

Een grensgeval in het financieel toezichtrecht

Prof. mr. D. Busch

HR 8 april 2011, LJN: BP4023 (*Vereniging Belangenbehartiging Commandieten 'Befra' c.s. / Coöperatieve Rabobank Kromme Rijn UA e.a.*)¹

Inleiding

Kan de beherend vennoot van een commanditaire vennootschap die uitsluitend belegt met het door de enige stille vennoot ingebrachte vermogen, worden aangemerkt als individueel vermogensbeheerder dan wel als effectenbemiddelaar in de zin van de financiële toezichtregeling? Deze vraag staat centraal in het ter bespreking voorliggende arrest van de Hoge Raad. Als de vraag bevestigend wordt beantwoord, heeft dat tot gevolg dat de beherend vennoot onderworpen is aan de toezichtregels die gelden voor individueel vermogensbeheerders en effectenbemiddelaars, op de naleving waarvan (thans voornamelijk) de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) toeziet. In de praktijk werd reikhalzend uitgezien naar de uitspraak, vooral omdat rechtbank en hof tegengestelde uitspraken deden.² In het verlengde van deze kernvraag speelde een belangrijke vervolgvraag. Als de beherend vennoot moet worden aangemerkt als individueel vermogensbeheerder of effectenbemiddelaar in de zin van de toezichtregeling, kunnen de AFM en de banken die bij de beleggingsconstructie betrokken waren dan met succes worden aangesproken door een stille vennoot die schade heeft geleden doordat de beherend vennoot de alsdan toepasselijke toezichtregels niet heeft nageleefd?

Feiten

3.1 In cassatie kan van het volgende worden uitgegaan.

(i) Bij notariële akte van 20 februari 1998 is de Stichting Befra (hierna: Befra) opgericht.

De heer L.A. Niemantsverdriet, die bij deze oprichting als schriftelijk gemachtigde van een directeur van FRA Vermogensadvies B.V. optrad, is bij deze akte tot voorzitter van die stichting benoemd, en FRA

Vermogensadvies B.V. tot penningmeester/secretaris.

(ii) De doelstelling van Befra is in art. 2 van de akte als volgt omschreven:

‘(1) De stichting heeft ten doel: het voeren van beheer over beleggingsvennootschappen en het adviseren op het gebied van vermogensplanning, en voorts al hetgeen met een en ander rechtstreeks of zijdelings verband houdt of daartoe bevorderlijk kan zijn, alles in de ruimste zin des woords.

(2) De stichting tracht haar doel onder meer te verwezenlijken door het optreden als beherend vennoot in commanditaire vennootschappen.’

(iii) Dergelijke commanditaire vennootschappen zijn opgericht tussen februari 1998 en maart 2000, telkens tussen Befra (vertegenwoordigd door Niemantsverdriet) als beherend vennoot en, in de regel, een natuurlijke persoon als commanditaire vennoot. Befra is met de eisers genoemd onder 10 en 91 in de bijlage bij de cassatiedagvaarding telkens twee commanditaire vennootschappen aangegaan. In enkele gevallen heeft Befra niet met natuurlijke personen, maar met besloten vennootschappen de commanditaire vennootschappen gesloten.

(iv) In de overeenkomsten op grond waarvan de commanditaire vennootschappen zijn opgericht, is (steeds) bepaald dat de stille vennoot vermogensbestanddelen inbrengt terwijl hij voor deze inbreng een vordering op de vennootschap krijgt. Er is ook bepaald dat de stille vennoot via een privé-rekening voor zijn aandeel in de winst dan wel het verlies van de vennootschap zal worden gecrediteerd of gedebiteerd. Daarmee hebben de stille vennoten vermogensbestanddelen afgestaan aan ‘hun’ commanditaire vennootschap en het risico aanvaard dat zij bij een negatief bedrijfsresultaat nog aanvullend kapitaal zouden moeten verstrekken. In de overeenkomsten is steeds bepaald dat Befra voor haar optreden als beherend vennoot recht had op een vergoeding.

(v) Befra had vanaf maart of april 1998 (op eigen naam) een betaalrekening bij de Rabobank Kromme Rijn UA te Houten (hierna: Rabobank). Tussen maart 1998 en eind 1999 zijn bij Rabobank voorts 64 betaalrekeningen en nog diverse beleggingsrekeningen ten name van de commanditaire vennootschappen geopend, waarbij Befra als beherend vennoot beschikkingsbevoegd was. De bij het aangaan van

¹ Dit arrest is eerder besproken door C.M. Grundmann-van de Krol in *JOR* 2011/188.

² Zie Rb. Amsterdam 14 september 2005, *JOR*

2005/277 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en B.P.M. van Ravels (*Vereniging Belangenbehartiging Commandieten Befra c.s./AFM e.a.*); Hof

Amsterdam 23 december 2008, *JOR* 2009/44 m.nt. F.M.A. 't Hart (*Vereniging Belangenbehartiging Commandieten Befra c.s./AFM e.a.*).

de commanditaire vennootschappen bepaalde inbreng van de stille vennoten werd, in elk geval tot eind 1998, geëffectueerd door overmaking van het bedrag van die inbreng op deze ten name van de commanditaire vennootschappen staande betaalrekeningen bij Rabobank, in een enkel geval door overboeking van een effectenportefeuille op de ten name van de commanditaire vennootschap staande effectenrekening bij Rabobank.

(vi) Bij brief van 24 februari 2000 heeft Rabobank de relatie met Befra opgezegd.

(vii) Op 31 maart 1999 heeft Befra met FBS Bankiers (thans SNS Securities NV, hierna FBS) een overeenkomst van vermogensbeheer gesloten, in verband waarmee bij FBS een betaal- en een effectenrekening ten name van Befra zijn geopend. Naar deze betaalrekening heeft Befra diverse bedragen doen overmaken die zijn aangewend voor de verwerving van effecten. Op 1 april 2000 had dit door FBS beheerde vermogen (geheel bestaande uit aandelen) een waarde van ongeveer twee en een half miljoen euro. Na medio april 2000 is aan het vermogensbeheer niet of nauwelijks meer uitvoering gegeven in verband met beslaglegging door enkele van de stille vennoten.

(viii) Ook met Van der Hoop Effectenbank NV (hierna Van der Hoop) heeft Befra een overeenkomst van vermogensbeheer gesloten, ingaande 5 januari 2000, in verband waarmee een effectenrekening ten name van Befra is geopend. Vanaf de rekeningen van diverse commanditaire vennootschappen zijn bedragen naar deze effectenrekening ten name van Befra overgemaakt, tot in totaal ongeveer één miljoen gulden. Begin 1999 zijn bij Van der Hoop beleggingsrekeningen ten name van zes van de commanditaire vennootschappen geopend, enkele op verzoek van Befra, maar ook enkele op verzoek van de stille vennoot. Met deze rekeninghouders heeft Van der Hoop afzonderlijke overeenkomsten van vermogensbeheer gesloten. Het behaalde rendement is bijgeschreven op de rekeningen van de desbetreffende commanditaire vennootschappen. Op verzoek van de advocaat van FRA Vermogensadvies B.V. heeft Van der Hoop zowel de effectenrekening ten name van Befra als de effectenrekeningen ten name van de commanditaire vennootschappen in of omstreeks februari 2000 geblokkeerd.

(ix) In de loop van het jaar 1999 is een geschil ontstaan tussen Niemantsverdriet en FRA Vermogensadvies B.V. Daarbij werd Niemantsverdriet verweten dat hij geen inzicht gaf in de stand van zaken bij Befra. In februari 2000 is Niemantsverdriet bij FRA Vermogensadvies B.V. ontslagen, en als voorzitter van Befra afgetreden. FRA Hold B.V. (een houdstermaatschappij 'boven' FRA Vermogensadvies B.V.) is opgetreden als nieuwe bestuurder van Befra, maar is niet erin geslaagd inzicht te krijgen in de vermogenspositie en de verplichtingen van Befra.

(x) Op 2 augustus 2000 zijn de vennootschappen 'onder' FRA Hold B.V. in staat van faillissement komen te verkeren. Op aanvraag van de curator in dat faillissement is op 8 augustus 2000 ook Befra failliet verklaard.

(xi) De (rechtspersonen van de) stille vennoten hebben in het faillissement van Befra vorderingen ingediend van in totaal f 29.571.982,08. De curator heeft de vorderingen van (de rechtspersonen van) de stille vennoten (eisers in cassatie onder 2 tot en met 92 alsmede drie personen die niet meer in cassatie optreden) erkend, met inbegrip van een (fictief) rendement op hun inbreng in de commanditaire vennootschappen. Op die basis heeft de curator de stille vennoten bij wege van voorlopige uitdeling in totaal f 19.527.472,62 uitgekeerd.

(xii) Met het toezicht op de naleving van het bepaalde in en krachtens de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) was belast de Stichting Toezicht Effectenverkeer (hierna: STE), waarvan de naam op 1 maart 2002 is gewijzigd in AFM.

(xiii) Bij brief van 16 oktober 1998 heeft de STE aan Befra meegegeeld dat zij als cliëntenremisier was ingeschreven in het in art. 21 Wte 1995 bedoelde register en ingevolge art. 10 Wte 1995 was vrijgesteld van het in art. 7 lid 1 Wte 1995 gestelde verbod om in of vanuit Nederland als cliëntenremisier diensten aan te bieden of te verlenen. In deze brief is voorts erop gewezen dat een cliëntenremisier zijn werkzaamheden dient te beperken tot het aanbrengen van cliënten bij - kort gezegd - een geregistreerde of van registratie vrijgestelde effecteninsetting, terwijl het bepaalde in art. 24 Besluit toezicht effectenverkeer 1995 dient te worden nageleefd.³

(xiv) Bij brief van 26 april 1999 heeft Niemantsverdriet namens Befra aan de STE doen weten 'als beherende vennoot van diverse beleggingscommanditaire vennootschappen' een rekening bij FBS te hebben geopend.

(xv) Daarop heeft de STE Befra bij brief van 21 juni 1999 doen weten dat haar registratie als cliëntenremisier was aangevuld. Daarbij verzocht de STE, voor zover zulks nog niet was geschied, een kopie over te leggen van de overeenkomst die Befra had gesloten met de effecten- of beleggingsinstellingen bij wie zij cliënten aanbracht.

(xvi) Bij brief van 13 april 2000 heeft de STE Befra ('t.a.v. het bestuur') bericht dat zij 'het aanbieden van c.v.-constructies' in strijd met art. 7 Wte 1995 achtte. Voorts strekt deze brief tot bevestiging van mondelinge afspraken die erop neerkomen dat de STE wekelijks op de hoogte zal worden gehouden van de vorderingen van een onderzoek naar de inbreng van gelden, de samenstelling van de portefeuilles van verschillende cliënten, en de afwikkeling daarvan, alsmede dat geen nieuwe 'c.v.-constructies' zullen worden aangegaan.

Relevante regelgeving

3.2 Voor de relevante regelgeving wordt verwezen naar de conclusie van de Advocaat-Generaal onder 4.2.2. De hier in het bijzonder van belang zijnde bepalingen van de Wte 1995, zoals deze destijds golden, luiden als volgt.

Art. 1 Wte 1995

'In deze wet en de daarop berustende bepalingen wordt - voor zover niet anders is bepaald - verstaan onder

(...)

b. effectenbemiddelaar:

1. degene die als tussenpersoon, anders dan op grond van een overeenkomst als bedoeld onder c, beroeps- of bedrijfsmatig werkzaam is bij de totstandkoming van transacties in effecten;
2. degene die beroeps- of bedrijfsmatig de mogelijkheid aanbiedt, door het openen van een rekening, vorderingen te verkrijgen luidende in effecten, waarbij door middel van deze rekening transacties in effecten kunnen worden bewerkstelligd;
3. degene die beroeps- of bedrijfsmatig, anders dan bij uitgifte van effecten, voor eigen rekening effectentransacties verricht teneinde een markt in effecten te onderhouden of een voordeel te behalen uit een verschil tussen vraag- en aanbodprijzen van effecten;

(...)

c. vermogensbeheerder:

1. degene die beroeps- of bedrijfsmatig op grond van een overeenkomst het beheer voert over effecten die toebehoren aan een natuurlijke persoon of rechtspersoon dan wel over aan deze persoon toebehorende middelen ter belegging in effecten, daaronder begrepen het verrichten of doen verrichten van effectentransacties voor rekening van de persoon met wie de overeenkomst is gesloten;

3 Deze bepaling luidde destijds als volgt: 'Een effecteninsetting houdt zich bij het verrichten van haar werkzaamheden aan door de toezicht houdende autoriteit te stellen regels die ertoe strekken dat de effecteninsetting: (a) handelt in het belang van haar cliënten en de adequate functionering van de effectenmarkten; (b) in het belang van haar cliënten kennis neemt van hun financiële positie, ervaring en beleggingsdoel-

stellingen, voor zover dit redelijkerwijs van belang is met het oog op het verrichten van haar diensten; (c) haar cliënten de gegevens en bescheiden verstrekt die nodig zijn voor de beoordeling van de door haar aangeboden diensten en de effecten waarop die diensten betrekking hebben; (d) belangenconflicten tracht te voorkomen en, wanneer deze onvermijdelijk zijn, ervoor zorgt dat haar cliënten op billijke wijze worden behandeld; (e) de

bevoegdheden die zij heeft gekregen ten behoeve van de door haar te verrichten diensten, niet gebruikt voor andere doeleinden dan die waarvoor zij aan haar zijn verleend; en (f) een goede interne organisatie en adequate controlemechanismen heeft ten behoeve van de naleving van de in de aanhef bedoelde regels en ter bevordering van de continuïteit van haar bedrijfsvoering.'

(...)

d. effecteninstelling: een effectenbemiddelaar of een vermogensbeheerder;

(...)

Art. 7 lid 1 Wte 1995

'Het is verboden zonder vergunning als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder in of vanuit Nederland diensten aan te bieden of te verrichten. (...)'

Procesverloop

3.3.1 De Vereniging Belangenbehartiging Commandieten 'Befra' (hierna de Vereniging) c.s. hebben, voor zover thans van belang, bij inleidende dagvaarding gevorderd voor recht te verklaren dat de Banken en AFM onrechtmatig hebben gehandeld jegens de [stille vennoten] (hierna de Beleggers). Aan hun vordering hebben zij ten grondslag gelegd, kort gezegd, dat

- Rabobank, FBS en Van der Hoop (hierna gezamenlijk de Banken) jegens (telkens een deel van) de Beleggers onrechtmatig hebben gehandeld, doordat zij:

(a) in strijd met het voorschrift van het toenmalige art. 25 van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer (NR 1995), later art. 41 van de gewijzigde Nadere Regeling toezicht effectenverkeer (NR 1999), effectenorders van Befra hebben uitgevoerd en vermogensbeheer op zich hebben genomen, terwijl Befra voor de Beleggers is opgetreden als orderremisier en vermogensbeheerder zonder over de daarvoor op grond van art. 7 Wte 1995 vereiste vergunning te beschikken. De vermelde artikelen verbieden banken om effectentransacties te verwerken voor een partij die vergunningplichtig is op grond van art. 7 Wte 1995, maar niet is opgenomen in het op art. 21 Wte 1995 gebaseerde register van vergunninghouders;

(b) niet aan hun bijzondere zorgplicht hebben voldaan, zoals opgenomen in art. 28 lid 1 NR 1999, omdat zij geen onderzoek hebben gedaan naar de financiële positie, de kennis en ervaring van de stille vennoten;

(c) in strijd met hun verplichtingen de door de stille vennoten ingelegde bedragen niet gescheiden per commanditaire vennootschap hebben geadministreerd, maar aangehouden of doorgeboekt op verzamelrekeningen ten name van Befra, waardoor Befra, respectievelijk Niemantsverdriet, aanzienlijke bedragen ten eigen bate kon onttrekken zonder dat de Beleggers dat konden waarnemen.
- AFM onrechtmatig heeft gehandeld doordat zij haar toezichhoudende taak heeft verzaakt, terwijl de door de Beleggers geleden schade voorkomen had kunnen worden als AFM had ingegrepen.

3.3.2 De rechtbank heeft de Vereniging niet-ontvankelijk verklaard in haar vordering tegen Beleggers die niet zelf, maar met gebruikmaking van een besloten vennootschap als stille vennoot met Befra een commanditaire vennootschap zijn aangegaan. Zij heeft voorts voor recht verklaard dat de Banken en AFM onrechtmatig hebben gehandeld jegens de Beleggers en hoofdelijk gehouden zijn de schade te vergoeden en dat een derde deel van de schade aan de Beleggers zelf dient te worden toegerekend.

3.3.3 In het door de Vereniging c.s. ingestelde hoger beroep heeft het hof het vonnis bekrachtigd voor zover het betreft de voormelde niet-ontvankelijkverklaring, maar voor het overige vernietigd en heeft het alle vorderingen van de Vereniging c.s. afgewezen.

Uitspraak Hoge Raad

3.4.1 De onderdelen 1a-1d hebben betrekking op de kern van het geschil, te weten of Befra als beherend vennoot van de commanditaire vennootschappen, waarin de stille vennoten vermogen hebben ingebracht ter belegging door Befra, is opgetreden als vermogensbeheerder in de zin van art. 1, aanhef en onder c, Wte 1995. Deze onderdelen richten zich tegen rov. 3.4.4, 3.4.7 en 3.4.8 en de daarop voortbouwende overwegingen van het hof.

Eerstgenoemde overwegingen van het hof houden, samengevat, het volgende in.

Uitgangspunt moet zijn dat de vrijheid om een door de wet erkend samenwerkingsverband te kiezen en binnen dat samenwerkingsverband kapitaal af te zonderen voor - naar verwachting - winstgevendende activiteiten niet wordt beperkt op een wijze die de wetgever ten aanzien van die bepaalde rechtsvorm niet heeft voorzien, ook niet indien gekozen wordt voor een commanditaire vennootschap die activiteiten ontplooit die neerkomen op beleggen in effecten. In dat geval zijn dus niet zonder meer (ook) de voorschriften toepasselijk die strekken tot bescherming van individuele beleggers. (rov. 3.4.4). In (het model voor) de overeenkomst waarbij de onderhavige commanditaire vennootschappen zijn aangegaan, is (steeds) bepaald dat de stille vennoot vermogensbestanddelen inbrengt terwijl hij voor deze inbreng een vordering op de vennootschap krijgt. Er is ook bepaald dat de stille vennoot via een privé-rekening voor zijn aandeel in de winst dan wel het verlies van de vennootschap zal worden gecrediteerd of gedebiteerd. Aldus hebben de stille vennoten vermogensbestanddelen afgestaan aan 'hun' commanditaire vennootschap, en het risico aanvaard dat zij bij een negatief bedrijfsresultaat nog aanvullend kapitaal zouden moeten verstrekken. (rov. 3.4.7). Aldus is een wezenlijk andere verhouding vastgelegd dan het ter beschikking stellen van vermogensbestanddelen ten titel van beheer. Blijkens de definitie van 'vermogensbeheer' in art. 1, aanhef en onder c, Wte 1995, is daarvan immers kenmerk dat er een overeenkomst is waarbij een ander (een deel van) diens vermogen aan de beheerder heeft toevertrouwd. (rov. 3.4.8).

3.4.2 Onderdeel 1a bevat de klacht dat het hof ten onrechte heeft geoordeeld (in rov. 3.4.4) dat ingeval door een commanditaire vennootschap ontplooiden activiteiten neerkomen op het beleggen in effecten niet zonder meer de voorschriften toepasselijk zijn die strekken tot bescherming van individuele beleggers. Indien sprake is van effectenbemiddeling of vermogensbeheer in de zin van art. 1 Wte 1995, geldt het verbod van art. 7 lid 1 Wte 1995 en daarbij maakt het, aldus het onderdeel, geen verschil dat de rechtsvorm is gekozen van een commanditaire vennootschap.

Onderdeel 1b bestrijdt als onjuist en onderdeel 1c tevens als onbegrijpelijk gemotiveerd het oordeel van het hof in rov. 3.4.7-3.4.8 dat in de overeenkomsten waarbij de onderhavige commanditaire vennootschappen zijn aangegaan een wezenlijk andere verhouding is vastgelegd dan het ter beschikking stellen van vermogensbestanddelen ten titel van beheer. Volgens de onderdelen komen de onderhavige commanditaire vennootschappen - waarin de stille vennoten vermogen hebben ingebracht ter belegging, welk vermogen wordt beheerd (belegd) door de beherend vennoot tegen een vergoeding, en waarbij de winst en het verlies voor rekening van de stille vennoot zijn en de stille vennoot recht heeft (behoudt) op het bedrag van het ingebrachte kapitaal (behoudens verrekening van geleden verliezen) - feitelijk of materieel neer op vermogensbeheer in de zin van art. 1, aanhef en onder c, Wte 1995.

Onderdeel 1d bestrijdt als onjuist de op de door de onderdelen 1a-1c bestreden oordelen voortbouwende overwegingen van het hof. Deze onderdelen lenen zich voor gezamenlijke behandeling.

3.4.3 Het hof heeft tot uitgangspunt genomen dat indien een commanditaire vennootschap belegt in effecten, de voorschriften ter bescherming van individuele beleggers niet zonder meer van toepassing zijn. Dit sloot aan op het, in cassatie niet bestreden, oordeel van het hof in rov. 3.4.3, dat onderscheid moet worden gemaakt tussen enerzijds de situatie dat een belegger zijn vermogen toevertrouwt aan een financiële dienstverlener en anderzijds de situatie dat personen kapitaal inbrengen in een rechtsvorm opdat daardoor economische bedrijvigheid zal worden ontplooid, waarbij in het eerste geval beleggersrisico's worden aanvaard en in het laatste geval ondernemersrisico's. Dit uitgangspunt van het hof is juist. Het in art. 7 lid 1 Wte 1995 met het oog op de bescherming van de belangen van individuele beleggers gegeven verbod ziet niet op beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen verrichten met het eigen ingebrachte vermogen. Het gaat bij dit voorschrift naar zijn tekst en strekking immers om als

vermogensbeheerder in de zin van art. 1, aanhef en onder c, Wte 1995 te verrichten diensten ten behoeve van derden en met betrekking tot vermogen van derden. Dat strookt, zoals uiteengezet in de conclusie van de Advocaat-Generaal onder 4.2.4.3, met de definitie van het begrip 'beleggingsonderneming' in de Richtlijn Beleggingsdiensten (Richtlijn 93/22/EEG, PbEG L 141), waarmee het begrip 'effecteninstelling' in art. 1, aanhef en onder d, Wte 1995 correspondeert, te weten: 'iedere rechtspersoon wiens gewone beroep of bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten van beleggingsdiensten voor derden (...)'. Van zodanig vermogensbeheer zal in het algemeen bij commanditaire vennootschappen die beleggingsactiviteiten verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen, geen sprake zijn.

3.4.4 Het hof heeft vervolgens geoordeeld dat in de onderhavige - naar niet in geschil is: reëel bestaande en door de Beleggers (vanwege fiscale voordelen) weloverwogen aangegane - commanditaire vennootschappen door de stille vennoten vermogen is ingebracht om daarmee beleggingsactiviteiten te verrichten, dat de stille vennoten daarmee geen vermogensbestanddelen ten titel van beheer ter beschikking hebben gesteld maar ondernemersrisico's hebben aanvaard, en dat aldus ten aanzien van de onderhavige commanditaire vennootschappen geen sprake is van 'vermogensbeheer' in de zin van art. 1, aanhef en onder c, Wte 1995.

Dit oordeel geeft niet blijk van een onjuiste rechtsopvatting. Dit oordeel van het hof, dat verder als berustende op een waardering van de omstandigheden van het geval van feitelijke aard is, is ook niet onbegrijpelijk en is, mede gelet op zijn hiervoor in 3.4.3 juist bevonden uitgangspunt, toereikend gemotiveerd.

3.4.5 Op het voorgaande stuiten de klachten van de onderdelen 1a-1d af.

3.5.1 Onderdeel 2a richt zich tegen rov. 3.4.4-3.4.20 van het bestreden arrest en klaagt dat het hof ten onrechte niet is ingegaan op de stelling van de Vereniging c.s. dat het optreden van Befra mede vermogensbeheer in de zin van art. 1, aanhef en onder c, Wte 1995 oplevert, omdat Befra optrad als beherend vennoot van een groot aantal commanditaire vennootschappen en dus bedrijfsmatig het vermogen van die vennootschappen beheerde en een redelijke uitleg van art. 1, aanhef en onder c, en art. 7 lid 1 Wte 1995 meebrengt dat het vermogen van de commanditaire vennootschap gelijkgesteld moet worden met vermogen dat toebehoort aan een ander dan de beherend vennoot. Om die reden zou, aldus het onderdeel, de bescherming die met deze bepalingen is beoogd zich ook uitstrekken tot de vennoten van een commanditaire vennootschap die (mede) ten doel heeft om te beleggen in effecten.

3.5.2 Bij de beoordeling van de klachten staat voorop dat, zoals uit het hiervoor in 3.4.3 en 3.4.4 overwogene volgt, van vermogensbeheer in de zin van art. 1, aanhef en onder c, Wte 1995 slechts sprake is als het gaat om beheer van vermogen van derden, en dat zodanig vermogensbeheer zich bij de onderhavige commanditaire vennootschappen niet voordoet.

Voor zover het onderdeel erover klaagt dat het hof ten onrechte niet heeft beslist op de stelling dat van vermogensbeheer sprake is omdat het beheer van het vermogen van de commanditaire vennootschap door de beherend vennoot bij een groot aantal vennootschappen en dus bedrijfsmatig plaatsvindt, faalt het. Voor de beantwoording van de vraag of het onderhavige beheer 'vermogensbeheer' in de zin van art. 1, aanhef en onder c, Wte 1995 oplevert, behoefde het hof niet op die stelling in te gaan. De enkele omstandigheid dat het beheer van Befra het gestelde bedrijfsmatige karakter droeg, kan niet meebrengen dat het hof het onderhavige beheer (alsnog) als vermogensbeheer had moeten aanmerken.

De klachten berusten voorts op de stelling dat het vermogen van de commanditaire vennootschappen voor de toepassing van art. 1, aanhef en onder c, en art. 7 lid 1 Wte 1995 heeft te gelden als vermogen van een derde, omdat het vermogen toebehoort aan een ander dan de beherend vennoot. Die stelling is onjuist. De omstandigheid dat het vermogen niet toebehoort aan Befra als beherend vennoot kan niet

meebrengen dat het beheer door Befra in die hoedanigheid van het door de stille vennoten ingebrachte vermogen van de commanditaire vennootschappen alsnog als beheer van vermogen van derden heeft te gelden. Het vermogen behoort immers de commanditaire vennootschap als ondernemingsvermogen toe en wordt, hoezeer ook feitelijk door de beherend vennoot, rechtens door haarzelf beheerd. De klachten falen.

3.5.3 Onderdeel 2b klaagt dat onjuist of onbegrijpelijk is de verwerping (in rov. 3.4.10) van twee stellingen van de Vereniging c.s., dat de Banken en AFM op grond van bepaalde feiten hadden moeten vermoeden dat Befra vergunningsplichtig zou zijn. Uit het feit dat Befra optrad als beherend vennoot van een groot aantal commanditaire vennootschappen volgt, aldus de klacht, dat sprake was van vermogensbeheer waarvoor Befra ingevolge art. 7 lid 1 Wte 1995 over een vergunning behoorde te beschikken.

3.5.4 De klacht faalt. De klacht berust op de opvatting dat de enkele omstandigheid dat Befra als beherend vennoot optrad voor een groot aantal vennootschappen reeds voldoende is om haar beheer te kunnen aanmerken als ingevolge de Wte 1995 vergunningsplichtig vermogensbeheer. Die opvatting is, in het licht van hetgeen hiervoor in 3.5.2 is overwogen, onjuist.

3.6.1 De onderdelen 3a-3c klagen vanuit verschillende invalshoeken naar de kern erover dat het hof heeft miskend dat het optreden van Befra, zoals de Vereniging c.s. hebben gesteld, moet gelden als optreden als effectenbemiddelaar in de zin van art. 1, aanhef en onder b, Wte 1995, doordat Befra in een heel aantal gevallen voor de commanditaire vennootschappen of de stille vennoten optrad als orderremisier, 'met andere woorden als tussenpersoon werkzaam (...) bij de totstandkoming van transacties als bedoeld in art. 1 sub b Wte 1995'.

3.6.2 De klachten falen. Uit hetgeen het hof, in cassatie tevergeefs bestreden, heeft overwogen in rov. 3.4.4 en 3.4.7-3.4.8 (hiervoor weergegeven in 3.4.1) volgt dat Befra niet optrad als 'tussenpersoon bij de totstandkoming van transacties', maar als beherend vennoot van de commanditaire vennootschappen, hetgeen niet alleen meebrengt dat haar optreden niet kan worden aangemerkt als vermogensbeheer in de zin van art. 1, aanhef en onder c, Wte 1995, maar tevens dat geen sprake is van effectenbemiddeling als bedoeld in art. 1, aanhef en onder b, Wte 1995. Ook bij effectenbemiddeling gaat het - naar haar aard - om te verrichten diensten ten behoeve van derden en met betrekking tot vermogen van derden en daarvan is geen sprake bij de onderhavige commanditaire vennootschappen die beleggingsactiviteiten verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen. De door de Vereniging c.s. gestelde omstandigheid dat Befra effectentransacties voor rekening en risico van de (stille vennoten van de) commanditaire vennootschappen uitvoerde en op eigen naam vermogensbeheerovereenkomsten aanging, maakt dat niet anders.

3.7.1 Onderdeel 4 klaagt dat het hof in rov. 3.4.17 ten onrechte heeft geoordeeld dat het binnen de grenzen van de rechtsstrijd niet heeft te onderzoeken of het in art. 4 Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) voorziene vergunningsvereiste door Befra werd overtreden en of Rabobank dat had te onderzoeken.

3.7.2 De klacht faalt. In rov. 3.4.17 grondt het hof zijn oordeel erop dat alle partijen, ook de Vereniging c.s., zich op het standpunt stellen dat van zodanig handelen in strijd met de Wtb geen sprake is geweest. Het oordeel van het hof, waaraan de uitleg van de gedingstukken is voorbehouden, dat ook de Vereniging c.s. het standpunt huldigen dat Befra art. 4 Wtb niet heeft overtreden, is alleszins begrijpelijk, mede in aanmerking genomen dat de Vereniging c.s. in feitelijke aanleg en in cassatie niet hebben aangevoerd dat en waarom het vergunningsvereiste van art. 4 Wtb geschonden zou zijn.

3.8.1 Onderdeel 5 richt zich tegen rov. 3.5.4 en 3.5.5, waarin het hof in het kader van een op de Banken rustende zorgplicht de stelling van

de Vereniging c.s. bespreekt dat (a) in werkelijkheid niet Befra doch de stille vennoten de cliënten van de Banken waren en (b) de Banken beseften of moesten beseffen dat Befra, ofschoon zich voordoende als beherend vennoot, opdrachten gaf en beheersdaden verrichtte die zij volgens de wet niet mocht geven, respectievelijk verrichten, aangezien die opdrachten en beheersdaden betrekking hadden op vermogensbestanddelen die aan anderen toebehoorden.

Die overwegingen houden het volgende in. Die stelling is, naar uit het eerder door het hof overwogene voortvloeit, in beide onderdelen onjuist. Er was voor de Banken geen aanleiding de verhouding tussen Befra en de stille vennoten anders te bezien dan in het algemeen binnen een commanditaire vennootschap heeft te gelden tussen degene die als beherend vennoot optreedt en de stille vennoten die als kapitaalverschaffers fungeren. (rov. 3.5.3) Dientengevolge heeft zich ook niet de situatie voorgedaan dat de Banken uit hoofde van hun maatschappelijke functie bijzondere zorg dienden te betrachten ten aanzien van de hun bekende belangen van andere personen dan hun eigen cliënten/rekeninghouders, als bedoeld in HR 23 december 2005, LJN AU3713, NJ 2006/289 (Safe Haven) (rov. 3.5.4).

3.8.2 Voor zover het onderdeel klaagt dat het hof ten onrechte heeft geoordeeld dat de norm van het Safe Haven-arrest niet geldt jegens de Beleggers omdat zij stille vennoten zijn, berust de klacht op een verkeerde lezing van de overwegingen van het hof. Het hof heeft niet in het algemeen de in het bedoelde arrest geformuleerde norm niet toepasselijk geacht op de Beleggers. De klacht kan in zoverre niet tot cassatie leiden.

Het hof heeft wel geoordeeld dat bij gebreke van een vergunningsplicht een met overtreding van art. 7 lid 1 Wte 1995 verband houdende bijzondere zorgplicht voor de Banken niet kan worden aangenomen. Voor zover het onderdeel over dat laatste klaagt, faalt het, omdat dit oordeel juist is.

3.9 De overige klachten van het middel kunnen niet tot cassatie leiden. Zulks behoeft, gezien art. 81 RO, geen nadere motivering nu de klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

4. Beslissing

De Hoge Raad:
verwerpt het beroep; veroordeelt de Vereniging c.s. in de kosten van het geding in cassatie (...).

Noot

1 Toezichtrechtelijke kwalificatie: verleden, heden en toekomst

1.1 Verleden

1 Het sinds 1 januari 2007 niet meer van kracht zijnde artikel 7 lid 1 Wet toezicht effectenverkeer (Wte 1995), inhoudende dat het verboden is zonder vergunning als effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder in of vanuit Nederland diensten aan te bieden of te verrichten, ziet volgens de Hoge Raad niet op beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen. Artikel 7 lid 1 Wte 1995 ziet volgens de tekst en strekking op het verrichten van diensten ten behoeve van *derden* met betrekking tot vermogen van *derden* (rov. 3.4.3).

2 De Hoge Raad verwijst in rov. 3.4.3 naar nr. 4.2.4.3 van de conclusie van A-G Timmerman. Daar staat te lezen dat de omzetting van de Wet toezicht effectenverkeer (Wte) naar de Wte 1995 (voor zover hier van belang) grotendeels is ingegeven door de implementatie van de Richtlijn beleggingsdiensten (*Investment Services Directive*, hierna ISD).⁴ Zoals de A-G terecht opmerkt, blijkt uit de memorie van toelichting bij de Wte 1995 dat het begrip ‘effecteninstelling’ (= effectenbemiddelaars en vermogensbeheerders) in de Wte 1995 bedoeld is als Nederlands equivalent voor het begrip ‘beleggingsonderneming’ uit de ISD.⁵ In artikel 3 ISD wordt de lidstaten voorgeschreven een vergunningplicht in te stellen voor de werkzaamheden van beleggingsondernemingen. In artikel 1 (1) ISD staat te lezen dat een ‘beleggingsdienst’ iedere in deel A van de bijlage genoemde dienst is die betrekking heeft op een van de in deel B van de bijlage genoemde instrumenten en verricht wordt voor derden. Ofschoon de A-G deze passages in nr. 4.2.4.3 niet citeert, staan in deel A onder meer genoemd (1) ‘het uitvoeren van [orders met betrekking tot een of meer van de in deel B genoemde instrumenten] voor rekening van derden’ (sub 2) (effectenbemiddeling) en (2) ‘het per cliënt op discretionaire basis beheren van beleggingsportefeuilles op grond van een door de beleggers gegeven opdracht, voor zover die portefeuilles een of meer van de in deel B genoemde instrumenten bevatten’ (sub 3) (individueel vermogensbeheer). Zoals de A-G (wel) expliciet aangeeft, staat in artikel 1 (2) ISD voorts te lezen dat een ‘beleggingsonderneming’ wordt gedefinieerd als ‘iedere rechtspersoon wiens gewone beroep of bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten van beleggingsdiensten voor derden’. Hieruit blijkt volgens de A-G dat in het kader van de ISD alleen sprake is van relevante activiteiten en ondernemingen als een en ander voor derden plaatsvindt. Als uitgangspunt van artikel 7 Wte 1995 moet daarom gelden dat alleen activiteiten voor derden vergunningplichtig waren en dat eigen beleggingsactiviteiten erbuiten vielen.

3 In reactie op een door de Vereniging c.s. ingesteld cassatiemiddel overweegt de Hoge Raad dat het vermogen van de commanditaire vennootschappen weliswaar toebehoort aan een ander dan de beherend vennoot, maar dat dit niet meebrengt dat beherend vennoot Befra diensten ten behoeve van derden verricht. Het vermogen behoort de commanditaire vennootschap als ondernemingsvermogen toe en verricht *rechtens* zelf beleggingsactiviteiten, ondanks dat de beherend vennoot (en niet de commanditaire vennootschap) die activiteiten *feitelijk* verricht (rov. 3.5.2 en 3.6.2).

1.2 Heden

4 Zoals al werd opgemerkt is artikel 7 lid 1 Wte 1995 sinds 1 januari 2007 niet meer van kracht. De vraag rijst in hoeverre de uitspraak van de Hoge Raad voor de uitleg van de thans geldende toezichtregelgeving nog relevant is. Het is daarbij van belang te constateren dat de regelgeving bij of krachtens de sectorale toezichtwetten

4 Richtlijn 93/22/EEG, *PbEG* L 141, 11 juni 1993, p. 27-46.

5 *Kamerstukken II*, 1993/94, 23 874, nr. 3, p. 8.

(waaronder de Wte 1995) per 1 januari 2007 is komen te vervallen en is opgegaan in regels gesteld bij of krachtens de Wet op het financieel toezicht (Wft). De Wft is een veel (maar helaas niet alles-)omvattende wet op het gebied van het financieel toezicht.⁶ Voorts is van belang dat de relevante toezichtregels per 1 november 2007 niet langer de implementatie vormen van de al genoemde ISD, maar van de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID).⁷

5 Artikel 2:96 lid 1 Wft bepaalt sinds 1 november 2007 dat het verboden is in Nederland zonder een daartoe door de AFM verleende vergunning beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten. ‘Beleggingsonderneming’ is ‘degene die een beleggingsdienst verleent of een beleggingsactiviteit verricht’ (zie art. 1:1 Wft onder ‘beleggingsonderneming’). Het begrip ‘effecteninstelling’ uit de Wte 1995 is komen te vervallen.⁸

6 Het ‘verlenen van beleggingsdiensten’ omvat (onder meer) (1) het ‘in de uitoefening van een beroep of bedrijf voor rekening van (...) cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten’ (voorheen aangeduid als effectenbemiddeling, in het verlengde van de wettelijke term ‘effectenbemiddelaar’, welk laatste begrip evenals ‘effecteninstelling’ is komen te vervallen⁹) en (2) het ‘beheren van een individueel vermogen’ (individueel vermogensbeheer) (zie art. 1:1 Wft onder ‘verlenen van een beleggingsdienst’, sub b respectievelijk c). ‘Beheren van een individueel vermogen’ wordt vervolgens zelfstandig gedefinieerd als ‘in de uitoefening van een beroep of bedrijf, anders dan als beheerder [= een rechtspersoon die het beheer voert over een of meer beleggingsinstellingen, DB], op discretionaire basis voeren van het beheer over financiële instrumenten die toebehoren aan een persoon dan wel over aan deze persoon toebehorende middelen ter belegging in financiële instrumenten op grond van een door deze persoon gegeven opdracht’ (zie art. 1:1 Wft onder ‘beheren van een individueel vermogen’).

7 Kortom, afgaand op de tekst van de Nederlandse regelgeving die MiFID implementeert, moeten we concluderen dat beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen in de redenering van de Hoge Raad ook thans niet kwalificeren als individueel vermogensbeheer of het voor rekening van cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten (effectenbemiddeling). Ook nu zien deze begrippen immers uitsluitend op het verrichten van diensten ten behoeve van *derden* met betrekking tot vermogen van *derden*.

8 Een belangrijke wijziging ten opzichte van de ISD en de Wte 1995 is dat onder vigueur van MiFID en de Wft nu niet meer alleen het verlenen van diensten aan derden onder de vergunningplicht vallen, maar ook bepaalde activiteiten die voor eigen rekening worden verricht. Dit betreft het ‘verrichten van beleggingsactiviteiten’ zoals bedoeld in artikel 2:96 lid 1 Wft. ‘Verrichten van een beleggingsactiviteit’ is voor zover hier relevant onder meer het ‘in de uitoefening van een beroep of bedrijf handelen voor eigen rekening’ (zie art. 1:1 Wft, onder ‘verrichten van een beleggingsactiviteit’, sub a). ‘Handelen voor eigen rekening’ wordt vervolgens afzonderlijk gedefinieerd als ‘met eigen kapitaal handelen in financiële instrumenten, hetgeen resulteert in het uitvoeren van transacties’ (zie art. 1:1 Wft, onder ‘handelen voor eigen rekening’). Dit betekent evenwel niet dat beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen sinds de implementatie van MiFID per 1 november 2007 langs die weg onderworpen zijn aan de vergunningplicht van artikel 2:96 lid 1 Wft. Uit artikel 1:18, aanhef en sub h Wft (implementatie van artikel 2 (1) sub l MiFID) blijkt dat de Wft niet van toepassing is¹⁰ op handelen voor eigen rekening, met uitzondering van een aantal specifiek omschreven gevallen die hier niet van belang zijn. Ik laat dit aspect in het vervolg van deze annotatie rusten.

9 Zoals al werd aangegeven, een en ander vormt de implementatie van MiFID. Omdat Europese richtlijnen op het gebied van het financieel toezichtrecht in Nederland niet altijd even nauwkeurig worden omgezet in nationale regelgeving, is het de moeite waard om te onderzoeken of, ook als men zich baseert op de tekst van MiFID zelf, kan worden geconcludeerd dat beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen, in de redenering van de Hoge Raad ook thans niet kwalificeren als individueel vermogensbeheer of als voor rekening van cliënten orders uitvoeren met betrekking tot financiële instrumenten (effectenbemiddeling).

10 Artikel 5 MiFID bepaalt dat elke lidstaat voorschrijft dat een voorafgaande vergunning moet worden verleend voor het beroeps- of bedrijfsmatig verrichten van beleggingsdiensten of -activiteiten. Artikel 4 (1) sub 1 MiFID omschrijft ‘beleggingsonderneming’ als ‘iedere rechtspersoon wiens gewone beroep of bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten van een of meer beleggingsdiensten voor derden en/of het uitoefenen van een of meer beleggingsactiviteiten’. ‘Beleggingsdiensten en -activiteiten’ betreffen blijkens

⁶ Ook andere wetten bevatten financieel toezichtrecht, onder meer de Pensioenwet (Pw), de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc), de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft), de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta), de Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtfg) en de Wet toezicht trustkantoren (Wtt).

⁷ Richtlijn 2004/39/EG, *PbEU* L 145, 30 april 2004, p. 1-47 (MiFID). MiFID is nader uitgewerkt in een

uitvoeringsverordening en een uitvoeringsrichtlijn: (1) Verordening (EG) Nr. 1287/2006, *PbEU* L 241, 2 september 2006, p. 1-25 (MiFID-verordening); (2) Richtlijn 2006/73/EG, *PbEU* L 241, 2 september 2006, p. 26-58 (MiFID-uitvoeringsrichtlijn). Volledigheidshalve merk ik op dat de MiFID-verordening niet is omgezet in nationale regelgeving, omdat zij rechtstreekse werking heeft.

⁸ Overigens al per 1 januari 2007, want de Wft zo-

als deze gold vanaf 1 januari 2007 tot 1 november 2007 bevatte deze term ook al niet meer.

⁹ Noot 8 is hier *mutatis mutandis* van toepassing.

¹⁰ Met uitzondering van het deel Gedragtoezicht financiële markten, maar dat is logisch. Dat deel geldt voor eenieder die zich op de financiële markten begeeft en bevat onder meer het verbod op handel met voorwetenschap (art. 5:56 Wft).

artikel 4 (1) sub 2 MiFID 'iedere in deel A van bijlage I genoemde dienst of activiteit die betrekking heeft op één van de in deel C van bijlage 1 genoemde instrumenten'.

11 In deel A van bijlage I staan onder meer genoemd 'het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten' (sub 2) en 'vermogensbeheer' (sub 4). 'Uitvoering van orders voor rekening van cliënten' wordt vervolgens (anders dan in de Wft!) afzonderlijk gedefinieerd als 'optreden om overeenkomsten te sluiten tot verkoop of aankoop van één of meer financiële instrumenten voor rekening van cliënten' (artikel 4 (1) sub 5 MiFID). 'Vermogensbeheer' wordt (evenals in de Wft) afzonderlijk gedefinieerd als 'het per cliënt op discretionaire basis beheren van portefeuilles op grond van een door de cliënten gegeven opdracht, voor zover die portefeuilles een of meer financiële instrumenten bevatten' (art. 4 (1) sub 9 MiFID).

12 Kortom, ook als men zich baseert op de tekst van MiFID zelf moet men concluderen dat beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen, in de redenering van de Hoge Raad ook thans niet kwalificeren als individueel vermogensbeheer of het voor rekening van cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten (effectenbemiddeling). Ook als men zich baseert op de tekst van MiFID zien deze begrippen immers uitsluitend op het verrichten van diensten ten behoeve van *derden* met betrekking tot vermogen van *derden*.

1.3 Toekomst

13 Momenteel wordt gewerkt aan een herziening van MiFID (MiFID II). MiFID II zal leiden tot diverse aanpassingen in de Wft en de lagere regelgeving. Op 20 oktober 2011 publiceerde de Europese Commissie een eerste concept.¹¹ Op basis van dit concept kan geconcludeerd worden dat beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen, in de redenering van de Hoge Raad ook onder MiFID II niet zullen kwalificeren als individueel vermogensbeheer of het voor rekening van cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten (effectenbemiddeling).

2 Toezichtrechtelijke kwalificatie: een terechte beslissing?

2.1 Algemeen

14 De uitspraak van de Hoge Raad is op het punt van de toezichtrechtelijke kwalificatie duidelijk. In zoverre valt de uitspraak toe te juichen. In de financiële praktijk (maar

ook daarbuiten) is rechtszekerheid immers een groot goed. Inhoudelijk is de uitspraak naar mijn mening minder gelukkig. Zij heeft tot gevolg dat de beherend vennoot van een commanditaire vennootschap die uitsluitend belegt met het door de enige stille vennoot ingebrachte vermogen, niet is onderworpen aan de financiële toezichtregelgeving. Niet-professionele beleggers die via een dergelijke constructie beleggen genieten daardoor niet de bescherming van de financiële toezichtregelgeving en blijven dus in de kou staan. De uitspraak gaat daarmee voorbij aan de economische realiteit en leidt tot ongelijke behandeling. Ik licht dat in de volgende twee paragrafen toe.

2.2 Uitspraak gaat voorbij aan de economische realiteit

15 De toezichtrechtelijke kwalificatie van beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen is geen vraag van civiel recht, maar van Europees toezichtrecht. De uitspraak geeft daar onvoldoende blijk van door de gekozen civielrechtelijke constructie de doorslag te laten geven bij de interpretatie van de relevante Europese toezichtregelgeving. Bij de beantwoording van de vraag of sprake is van dienstverlening aan derden (aan de stille vennoten), is volgens de Hoge Raad doorslaggevend dat het door de stille vennoten ingebrachte vermogen rechtens, dat wil zeggen in civielrechtelijke zin, steeds toebehoort aan de commanditaire vennootschap. Het is evenwel zeer de vraag of daarmee in toezichtrechtelijke zin vaststaat dat geen sprake is van dienstverlening aan derden (aan de stille vennoten).

16 Het staat vast dat de stille vennoten steeds de winst zouden incasseren mocht de commanditaire vennootschap winst maken (na aftrek van een beloning voor de beherend vennoot) en bovendien het verlies zouden dragen als de commanditaire vennootschap verlies zou lijden. Zij hadden het risico aanvaard bij een negatief resultaat aanvullend kapitaal te moeten verstrekken (rov. 3.1 onder (iv)). Kortom, ofschoon in civielrechtelijke zin het ervoor gehouden moet worden dat de commanditaire vennootschappen voor eigen rekening belegden en niet voor rekening van de stille vennoten, is de economische realiteit dat juist wel voor rekening van de stille vennoten werd belegd. Het ligt bij de interpretatie van regelgeving die dient ter implementatie van Europees toezichtrecht voor de hand uit te gaan van die economische realiteit. Als een civielrechtelijke analyse de boventoon voert, loopt men het risico dat de Europese toezichtregelgeving in de diverse lidstaten verschillend wordt uitgelegd omdat het civiele recht in Europa bij gebreke van harmonisatie nu eenmaal per lidstaat kan verschillen. Het valt zonder rechtsvergelijkend onderzoek (dat noch de A-G noch de

¹¹ Zie (1) European Commission, 20 October 2011, COM (2011) 656 final, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (Recast); (2) European Commission, 20 October 2011, COM (2011) 652

final, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/headlines/news/2011/10/20111020_en.htm). Zie voor een

bespreking o.a. C.M. Grundmann-van de Krol, Voorstel MiFID II en MiFIR: grotere reikwijdte, meer regels, veel werk voor ESMA en minder lidstaatopties, *Ondernemingsrecht* (2011), p. 581-589.

Hoge Raad aantoonbaar heeft verricht) strikt genomen niet uit te sluiten dat commanditaire vennootschappen die slechts één stille vennoot tellen (althans constructies die daarmee vergelijkbaar zijn), in (sommige) andere lidstaten tot gevolg hebben dat het ingelegde vermogen rechtens (in civielrechtelijke zin) juist wel toebehoort aan de enige stille vennoot en niet aan de commanditaire vennootschap, in welk geval men in de redenering van de Hoge Raad zou moeten concluderen dat de activiteiten die *feitelijk* door de beherend vennoot, maar *rechtens* door de commanditaire vennootschap worden verricht, wel kwalificeren als vermogensbeheer voor de stille vennoten dan wel het voor rekening van de stille vennoten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten (effectenbemiddeling). Om een uniforme interpretatie van de Europese toezichtregelgeving te waarborgen, had het mijns inziens dan ook meer voor de hand gelegen bij de interpretatie van de toezichtregelgeving uit te gaan van de economische realiteit en niet van de consequenties naar nationaal civiel recht.

17 Een economische benadering is ook meer in lijn met de tekst van ISD en MiFID. De definities van (1) het uitvoeren van orders *voor rekening van* [cursivering DB] derden (effectenbemiddeling) en (2) vermogensbeheer schrijven niet voor dat het moet gaan om vermogensbestanddelen die in civielrechtelijke zin toebehoren aan een derde (de belegger). De woorden ‘voor rekening van’ duiden er normaal gesproken (ook in civielrechtelijke zin) juist op dat het erop aankomt dat de winst en het verlies op de beleggingen voor rekening en risico van de belegger moeten komen en dat is nu juist bij uitstek een economisch criterium. De definitie van vermogensbeheer schrijft verder slechts voor dat het moet gaan om het per cliënt op discretionaire basis beheren van beleggingsportefeuilles op grond van een door de beleggers gegeven opdracht. Die opdracht ligt bij beleggen via een commanditaire vennootschap besloten in de CV-overeenkomst.

18 De Nederlandse implementatie van zowel ISD als MiFID zet de lezer dan ook danig op het verkeerde been, omdat de definitie van vermogensbeheerder in artikel 1 sub (c) onder 1 Wte 1995, respectievelijk de definitie van ‘beheren van een individueel vermogen’ in artikel 1:1 Wft spreekt over ‘beheer (...) over effecten die *toebehoren* [cursivering DB] aan een natuurlijk persoon of rechtspersoon dan wel over aan deze persoon *toebehorende* [cursivering DB] middelen ter belegging in effecten (...)’, respectievelijk ‘financiële instrumenten die *toebehoren* [cursivering DB] aan een persoon dan wel over aan deze persoon *toebehorende* [cursivering DB] middelen ter belegging in financiële instrumenten’. Deze formuleringen – die uitdrukkelijk niet zijn terug te vinden in ISD en MiFID

– kunnen gemakkelijk suggereren dat het doorslaggevende criterium gevonden moet worden in de vraag wie in civielrechtelijke zin rechthebbende is. Een richtlijnconforme interpretatie van deze definities zou mijns inziens evenwel meebrengen dat men aan de term ‘toebehoren’ geen doorslaggevende betekenis toekent. Deze benadering, die leidt tot meer beleggersbescherming, verdient temeer de voorkeur omdat zowel ISD als MiFID uitdrukkelijk beleggersbescherming als belangrijke doelstelling kennen.¹²

2.3 Uitspraak leidt tot ongelijke behandeling

19 Voorts leidt de conclusie dat niet-professionele beleggers die beleggen via commanditaire vennootschappen waarin zij de enige stille vennoot zijn, niet beschermd worden door de financiële toezichtregelgeving, tot ongerechtvaardigde verschillen met de bescherming die niet-professionele beleggers genieten die beleggen via commanditaire vennootschappen met twee of meer stille vennoten. In dat laatste geval is sprake van collectief beleggen en is de Nederlandse toezichtregelgeving in relatie tot beleggingsinstellingen van toepassing. Sterker nog, zelfs als een commanditaire vennootschap slechts één stille vennoot telt, maar het de intentie is dat op een later tijdstip meer stille vennoten toetreden, is volgens de AFM sprake van collectief vermogensbeheer.¹³ Dit ongerechtvaardigde verschil in behandeling kan goeddeels opgeheven worden door de beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen met slechts één stille vennoot verrichten met het eigen, door de stille vennoot ingebrachte, vermogen, juist wel aan te merken als individueel vermogensbeheer of het voor rekening van cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten (effectenbemiddeling). Alsdan genieten de niet-professionele stille vennoten immers wel de bescherming van de financiële toezichtregelgeving, al zijn de regels die gelden voor individueel vermogensbeheer en het voor rekening van cliënten uitvoeren van orders in financiële instrumenten (effectenbemiddeling) enerzijds, en de regels die gelden voor collectief vermogensbeheer anderzijds, niet volledig identiek. Hoe dan ook, het verbaast niet dat de AFM (destijds: de STE) in de onderhavige zaak per brief aan de beherend vennoot (Befra) liet weten van mening te zijn dat deze in strijd met artikel 7 Wte 1995 handelde (rov. 3.1 onder (xvi)). De Hoge Raad doorkruist deze benadering, met als gevolg dat de toezichtregelgeving nu een lacune vertoont. Sommige marktpartijen zullen daar ongetwijfeld gebruik van maken. Het onderscheid wordt des te schrijnender als men bedenkt dat de komende tijd een Europese richtlijn op het gebied van het financieel toezichtrecht moet worden geïmplementeerd die zelfs de meest kapitaalkrachtige professionele beleggers in alternatieve beleggingsinstellingen (abi’s)¹⁴ aanzienlijke bescherming gaat bieden, te weten de *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD).¹⁵

¹² Zie onder meer overweging 32 bij ISD en overweging 2 bij MiFID.

¹³ Zie voor deze zienswijze reeds R.H. Maatman, ‘Een beleggingsinstelling met één deelnemer, contradictio in terminis?’, *TvE* (1999), p. 95-102.

¹⁴ Zie voor een definitie art. 4 (1) (a) AIFMD. Instel-

lingen voor collectieve beleggingen in effecten (icbe’s) in de zin van Richtlijn 2009/65/EG zijn geen abi.

¹⁵ Richtlijn 2011/61/EU, *PbEU* L 174, 1 juli 2011, p. 1-73. Zie over de AIFMD recentelijk o.a. A. Duncan, E. Curtin & M. Crosignani, ‘Alternative

regulation: the directive on alternative investment fund managers’, *CMLJ* (2011), p. 285-363; C.W.M. Lieverse & A.B.A. Doodeheefver, ‘De Nederlandse implementatie van de AIFM-richtlijn’, *FR* (2011), p. 322-325.

20 Interessant is nog dat een van de betrokken banken (Rabobank) bij brief van 24 februari 2000 de relatie met Befra heeft opgezegd (rov. 3.1 onder (vi)). In nr. 2.2.2 van de conclusie van de A-G wordt de brief geciteerd.¹⁶ Daaruit blijkt onder meer dat Rabobank van mening was dat Befra een vergunning op grond van artikel 4 van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) diende aan te vragen. Kortom, Rabobank was kennelijk van mening dat sprake was van collectief vermogensbeheer. Inmiddels is de opvolger van de Wtb (de Wtb 2005) per 1 januari 2007 opgegaan in de Wft. De vergunningplicht voor beleggingsinstellingen is thans opgenomen in artikel 2:65 Wft. De conclusie van Rabobank – hoe wenselijk wellicht ook bezien vanuit het perspectief van beleggersbescherming – is evenwel moeilijk staande te houden, omdat elke commanditaire vennootschap slechts één belegger (stille vennoot) telde. Van collectief beleggen kan dan geen sprake zijn, tenzij het de intentie zou zijn dat op een later moment meer beleggers toetreden tot de commanditaire vennootschap (zie nr. 19). Van die intentie was in de onderhavige zaak evenwel geen sprake. Voor de kwalificatie van collectief vermogensbeheer is overigens nog wel wat te zeggen als vast zou komen te staan dat Befra de vermogens van de bijna 100 commanditaire vennootschappen met elkaar liet vermengen.¹⁷ Alsdan is verdedigbaar dat door de feitelijke gang van zaken toch sprake was van collectief vermogensbeheer. Dat de vermogens met elkaar vermengd zijn werd wel als vaststaand feit aangenomen door de rechtbank maar komt in de feiten waarvan in cassatie wordt uitgegaan niet meer goed uit de verf (al geven de feiten genoemd in rov. 2.1 onder (ix) van de uitspraak van de Hoge Raad mogelijk wel een indicatie dat daarvan sprake is geweest).¹⁸ Hoe dan ook, de Vereniging c.s. hebben in feitelijke aanleg en in cassatie helaas niet aangevoerd dat en waarom het vergunningsvereiste van artikel 4 Wtb

geschonden zou zijn, zodat dit argument in de procedure niet inhoudelijk aan bod is gekomen (rov. 3.7.1 en 3.7.2).

21 Volledigheidshalve zij opgemerkt dat de AFM ook niet op grond van de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc) een bestuurlijke boete of een last onder dwangsom kan opleggen aan het adres van beheerend vennoten als zij zich in het kader van het beheer van commanditaire vennootschappen met slechts één stille vennoot schuldig zouden maken aan een oneerlijke handelspraktijk als bedoeld in artikel 6:193a – 6:193j BW (Wet oneerlijke handelspraktijken, Woh).¹⁹ Daarvoor moet immers sprake zijn van een financiële dienst of activiteit en daarvan is in de interpretatie van de Hoge Raad nu juist geen sprake.²⁰

3 Aansprakelijkheid betrokken banken

22 Banken hebben soms niet alleen een bijzondere zorgplicht tegenover particuliere klanten, maar ook tegenover particuliere derden. Dit blijkt vooral uit het *Safe Haven*-arrest.²¹ In die zaak ging het om een rekeninghouder van een bank die vermogensbeheerdiensten verleende aan particuliere beleggers zonder over een vergunning op grond van artikel 7 lid 1 Wte 1995 te beschikken. De particuliere beleggers leden schade door het gebrekkige vermogensbeheer van de rekeninghouder – een deel van het ter belegging overgemaakte geld werd waarschijnlijk verduisterd. Aangenomen werd dat de bank onzorgvuldig had gehandeld tegenover de beleggers. Dit onzorgvuldig handelen bestond erin dat de bank vanaf het moment waarop zij zich realiseerde dat haar rekeninghouder mogelijk in strijd met de Wte 1995 handelde, niets deed om zich daarover zekerheid te verschaffen, welke zekerheid zij zich door middel van onderzoek had kunnen verschaffen.²²

¹⁶ Zie ook Hof Amsterdam 23 december 2008, *JOR* 2009/44 m.nt. F.M.A. 't Hart (*Vereniging Belangenbehartiging Commandieten Befra c.s./AFM e.a.*), rov. 3.4.15.

¹⁷ Zie voor deze suggestie C.M. Grundmann-van de Krol in haar annotatie nr. 4 onder Rb. Amsterdam, 14 september 2005, *JOR* 2005/277 (*Vereniging belangbehartiging Commandieten Befra c.s./AFM e.a.*). Zij doet bovendien nog de suggestie dat ten aanzien van de onttrekking als beherend vennoot van gelden die toebehoorden aan de commanditaire vennootschappen beargumenteerd kan worden dat opvorderbare gelden zijn aangetrokken in strijd met het toenmalige art. 82 Wet toezicht kredietwezen (Wtk 1992), hoewel Befra met die onttrekking zeer waarschijnlijk niet bedoeld had de gelden terug te betalen.

¹⁸ Rb. Amsterdam 14 september 2005, *JOR* 2005/277 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en B.P.M. van Ravels (*Vereniging Belangenbehartiging Commandieten Befra c.s./AFM e.a.*), rov. 1 onder t, waar o.m. te lezen staat dat '[v]an Befra (...) een beperkte hoeveelheid administratie [is] aangetroffen, die onvolledig en niet betrouwbaar bleek. Van de commanditaire vennootschappen zijn eveneens onvolledige administraties aangetroffen, terwijl de aangetroffen periodieke rapportages en jaarrekeningen die ten behoeve van de commandieten zijn opgesteld zeer veel onjuistheden bevatten en niet als betrouwbaar te kenmerken

zijn. Vaststelling van de omvang van de separate vermogens van Befra en de commanditaire vennootschappen bleek niet mogelijk. Het was dan ook noodzakelijk een financiële reconstructie te maken. Tussen Befra en de commanditaire vennootschappen enerzijds en Niemantsverdriet anderzijds hebben vele financiële transacties en wijzigingen van tenaamstelling van beleggingen plaatsgevonden, waarvan meestal niet duidelijk is waarom. Vanaf omstreeks maart 1999 werden de door de commandieten ingelegde gelden veelal overgeboekt naar bankrekeningen van Befra. In feite werden de rekeningen van de commanditaire vennootschappen bij Rabobank alleen gebruikt om de gelden door te storten naar rekeningen bij andere (effecten)banken op naam van Befra. Verder is vanaf de Rabobankrekening [in] totaal NLG 1.085.000 overgemaakt naar privérekeningen van Niemantsverdriet. Ook zijn er diverse contant geldopnames gedaan bij Rabobank. Niemantsverdriet heeft inmiddels NLG 765.000 teruggestort (in de boedel). Of het hof deze feiten overneemt is niet helemaal duidelijk. Zie Hof Amsterdam 23 december 2008, *JOR* 2009/44 m.nt. F.M.A. 't Hart (*Vereniging Belangenbehartiging Commandieten Befra c.s./AFM e.a.*), rov. 2.1 en 2.2.

¹⁹ De bevoegdheid van de AFM om op te treden tegen overtredingen van de Wet oneerlijke handelspraktijken bestaat sinds 15 oktober 2008. Zie hierover uitgebreid C.W.M. Lieverse, 'Oneerlijke

handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector: taken en bevoegdheden van de AFM', in: C.W.M. Lieverse & J.G.J. Rinkes, *Oneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector* (Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010) (VHI-reeks Deel 106), Kluwer, Deventer 2010, p. 1-132.

²⁰ Zie art. 3.4 lid 4 juncto de bijlage onder sub d juncto art. 8.8 juncto art. 1.1 sub e Whc juncto art. 1:1 Wft (definitie van 'financiële dienst'). Al moet worden toegegeven dat de Hoge Raad zich niet uitlaat over de situatie bedoeld in art. 1.1 sub e onder 2° Whc (aantrekken van opvorderbare gelden, vgl. noot 17, *in fine*). Overigens zou de Consumentenautoriteit wel een boete of een last onder dwangsom kunnen opleggen aan het adres van beheerend vennoten die zich in het kader van het beheer van commanditaire vennootschappen met slechts één stille vennoot schuldig maken aan een oneerlijke handelspraktijk als bedoeld in art. 6:193a-6:193j BW. Zie art. 2.2 juncto de bijlage onder sub b juncto art. 8.8 juncto art. 1:1 sub e Whc.

²¹ HR 23 december 2005, *NJ* 2006, 289 m.nt. M.R. Mok; *JOR* 2006/20, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (*Safe Haven*).

²² HR 23 december 2005, *NJ* 2006, 289 m.nt. M.R. Mok; *JOR* 2006/20, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (*Safe Haven*), rov. 6.3.4.

23 Een redenering in de trant van *Safe Haven* dringt zich in de onderhavige zaak op, maar vooral als men bereid is de stap te zetten dat de beherend vennoot kan worden aangemerkt als vermogensbeheerder of effectenbemiddelaar in de zin van de Wte 1995. Zoals hierboven besproken, wil de Hoge Raad die stap niet zetten. Het is zo bezien wellicht begrijpelijk dat hij niet bereid is een bijzondere zorgplicht van de Banken tegenover de stille vennoten aan te nemen (rov. 3.8.1 en 3.8.2). Niettemin, ook als Befra geen toezichtregelgeving schendt omdat hij daaraan eenvoudigweg niet is onderworpen, is een bijzondere zorgplicht van de Banken tegenover de stille vennoten mijns inziens niet ondenkbaar. Denk bijvoorbeeld aan het geval dat de Banken uit overboekingen het vermoeden zouden hebben gekregen dat Befra beleggingsgeld van de stille vennoten verduisterde. De onderhavige zaak had voor een zodanig vermoeden wel enige aanknopingspunten geboden.²³ Dat Befra niet onder toezicht staat behoeft aan de bijzondere zorgplicht dan niet af te doen.

4 Aansprakelijkheid AFM

24 Aan de aansprakelijkheid van de AFM (destijds: de STE) worden in het arrest van de Hoge Raad nog maar weinig woorden gewijd (zie slechts rov. 3.5.3 en 3.5.4). Dat is gezien de gedachtegang van de Hoge Raad ook wel begrijpelijk. De AFM kan moeilijk verweten worden dat

zij niet ingrijpt als een activiteit helemaal niet onder haar toezicht staat.²⁴ Precies die situatie deed zich hier volgens de Hoge Raad voor. De Hoge Raad is immers van oordeel dat Befra niet kan worden aangemerkt als vermogensbeheerder of effectenbemiddelaar. Daarmee vallen de activiteiten van Befra volledig buiten het financieel toezicht en dus buiten de competentie van de AFM.

5 Slot

25 Met zijn uitspraak heeft de Hoge Raad een belangrijke knoop doorgemaakt. Daarmee heeft hij de praktijk ongetwijfeld een dienst bewezen. Beleggingsactiviteiten die commanditaire vennootschappen met slechts één stille vennoot verrichten met het eigen, door de stille vennoten ingebrachte, vermogen, kwalificeren niet als individueel vermogensbeheer of het voor rekening van cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten (voorheen: effectenbemiddeling) in de zin van de financiële toezichtregelgeving. Inhoudelijk is de uitspraak naar mijn mening minder gelukkig. Zij heeft tot gevolg dat niet-professionele beleggers die beleggen via commanditaire vennootschappen waarin zij de enige stille vennoot zijn, niet de bescherming genieten van de financiële toezichtregelgeving. Hierdoor ontstaat een lacune in het financieel toezicht. Sommige marktpartijen zullen daar ongetwijfeld gebruik van maken. ■

²³ Zie noot 18, hierboven.

²⁴ Zie nader D. Busch, *Aansprakelijkheid van*

financiële toezichthouders (Ars Aequi Cahier Privaatrecht), Nijmegen: Ars Aequi 2010, p. 32 onder

§ 5.4 (ii).