

**Ondernemingsrecht, Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen: transparantie en governance**

**Ondernemingsrecht (ONDR), incl. NV en TVVS, Ondernemingsrecht 2005, 42, Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen: transparantie en governance**

**Ondernemingsrecht, Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen: transparantie en governance**

Vindplaats: Ondernemingsrecht 2005, 42 Bijgewerkt tot: 10-03-2005

Auteur: R.H. Maatman

Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen: transparantie en governance

1 Inleiding

In april 2004 publiceerde de Autoriteit Financiële Markten (AFM) haar rapport 'Zicht op beleggingsinstellingen'. Dit rapport geeft de bevindingen weer van een onderzoek dat de AFM heeft verricht naar de activiteiten binnen de sector van beleggingsinstellingen.

In haar rapport constateert de AFM onder meer dat de wijze waarop de prijsbepaling van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen plaatsvindt, de systematiek van op- en afslagen en de verrekening van deze kosten niet altijd op juiste wijze in het prospectus staan vermeld. Hierdoor krijgt de belegger een onjuist beeld van deze kosten of wordt hij in één of meerdere gevallen benadeeld. Ook wordt niet voldoende belang gehecht aan het vastleggen van procedures, het naleven daarvan en de controle hierop. De geconstateerde bevindingen roepen tevens vragen op met betrekking tot de governance van beleggingsinstellingen en de rol van de accountant.

Naar aanleiding van haar bevindingen heeft de AFM in mei 2004 de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen (de 'Commissie') ingesteld, onder voorzitterschap van prof. mr. Jaap Winter. Aan de Commissie is gevraagd aanbevelingen te doen om de tekortkomingen te verhelpen.

De Commissie heeft haar werk moeten doen tijdens een periode waarin wet- en regelgeving voor collectief vermogensbeheer onderhevig zijn aan ingrijpende wijzigingen.[1] Die waren nog niet voltooid toen het rapport van de Commissie op 22 december jl. verscheen.[2]

Enerzijds moet dat voor de Commissie een complicerende factor zijn geweest; anderzijds biedt deze samenloop aan de wetgever en de AFM de mogelijkheid om voorstellen van de Commissie 'mee te nemen' in het lopende wetgevingsproces.

De aanbevelingen van de Commissie zijn vooral van belang voor beleggingsinstellingen met een vergunning op grond van de Wet toezicht beleggingsinstellingen ('WTB'). De aanbevelingen zijn niet gericht op buitenlandse instellingen voor collectieve belegging in effecten ('UCITS') en beleggingsinstellingen die zijn vrijgesteld van de WTB, waaronder die welke alleen zijn opengesteld voor professionele beleggers. De Commissie geeft geen aanbevelingen voor *unit-linked* producten (verzekeringen waarvan de uitkering afhankelijk is van een bepaald beleggingsresultaat).[3]

2 Terminologie

Een beleggingsinstelling is een beleggingsmaatschappij of een beleggingsfonds. Bij een beleggingsmaatschappij zijn beheer en bewaring geïntegreerd in één rechtspersoon. Bij een beleggingsfonds zijn de beheerder en bewaarder in de regel gescheiden.[4] In het hiernavolgende wordt met beheerder aangeduid de rechtspersoon die verantwoordelijk is voor de totstandkoming en de uitvoering van het beleggingsbeleid van de beleggingsinstelling. Uit de context blijkt of daarmee de beleggingsmaatschappij en/of de beheerder van een

beleggingsfonds wordt bedoeld. Onder beleggers reken ik zowel de aandeelhouders in een beleggingsmaatschappij als de participanten in een beleggingsfonds.

3 Het rapport: de aanbevelingen

De Commissie onderschrijft de opvatting van de AFM dat zich onder beleggingsinstellingen tekortkomingen voordoen die op korte termijn moeten worden opgelost. De voornaamste aanbevelingen van de Commissie zijn:

- Instellen van één handelsmoment met de beleggingsinstelling per dag.

Achtergrond daarvan is dat het huidige systeem van verhandeling complex is en de prijsvorming ingewikkeld. Het is voor de belegger niet inzichtelijk of zijn transactie tegen (de meest) gunstige voorwaarden wordt aangegaan en afgewikkeld. In de voor hem geldende prijs worden op- en afslagen verwerkt die niet eenvoudig kunnen worden begrepen. Bovendien wordt vraag en aanbod beïnvloed door een zogeheten liquiditeitsverschaffer, een partij die gelieerd is aan de beleggingsinstelling en daarom werkzaam is met een inherent belangenconflict. Een vast handelsmoment op elke dag waaraan onverbidde hand wordt gehouden kan timingsrisico's en 'arbitragemogelijkheden' voor de beleggingsinstelling wegnemen en mitigeert voorts het risico van 'late trading'. [5]

- Beëindiging verplichte beursnotering voor beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal ('bmvk').

De Commissie steunt het amendement van het kamerlid Heemskerk tot afschaffing van de verplichte beursnotering voor de bmvk (art. 2:76a onderdeel c BW). [6] De Commissie voegt daaraan toe dat de verkrijging van de bmvk-status ook voor niet-vergunningplichtige beleggingsinstellingen zou moeten openstaan. Het amendement voorziet daarin niet.

- Afschaffing of herziening kapitaalbelasting voor beleggingsinstellingen.

Bij de uitgifte van deelnemingsrechten zijn beleggingsinstellingen kapitaalbelasting schuldig. [7] Reeds eerder uitgegeven deelnemingsrechten die vervolgens worden ingekocht door de beleggingsinstelling, kunnen bij hernieuwde vraag door de beleggingsinstelling worden verkocht. Er is in dat geval niet opnieuw kapitaalbelasting verschuldigd. Pas indien deelnemingsrechten worden uitgegeven die uitgaan boven het aantal waarover reeds kapitaalbelasting is geheven, dient additioneel kapitaalbelasting te worden afgedragen. Dit systeem zorgt voor complexiteit in de prijsvorming, leidt tot een willekeurige behandeling van beleggers wanneer zij toe- of uittreden en levert concurrentienadeel op ten opzichte van landen (waaronder Luxemburg) waar een ander heffingsstelsel geldt. [8]

- Volledige openbaarmaking en verantwoording van alle kosten aan beleggers.

Deze informatie verschaft beleggers inzicht in de kosten die aan het vermogensbeheer zijn verbonden en stelt hen in staat een prijsvergelijking te maken.

De kosten van beleggingsinstellingen kunnen worden onderverdeeld in eenmalige en doorlopende kosten. De eenmalige kosten bestaan onder meer uit de kosten die een belegger bij toetreding of uittreding betaalt en de kosten van oprichting of liquidatie van een beleggingsinstelling. De doorlopende kosten hebben onder meer betrekking op de beheervergoeding, het bewaarloon en overige kosten waaronder die van de accountant, het toezicht, administratiekosten en marketing. De Commissie stelt voor om de totale doorlopende kosten van beleggingsinstellingen zichtbaar te maken door de berekening van een Total Expense Ratio (TER) verplicht te stellen en openbaar te maken. [9]

- De beheerder dient in het jaarverslag van iedere beleggingsinstelling te verklaren dat hij beschikt over een adequate administratieve organisatie en interne controle (ao/ic). De externe accountant dient in de jaarlijkse management letter te verklaren in hoeverre hij bij zijn controlewerkzaamheden de ao/ic heeft beoordeeld.

Een goede ao/ic is essentieel voor een betrouwbaar beleggingsproces. Dit vereist een consistente gedragslijn die zich uit in inzichtelijke besluitvorming en een logische verdeling

van verantwoordelijkheden en bevoegdheden. Het dient verifieerbaar te zijn dat de beleggingsinstelling deze voorschriften in de praktijk naleeft.

- Aan elke beheerder van een beleggingsinstelling dient een onafhankelijke raad van commissarissen te worden verbonden die erop toeziet dat het beheer plaatsvindt in het belang van de beleggers.

Aan de beleggingsinstelling wordt vermogen toevertrouwd in de verwachting dat een bepaalde beleggingsdoelstelling wordt nagestreefd. Er is een fiduciaire relatie, een scheiding tussen degene die rechtens handelt en de economisch belanghebbenden. Voorkomen moet worden dat de beheerder het door beleggers bijeengebrachte kapitaal aanwendt voor oneigenlijke doelen, waaronder de behartiging van het eigen belang in plaats van de belangen van de beleggers. De raad van commissarissen ('RvC') van de beheerder zal erop moeten toezien dat de beheerder uitsluitend handelt in het beste belang van de beleggers; de RvC dient de 'trusteefunctie' van de beleggingsinstelling te bewaken.[10] Daartoe zal de RvC in meerderheid moeten bestaan uit leden die onafhankelijk zijn ten opzichte van de beheerder en aan de beheerder gelieerde partijen. De Commissie doet de aanbeveling de onafhankelijkheid van de commissarissen te toetsen aan de hand van de criteria die daarvoor zijn opgenomen in de Corporate Governance Code (III.2.2). De RvC kan het toezicht op de trusteefunctie eventueel ook delegeren aan een compliance commissie.[11]

- Beleggers zijn bevoegd de accountant te benoemen.

Het oordeel van de externe accountant over de jaarrekening van de beleggingsinstelling biedt een bijzondere waarborg aan de beleggers. De bevoegdheid van de beleggers om - indien zij dat wensen - de accountant te vervangen, versterkt de onafhankelijke opstelling van de accountant ten opzichte van de beleggingsinstelling. De aandeelhouders van een beleggingsmaatschappij hebben overigens op grond van art. 2:393 lid 2 BW reeds de bevoegdheid de opdracht aan de accountant te verlenen.

- Beleggers kunnen de beheerder van de zogenoemde closed end beleggingsinstelling ontslaan.

Een 'open end' beleggingsinstelling is door de Commissie gedefinieerd als een beleggingsinstelling die verplicht is op verzoek van de belegger of deelnemer aandelen uit te geven of in te kopen. Indien er per saldo vraag is, worden nieuwe aandelen uitgegeven. Indien er per saldo aanbod is, worden aandelen ingekocht.[12]

De belegger ontleent belangrijke bescherming aan die liquiditeit. Als de belegger ontevreden is met de kwaliteiten van de beheerder kan hij 'stemmen met de voeten'. Een 'closed end' beleggingsinstelling daarentegen is niet verplicht op verzoek van de deelnemer deelnemingsrechten uit te geven of in te kopen. De belegger kan zijn deelnemingsrechten niet zonder meer liquideren. Om die reden wil de Commissie aan de beleggers in een closed end beleggingsfonds de bevoegdheid toekennen de beheerder te ontslaan en een nieuwe beheerder aan te stellen. Het beleggingsfonds kan deze bevoegdheid beperken door voor een dergelijk besluit een meerderheid te eisen van 75% van de uit te brengen stemmen (waarmee bedoeld zal zijn 75% van het in de beleggingsinstelling bijeengebrachte vermogen).

Aandeelhouders in beleggingsmaatschappijen hebben op grond van het vennootschapsrecht in beginsel de genoemde bevoegdheden reeds, ongeacht of de beleggingsmaatschappij er één is van het 'closed end' of 'open end' type.

- Jaarlijkse verantwoording over de beloningsstructuur van portfoliomanagers van de beheerder.

De Commissie wil voorkomen dat de belangentegenstelling tussen belegger en beheerder wordt gevoed door een beloningsstructuur die niet spoort met de beleggingsdoelstelling van de beleggingsinstelling. Of er sprake is van dergelijke contraire prikkels blijkt meestal niet uit de beheervergoeding die de belegger verschuldigd is aan de beheerder. Die vergoeding is meestal een vast percentage van het in beheer gegeven vermogen ('flat fee') Om die reden

dient de beleggingsinstelling in het jaarverslag inzicht te verschaffen in de beloningsstructuur van de portefeuillemanagers die daadwerkelijk het aan- en verkoopbeleid bepalen.[13]

- Publicatie van alle voor de beleggingsinstelling voorgeschreven informatie op de website van de beheerder.

Het past in hedendaagse eisen ten aanzien van transparantie om alle voor de beleggers relevante informatie toegankelijk te maken via de website van de beleggingsinstelling.[14]

#### 4 Wat verder opvalt

De meeste van de hiervoor genoemde 'highlights' vinden wij terug in samenvattingen van het Commissie-rapport die elders zijn verschenen. Het rapport bevat echter meer opvallende passages en aanbevelingen. Ik noem de volgende.

##### a Wijziging voorwaarden beheer en bewaring

Er zijn veel beleggingsinstellingen die hun voorwaarden van beheer en bewaring kunnen wijzigen zonder dat daarvoor de medewerking van de beleggers is vereist. Een uitzondering geldt voor bezwarende wijzigingen, zoals een verhoging van de beheervergoeding. De Commissie stelt voor dat beleggers hun beleggingen kosteloos kunnen liquideren, indien de beleggingsinstelling haar voorwaarden wijzigt zonder dat de beleggers (geacht worden) daaraan (te) hebben meegewerkt. Bovendien moet elke voorgenomen wijziging onder meer worden aangekondigd in een landelijk verspreid dagblad.

Hoewel dat niet uitdrukkelijk blijkt uit de desbetreffende passages leid ik uit de context af (met name de kopteksten) dat de Commissie de bevoegdheid tot 'kosteloos uittreden' uitsluitend wil toekennen ingeval 'bezwarende' wijzigingen aan de orde zijn.[15]

Dit voorstel van de Commissie vormt een aanvulling op art. 14 Besluit toezicht beleggingsinstellingen. Daarin is bepaald dat elke wijziging van de voorwaarden moet worden gemeld aan de toezichthouder en niet van kracht wordt dan nadat deze zijn instemming heeft verleend.[16] Dit vereiste biedt de beleggers belangrijke bescherming, maar geen mogelijkheid tot kosteloos uittreden.

Ik kan mij voorstellen dat het belang daarvan toeneemt als de wijzigingen van de WTB van kracht worden. Onder het nieuwe regime zal de AFM geen toetsing verrichten van de individuele beleggingsinstellingen en hun voorwaarden, doch wordt de aandacht gericht op de beheerorganisatie. Als die een vergunning heeft verkregen kan zij in beginsel zonder nadere tussenkomst van de AFM beleggingsinstellingen introduceren.[17]

Wat de voorgestelde aankondiging in een landelijk verspreid dagblad betreft: die is duur en heeft mijns inziens materieel geen betekenis.[18] Bovendien zijn er veel niet-genoteerde beleggingsinstellingen met een relatief gering aantal beleggers. Met hen kan veel efficiënter en effectiever worden gecommuniceerd langs elektronische weg dan via een dagblad.

##### b Kapitaalbelasting

Hiervoor kwam reeds aan de orde dat de Commissie de heffing van kapitaalbelasting - in de huidige vorm - wil afschaffen. Mijns inziens verdient dit voorstel van de Commissie ook om andere redenen steun. Vooral voor professionele beleggers is de heffing van kapitaalbelasting onaanvaardbaar. Zij willen slechts gebruik maken van beleggingsinstellingen indien deze belasting kan worden vermeden. Daartoe dient de beleggingsinstelling 'besloten' te zijn. Dit vereist - kort gezegd - dat voor toetreding van nieuwe beleggers de toestemming van alle bestaande beleggers noodzakelijk is. Eén dwarsliggende belegger of één omissie aan de zijde van de beheerder is in beginsel fataal. Dit leidt tot een merkwaardig resultaat. Het is in economisch opzicht zeer wenselijk dat bijeengebracht vermogen op collectieve basis kan worden beheerd. Het gebruik van de beleggingsinstelling wordt echter gefrustreerd door de wijze waarop kapitaalbelasting wordt geheven en de voorwaarden voor 'beslotenheid'. Nederland prijst zich hiermee uit de markt.

##### c Effectengiro en stemrecht

Beursgenoteerde beleggingsinstellingen bieden hun beleggers de mogelijkheid deel te nemen in beleggingsinstellingen, veelal met tussenkomst van een Stichting Beleggersgiro ('beleggersgiro'). De gelden die de deelnemers willen beleggen in de beleggingsinstellingen worden op naam van de beleggersgiro, doch voor rekening van de deelnemers belegd. De deelnemers verkrijgen vorderingen, luidende in effecten, op de beleggersgiro. De beleggersgiro heeft te gelden als aandeelhouder in de beleggingsmaatschappij, respectievelijk participant in het beleggingsfonds. De Commissie trekt een parallel met certificering en de rol van het administratiekantoor.[19] De tussenkomst van een beleggersgiro werkt kostenbesparend. Zij heeft echter ook tot gevolg dat de zeggenschap die verbonden is aan de deelneming in de beleggingsinstelling aan de beleggers wordt ontnomen en wordt geconcentreerd bij de beleggersgiro.

De Commissie doet de aanbeveling dat de beleggersgiro het stemrecht uitsluitend uitoefent in het belang van de beleggers (certificaathouders). Het bestuur van de beleggersgiro behoort onafhankelijk te zijn van de beheerder van de beleggingsinstelling. De beleggersgiro dient zonder enige beperking stemvolmacht te verlenen aan beleggers die daarom vragen.[20]

Ik juich toe dat de onzekerheid over het stemgedrag van de beleggersgiro wordt weggenomen. Mij is bekend dat die een rol heeft gespeeld in het kader van een overdracht van aandelen in Rodamco North America N.V. De vrees bestond dat de daaraan verbonden beleggersgiro zou worden ingezet als een beschermingsconstructie.

#### d Governance

Heel interessant zijn de aanbevelingen over de governance van beleggingsinstellingen. De Commissie bespreekt de situatie dat een beleggingsmaatschappij de beheeractiviteiten (beslissingen aangaande het beleggingsbeleid, het risicobeheer en de naleving van wet- en regelgeving) in hun geheel heeft uitbesteed aan een 'externe' beheerder. De Commissie is van mening dat in dat geval sprake is van een gebrekkige governance van de beleggingsmaatschappij. Het bestuur van de beleggingsmaatschappij is formeel verantwoordelijk, doch het kan deze verantwoordelijkheid in feite niet dragen omdat de relevante beslissingen worden genomen door de externe beheerder. 'Om dit vacuüm in de bestuursverantwoordelijkheid bij beleggingsmaatschappijen op te vullen beveelt de Commissie aan dat wordt voorgeschreven dat in een dergelijk geval de beheerder formeel bestuurder is van de beleggingsmaatschappij.[21]'

In het licht van de tendens tot vergaande uitbesteding geeft de Commissie hiermee een belangrijk signaal. Het bestuur van een financiële instelling moet in staat zijn om materieel inhoud te geven aan zijn formele verantwoordelijkheid voor het functioneren van de instelling. Dat staat op gespannen voet met uitbesteding van (nagenoeg) alle taken en bevoegdheden aan een derde.[22]

#### e Rol bewaarder

In het bestaande wetgevingskader dient de bewaarder van een beleggingsinstelling de beheerder te controleren, in het belang van de beleggers. In veel gevallen zijn bewaarders daarvoor niet toegerust. Het bestuur van de bewaarder is vaak gelieerd aan de financiële instelling waartoe ook de beheerder behoort. Het personeel dat werkzaam is voor de bewaarder behoort dikwijls tot de werknemers van diezelfde financiële instelling. De bewaarder heeft meestal geen personeel op een eigen 'loonlijst'. Het gevolg is dat de bewaarder zijn onafhankelijke controlerende rol ten opzichte van de beheerder niet kan waarmaken. Dit wordt door de Commissie onderkend en acceptabel geacht. De Commissie verwacht dat de beleggersbescherming niet zozeer van de bewaarder moet uitgaan, maar van de raad van commissarissen die verbonden is aan de beheerder en van het toezicht door de AFM. In deze gedachtegang is de rol van de bewaarder in hoofdzaak beperkt tot het bieden van bescherming tegen insolventie.[23]

#### 5 Hoe nu verder?

De AFM omarmt de aanbevelingen van de Commissie. De AFM is van mening dat implementatie van de aanbevelingen leidt tot een beter functionerende markt met meer oog voor de belangen van de beleggers en een goede governance. De eerder gesignaleerde tekortkomingen kunnen daarmee worden verholpen. In overleg met het ministerie van Financiën, Euronext N.V. en de betrokken marktpartijen wil de AFM bezien hoe de aanbevelingen op zo kort mogelijke termijn geïmplementeerd kunnen worden. Waar mogelijk wil de AFM met Euronext N.V. en marktpartijen zoeken naar een directe aanpassing in overeenstemming met de aanbevelingen. AFM verwacht dat het resultaat daarvan zal zijn dat de Nederlandse markt tot voorbeeld strekt voor andere Europese landen.

Voetnoot

[1]

Vgl. het wetsontwerp tot wijziging van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (*Kamerstukken II* 2004/05, 28 998) dat in behandeling is bij de Eerste Kamer en het Consultatiedocument Nadere Regeling gedragstoezicht Wet toezicht beleggingsinstellingen en wijziging van de Nadere Regeling Financiële Bijsluiter d.d. 20 oktober 2004, te downloaden van [www.afm.nl](http://www.afm.nl). Nader over het wetsontwerp: C.M. Grundmann-van de Krol in *Ondernemingsrecht* 2003, p. 450-453, 2004, nr. 026 en 2004, nr. 228.

[2]

Het AFM-rapport 'Zicht op beleggingsinstellingen' en het rapport van de Commissie kunnen worden gedownload van [www.afm.nl](http://www.afm.nl).

[3]

Dit komt omdat de AFM deze producten in haar onderzoek buiten beschouwing heeft gelaten 'omdat deze niet onder de vergunningplicht van de AFM vallen' (§ 1.2). De AFM is echter van mening dat aan deze producten 'ten minste evenveel aandacht moet worden besteed als aan de onderzochte beleggingsinstellingen' (§ 9.3). De AFM heeft wel degelijk een zekere bevoegdheid ten aanzien van unit linked verzekeringsproducten. Voor 'unit linked' is een financiële bijsluiter verplicht gesteld. Dit wordt gebruikt voor levensverzekeringsproducten waarbij het beleggingsrisico geheel of deels bij de verzekeringnemer ligt, vgl. Bijlage 3 bij de Nadere Regeling Financiële Bijsluiter, *Stcrt.* 2002, 121.

[4]

Vgl. art. 1 WTB. Zie ook C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht*, 2004, p. 86-88.

[5]

Late trading houdt in het plaatsen en accepteren van orders van beleggers na het daarvoor bestemde handelsmoment tegen de koers van het eerdere handelsmoment, vgl. rapport, § 2.3.2. Over misstanden in Amerika rond late trading, zie de website van Eliot Spitzer: [www.oag.state.ny.us/press/2003/sep/sep03a\\_03.html](http://www.oag.state.ny.us/press/2003/sep/sep03a_03.html).

[6]

*Kamerstukken II* 2004/05, 28 998, nr. 9.

[7]

Art. 32 e.v. Wet op belastingen van rechtsverkeer.

[8]

Vgl. *Het Financieele Dagblad* van 18 januari 2005: 'Luxemburg troeft fondsensector af'. Luxemburg kent een eenmalige heffing bij de oprichting van de beleggingsinstelling en een jaarlijkse heffing over de nettowaarde van het uitstaande kapitaal.

[9]

De TER wordt berekend door de doorlopende kosten per jaar te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde van de beleggingsinstelling.

- [10] Zie ook art. 2.12 en 3.1 van Bijlage bij het Besluit toezicht beleggingsinstellingen en art. 25 NRgt 2002. De AFM meldt op haar website dat zij binnen het Comité van Europese effectentoezichthouders (CESR) zal bepleiten dat de instelling van een RvC bij beleggingsinstellingen in Europa navolging krijgt.
- [11] § 5.3.1 van het rapport.
- [12] § 1.3 van het rapport.
- [13] Vgl. § 3.3.2 en 5.3.4 van het rapport.
- [14] Vgl. ook de Code Tabaksblad, best practice bepaling IV.3.6 en IV.1 e.v.
- [15] § 3.3.7 rapport en de daaraan voorafgaande samenvatting.
- [16] Art. 14 Besluit toezicht beleggingsinstellingen.
- [17] Vgl. P. Klemann, 'De nieuwe Wet toezicht beleggingsinstellingen is in aantocht', *V&O* 2004-6.
- [18] Overigens zit dit vereiste ook reeds in art. 2.7 e.v. van Bijlage A bij het Besluit toezicht beleggingsinstellingen. Het alternatief is mededeling 'aan het adres van iedere deelnemer'. Zie ook mijn 'Verlos ons van het landelijk verspreid dagblad!', *WPNR* 6250, p. 930-932.
- [19] Dat lijkt mij juist, vergelijk de analyse van M.G. van 't Westeinde & R.H. Maatman, 'Beleggersgiro: een bijzondere tussenpersoon', in: *Onderneming en Tussenpersonen*, Serie Onderneming en Recht, deel 17, Deventer: Kluwer 1999, p. 245-266.
- [20] § 5.3.2 van het rapport. Vgl. ook art. 15 NRgt 2002 en Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht*, 2004, p. 307-311. In zijn persbericht van 12 januari jl. heeft de AFM aangekondigd in 2005 thematische onderzoeken te zullen uitvoeren naar onder meer beleggersgiro's. Onder meer zal worden nagegaan in hoeverre wordt voldaan aan de regels voor de administratieve organisatie.
- [21] Rapport, § 5.3.1. Vgl. ook Eliot Spitzer in zijn 'testimony' voor het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden over misstanden in de 'Financial Services Industry': 'Mutual funds are owned by their shareholders and are led by a board of directors. But the funds tend not to have any employees, instead contracting out for advisory, management, marketing and investment services. Funds that manage tens of billions of dollars operate without a single, full-time employee. The directors are supposed to be the stewards of their shareholders' investments, but too often act at the behest of the advisory and management companies that run the funds' day-to-day operations.'
- [22] Overigens roept de oplossing die de Commissie voorstelt enkele nieuwe vragen op. De externe beheerder die bestuurder wordt, handelt in zekere zin met zichzelf. Die verhouding lijkt op 'Selbsteintritt' (art. 7:416 BW), waardoor mogelijk een ander 'governance-probleem' ontstaat. Bovendien rijst de vraag waarom de Commissie dit voorstel alleen doet voor de beleggingsmaatschappij en niet voor de situatie waarin de

beheerder van een beleggingsfonds alle taken uitbesteedt aan een 'extern beheerder'. Zie ook S.C.J.J. Kortmann & R.H. Maatman, *Uitbesteding door vermogensbeheerders* (nog te verschijnen).

[23]

Vgl. de vragen die daaromtrent zijn gesteld in de Eerste Kamer bij de behandeling van het wetsontwerp tot wijziging van de WTB, *Kamerstukken I* 2004/05, 28 998, B.



Copyright © Kluwer 2012  
Kluwer Online Research

Dit document is gegenereerd op 22-06-2012

Op dit document zijn de algemene leveringsvoorwaarden van Kluwer van toepassing.