop de effecten in rekening worden ingeschreven bij de vereffening instelling, precies om problemen rond de toepassing van de Wet van 24 juli 1921 te vermijden; vgl. L. VAN DEN STEEN, *o.c.*, p. 289, nr. 48. Deze visie valt echter niet te verzoenen met de duidelijke tekst van artikel 5 en 7 van de Wet Afschaffing Toondereffecten.

<sup>47</sup> Zie M. WYCKAERT, “Art. 13 Wet 24 juli 1921”, in *Comm. Fin.*, Antwerpen, Kluwer, losbladig (sept. 1996), p. 4, nr. 2.

<sup>48</sup> Zie B. FERON & A.-S. PIJCKE, *l.c.*, p. 135, nr. 62, met verdere verwijzingen.



inmiddels hebben vervreemd<sup>49</sup>, dan kan de derde verkrijger zich niet beroepen op het vermoeden van artikel 2279 B.W.<sup>50</sup>

#### b. Conversie van toondereffecten en preventieve verplichtingen inzake witwasbestrijding

In de praktijk heerst enige ongerustheid over de vraag of particuliere beleggers niet enige terughoudendheid aan de dag zullen leggen bij de aanbidding van hun toondereffecten ter conversie, uit vrees dat hun financiële instelling een melding aan de Cel voor Financiële Informatieverwerking (CFI) zal moeten verrichten wegens vermoeden van witwassen van kapitalen voortkomend uit een ernstige en georganiseerde fiscale fraude. Niet zelden zullen particuliere beleggers in het verleden immers “vergeten” zijn om de inkomsten op deze effecten, die in het buitenland werden geïnd met vrijstelling van roerende voorheffing, in de Belgische inkomstenbelasting aan te geven, hetgeen deze categorie van personen eerlang de bijnaam “Belgian dentist” heeft opgeleverd. Sommige stemmen pleiten dan ook voor een “gedoogbeleid” op het vlak van de meldingsplicht van financiële instellingen, teneinde dematerialisatieproces niet in het gedrang te brengen.

Vanuit juridische invalshoek kunnen terzake de volgende vaststellingen worden gedaan: op grond van de wet van 11 januari 1993 zullen de financiële instellingen aan wie toondereffecten ter conversie worden aangeboden inderdaad tot melding aan de CFI gehouden zijn van elke verdachte transactie die verband kan houden met het witwassen van gelden uit de georganiseerde misdaad. Op het vlak van fiscale misdrijven is zulks enkel het geval in geval van “ernstige en georganiseerde fiscale fraude waarbij bijzonder ingewikkelde mécanismen of procédés van internationale omvang worden aangewend”. Het ontbeken van enige wettelijke verduidelijking in de wet was evenwel van aard om rechtsonzekerheid te creëren, niet in het minst voor de meldingsplichtige financiële instellingen.

Recent heeft de wetgever gepoogd om terzake meer duidelijkheid te scheppen: Artikel 134 van de Programmawet van 27 april 2007<sup>51</sup> heeft immers een artikel 14quinquies in de preventieve witwaswet van 11 januari 1993 ingevoegd, dat aan de Koning de bevoegdheid verleent om via een lijst van indicatoren te expliciteren wanneer minstens sprake kan zij van zulke ernstige en georganiseerde fiscale fraude. Hieraan werd uitvoering gegeven door een K.B. van 3 juni 2007<sup>52</sup>. De erin vermelde niet-limitatieve lijst van indicatoren moet de meldingsplichtige instellingen toestaan om eenvoudiger de gevallen van ernstige en georganiseerde fiscale fraude te identificeren. Uit de lijst valt op te maken dat de situatie van de “Belgian dentist” doorgaans niet onder één van de indicatoren zal vallen, hetgeen echter niet uitsluit dat onder omstandigheden een vermoeden kan bestaan van “ernstige en georganiseerde fiscale fraude”. De desbetreffende regeling kan dus niet als een uiting van “gedoogbeleid” worden gezien, maar leidt er *de facto* wel toe dat financiële instellingen doorgaans niet tot melding zullen moeten overgaan wanneer een klant een pakket

---

<sup>49</sup> In de veronderstelling dat dit effect nog individualiseerbaar is: zodra het betwiste effect vermengd is met andere effecten van dezelfde soort op de effectenrekening, zal zulks problemen opleveren, in het bijzonder wanneer de effecten aan verschillende derden worden overgedragen.

<sup>50</sup> Zie art. 16 Wet 24 juli 1921, dat bijgevolg primeert op het vermoeden van eigendom ex art. 2279 B.W., dat thans ook inzake gedematerialiseerde effecten geldt (zie art. 475bis W.Venn.).

<sup>51</sup> B.S. 8 mei 2007.

<sup>52</sup> K.B. 3 juni 2007 tot uitvoering van artikel 14quinquies van de wet van 11 januari 1993 tot voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld en de financiering van terrorisme, B.S. 17 juni 2007.



toondereffecten ter conversie aanbiedt waarvan hij niet noodzakelijk de herkomst duidelijk kan aantonen.

Daarnaast heeft de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen in een circulaire betreffende de afschaffing van de toondereffecten<sup>53</sup> de kredietinstellingen en beursvennootschappen gewezen op de bijzondere waakzaamheid die in de context van de conversie van toondereffecten aan de dag moet gelegd worden voor mogelijke witwasoperaties. De CBFA dringt daarom aan op een strikte toepassing van de bestaande reglementering, onder meer de verplichting om met bijzondere aandacht elke verrichting te onderzoeken die de instellingen, uit hun aard of door hun ongebruikelijk karakter gelet op de activiteiten van de cliënt, bijzonder vatbaar achten voor het witwassen van geld.

Samenvattend blijkt uit voorgaand overzicht dat de vrees voor een systematische melding van aanbiedingen ter conversie wegens vermoeden van witwassen geen duidelijke grond vindt in de wet. Dit neemt echter niet weg dat aan de financiële instellingen de strikte toepassing van de preventieve witwaswetgeving wordt gevraagd. Het komt aan de financiële instelling dan ook toe om waakzaam te blijven voor mogelijke witwasoperaties: het aanbieden van een ongewoon groot aantal toondereffecten bij de financiële instelling verplicht laatstgenoemde om gebeurlijk opheldering te vragen over de herkomst van de betrokken effecten, teneinde na te gaan of inderdaad sprake kan zijn van een verdachte verrichting.

### **C. Derde fase (vanaf 1 januari 2014): automatische conversie en definitieve afschaffing van de toondereffecten**

In de derde fase maakt de benadering gebaseerd op het vrijwillig initiatief vanwege de belegger plaats voor een gedwongen conversie van de toondereffecten, die definitief uit het rechtsverkeer worden gehaald. De wettelijke regeling betracht hier een evenwicht te vinden tussen de doelstelling van definitieve afschaffing van de toondereffecten enerzijds, en de bescherming van de (financiële) belangen van de nog niet geïdentificeerde effectenbezitters anderzijds.

Dit proces verloopt in verschillende stadia, die hierna summier aan bod komen.

#### *1. Op 1 januari 2014: automatische conversie van de niet-aangeboden effecten en opschorting van de eraan verbonden rechten*

Na het verstrijken van de in artikel 7 van de Wet vermelde termijn (31 december 2013), zullen alle effecten waarvan de omzetting niet door de belegger werd gevraagd, van rechtswege omgezet worden in gedematerialiseerde effecten. De omzetting geschiedt evenwel in naamseffecten wanneer de statuten van de emittent niet in de uitgifte van gedematerialiseerde effecten voorzien of de emittent niet de nodige schikkingen heeft

---

<sup>53</sup> Circulaire PPB-2007-4-CPB aan de kredietinstellingen en de beursvennootschappen naar aanleiding van de wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder, 26 februari 2007, beschikbaar op <<http://www.cbfa.be>>.

getroffen met een vereffeningsinstelling of rekeninghouder die als vereffeningsinstelling fungeert om de conversie naar gedematerialiseerde effecten toe te laten.<sup>54</sup>

De emittent zal de inschrijving op de effectenrekening of in het register van de naamseffecten in eigen naam nemen, doch de wet preciseert dat de inschrijving de emittent niet de hoedanigheid van eigenaar verleent (art. 9, lid 4). De inschrijving wordt genomen voor rekening van de niet-geïdentificeerde eigenaar van de effecten, en is derhalve op het eerste gezicht juridisch te ontlede als een commissieverhouding. Bij ontstentenis van contractuele band met de eigenaar vertoont de inschrijving veeleer kenmerken van de zaakwaarneming (art. 1371 B.W.), doch deze vindt wel zijn oorsprong in een wettelijke verplichting. Er kan dan ook best gewag gemaakt worden van een specifieke wettelijke vorm van eigendom tot beheer in hoofde van de emittent, doch zonder aan de emittent de prerogatieven van het eigendomsrecht toe te kennen.<sup>55</sup>

Aan de inschrijving op naam van de emittent kleven geen andere rechtsgevolgen, nu de emittent zich niet manifesteert als eigenaar van de effecten of als titularis van de eraan verbonden rechten. Zo is bijvoorbeeld aan te nemen dat de betrokken effecten niet worden meegerekend voor de drempels inzake inkoop van eigen aandelen of kruisparticipaties.<sup>56</sup>

Alle rechten verbonden aan de aldus geconverteerde effecten worden opgeschort totdat de rechtmatige titularis ervan zich kenbaar maakt en de effecten op zijn naam laat inschrijven. De opschorting treft zowel de lidmaatschapsrechten (stemrecht, voorkeurrecht, ...) als de financiële rechten (dividenden, ...). De rechten die slechts gedurende een bepaalde tijd kunnen worden uitgeoefend, zullen na verloop van die tijd vervallen indien de eigenaar zich nog niet heeft gemanifesteerd. Zo zal de eigenaar vanzelfsprekend geen aanspraak meer kunnen maken op de uitoefening van een voorkeurrecht bij kapitaalverhoging indien hij pas opduikt na afloop van die kapitaalverhoging. Anderzijds is aan te nemen dat de emittent de betrokken effecten als een goed huisvader moet beheren: zo zal de emittent gebeurlijk de niet-uitgeoefende voorkeurrechten te gelde moeten maken, en moeten doorstorten aan de eigenaar wanneer deze zich later kenbaar maakt.

Eenmaal de eigenaar van de effecten zich manifesteert, zal hij alle opgeschorte rechten die niet zijn vervallen, kunnen opeisen (bijv. uitbetaalde dividenden). Onduidelijk is wie de kosten verbonden aan het beheer van de effecten, onder meer de kosten van de effectenrekening, zal moeten dragen. De wet bepaalt dat de kosten voor het openen en houden van de effectenrekening wordt gedragen door de emittent (art. 9, lid 3), maar geeft niet duidelijk aan of deze kosten naderhand mogen doorgerekend worden aan de eigenaar. De analyse van de hoedanigheid van de emittent als eigenaar tot beheer, laat toe te besluiten dat de kost finaal moet gedragen worden door de werkelijke eigenaar.

Per slotsom blijkt dat vanaf 1 januari 2014 de toondereffecten juridisch elke waarde worden ontnomen, en als vorm van effecten uit het rechtsverkeer verdwijnen: als effect incorporeren

---

<sup>54</sup> Vóór de wijziging van artikel 9 door de Wet Diverse Bepalingen (IV), vereiste de automatische conversie naar naamseffecten een daartoe strekkende beslissing van de emittent. Dit kon evenwel tot een onwerkbaar situatie leiden in de hypothese dat de statuten niet in de uitgifte van gedematerialiseerde effecten voorzagen en de emittent naliet om een beslissing tot omzetting in naamseffecten te nemen. De wijziging van de wet biedt een uitweg uit deze impasse, door de omzetting in deze of gene vorm louter van objectieve factoren te laten afhangen.

<sup>55</sup> Vgl. L. VAN DEN STEEN, *l.c.*, p. 285, nr. 41, die de emittent kwalificeert als een fiduciaire titularis, die een zorgplicht over de effecten heeft ten aanzien van de rechthebbenden van de effecten.

<sup>56</sup> In dezelfde zin: X. DIEUX, *l.c.*, p. 143; L. VAN DEN STEEN, *o.c.*, p. 285, nr. 41.

ze niet langer een bundel aan lidmaatschaps- en financiële rechten, nu deze kleven aan het geconverteerde effect. Hooguit behoudt het toonderstuk een functie als titel van eigendom op het inmiddels geconverteerde effect.

## *2. Vanaf 1 januari 2015: tekoopstelling van de effecten*

Vanaf 1 januari 2015 worden de effecten waarvan de rechthebbende zich nog niet kenbaar hebben gemaakt, te koop gesteld. Hieraan voorafgaand is de emittent er evenwel toe gehouden een laatste oproep tot de mogelijke eigenaars te richten door middel van een bericht in het Belgisch Staatsblad en twee nationaal verspreide dagbladen. Voor de eigenlijke verkoop kan doorgaan, moet nog een termijn van één maand na publicatie van dit bericht worden gelaten waarin de eigenaar zijn aanspraken op de (geconverteerde) effecten kan laten gelden.

De wijze van verkoop van de effecten verschilt naargelang de effecten al dan niet genoteerd zijn: de genoteerde effecten worden door de emittent verkocht op een gereguleerde markt, waardoor een normale marktprijs voor de effecten kan worden verkregen. Voor de niet-genoteerde effecten meldt de wet enkel dat de emittent ze te koop aanbiedt, zonder verdere modaliteit voor de verkoop te specificeren. Wellicht zal hiervoor in vele gevallen beroep gedaan worden op een financiële instelling die als makelaar optreedt. In elk geval zal de emittent er zich voor moeten hoeden om niet over te gaan tot een openbaar aanbod van de effecten in de zin van de prospectuswetgeving. Doorgaans zal de geringe waarde van de te koop aangeboden effecten de prospectusplicht verhinderen: de tekoopstelling van effecten met een totale tegenwaarde van minder dan 100.000 euro, ontsnapt immers in elk geval aan prospectusplicht, ongeacht de wijze waarop het aanbod kenbaar werd gemaakt.<sup>57</sup> Wordt deze globale drempel evenwel overschreden, dan zal de emittent erop moeten toezien geen middelen te hanteren waardoor het aanbod tot verkoop als ‘openbaar’ kan worden bestempeld, en de emittent bijgevolg prospectusplichtig zou zijn.<sup>58</sup>

De opbrengst van de verkoop moet, na aftrek van de kosten verbonden aan de verkoop en aan de bewaring van de effecten sedert 1 januari 2014, in consignatie worden gegeven bij de Deposito- en Consignatiekas. In tegenstelling tot de situatie tussen 1 januari 2014 en de verkoop van de effecten, geeft de wet dus duidelijk aan dat de bewaringskosten finaal niet door de emittent moeten worden gedragen.<sup>59</sup>

Voornamelijk voor de niet-genoteerde effecten is het perfect denkbaar dat voor de tekoopstelling geen kandidaten opduiken. In dit geval zal de emittent, bij ontstentenis van verkoop op 30 november 2015, de effecten zelf in consignatie moeten geven bij de Deposito- en Consignatiekas. Verkeerdelijk maakt de wet in dit verband gewag van de “neerlegging van de effecten, alsof deze nog zouden bestaan onder de vorm van toonderstukken. Ingevolge de van rechtswege conversie, is veeleer aan te nemen dat de Deposito- en Consignatiekas een inschrijving zal moeten nemen voor de betrokken effecten bij de erkende rekeninghouder of in het register van naamseffecten bij de emittent, ter vervanging van de emittent zelf.

---

<sup>57</sup> Zie art. 3, § 2, e) Wet 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *B.S.* 21 juni 2006.

<sup>58</sup> Cf. Art. 42, 2° Wet 16 juni 2006.

<sup>59</sup> Zie art. 11, § 1, leden 4 en 6, en art. 11, § 2, leden 3 en 5 Wet Afschaffing Toondereffecten voor resp. de genoteerde en niet-genoteerde effecten.



### 3. Revindicatie door de eigenaar van de geconsigneerde verkoopopbrengst of effecten

De consignatie van de verkoopopbrengsten of van de niet-verkochte effecten laat de eigenaar nog steeds toe om zijn aanspraken te laten gelden jegens de Deposito- en Consignatiekas. Evenwel poogt de wetgever zulke situatie duidelijk te ontmoedigen: de eigenaar zal, bij de opeising van de sommen of de effecten een boete verschuldigd zijn van 10% van de (verkoop)waarde van de effecten voor ieder begonnen jaar na 31 december 2015.<sup>60</sup> Dit impliceert de teloorgang van de volledige waarde van het effect na een bijkomende termijn van 10 jaar. De sommen die in consignatie zijn gegeven, zullen overigens geen interest dragen.<sup>61</sup> Bijkomend geeft de wet aan dat de Deposito- en Consignatiekas bij de inning van de boete de gegevens over de identiteit van de rechthebbende zal mededelen aan de bij koninklijk besluit te bepalen publieke overheden. Ook deze bepaling wil een ontradend effect teweeg brengen, door in de mogelijkheid te voorzien om onder meer de fiscale administratie in te lichten van de identiteit van de rechthebbende.

#### **Conclusie: de teloorgang van de Belgian dentist ?**

De Wet van 14 december 2005 houdt een verwezenlijking in die enkele jaren wellicht volkomen ondenkbaar was. Ze is hierbij niet beperkt gebleven tot een symbolische regeling, maar houdt een daadwerkelijke afschaffing in van de toondereffecten in de Belgische rechtsorde. De regeling toont evenwel terzelfder tijd aan tegen welke grenzen de wetgever aankijkt bij de poging tot het bannen van toondereffecten in de Belgische rechtsorde: de wetgever kan niet interfereren in de vorm van effecten uitgegeven door entiteiten naar buitenlands recht, evenmin als ze op disproportionele wijze de vrijheid van Belgische ingezetenen om buitenlandse beleggingsinstrumenten te verwerven en aan te houden, aan banden mag leggen.

De analyse van een aantal interpretatievragen bij de wet heeft aangetoond dat, in het bijzonder wat buitenlandse effecten betreft, de wet nog grote ruimte laat aan de Belgische beleggers om toonderstukken aan te houden, zij het dat ze een iets sterker initiatief aan de dag zullen moeten leggen om er de hand op te leggen. Vanuit die optiek bekeken, valt het dan ook te betwijfelen of de *Belgian dentist* door deze wet gedoemd is algeheel te verdwijnen.

De Belgische wetgever had ongetwijfeld verder kunnen gaan in het beperken van de fysieke circulatie van toonderstukken zonder Europeesrechtelijk te zondigen. De onduidelijke draagwijdte van artikel 4 van de wet betreffende de “feitelijke aflevering” van toonderstukken laat evenwel de deur open voor diverse ontwijkingsroutes.

Desondanks kan de wettelijke regeling toegejuicht worden. Het behoud van “papieren” effecten in de huidige technologische omgeving is duidelijk een anachronisme, en het halsstarrig verdedigen van hun bestaan in sommige kringen kan nagenoeg niet anders verkaart worden dan vanuit een verbeterheid om instrumenten te bieden om de fiscale wetgeving te blijven ontduiken. Op termijn lijkt een verdere verstrenging van het regime voor

---

<sup>60</sup> Art 11, § 3 Wet Afschaffing Toondereffecten.

<sup>61</sup> Zie art. 19 K.B. nr. 150 van 18 maart 1935, zoals gewijzigd door K.B. 26 april 2007 tot toepassing van de wet van 14 december 2005 houdende afschaffing van de effecten aan toonder. *B.S.* 9 juni 2007.





buitenlandse effecten wellicht wenselijk, maar bovenal zal de oplossing op Europese schaal moeten worden gezocht, onder meer door de verruiming van het toepassingsgebied van de Europese Spaarrichtlijn. Deze zou idealiter de ‘vluchtroute’ van de toondereffecten nutteloos kunnen maken. In afwachting hiervan is de vraag of de Belgian dentist nog lang zal blijven gedijen voornamelijk een mentaliteitskwestie.

# Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.