

PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/77705>

Please be advised that this information was generated on 2019-03-19 and may be subject to change.

Ondernemingsrecht, Babylonische bewaarders

Ondernemingsrecht (ONDR), incl. NV en TVVS, Ondernemingsrecht 2009, 173, Babylonische bewaarders

Ondernemingsrecht, Babylonische bewaarders

Vindplaats: Ondernemingsrecht 2009, 173 Bijgewerkt tot: 23-12-2009

Auteur: Jan Willem van der Velden

Babylonische bewaarders

1 Inleiding

De concept AIFM-Richtlijn vereist dat bewaarders van beleggingsinstellingen een vergunning hebben als beleggingsonderneming of kredietinstelling. Nederlandse fondsen voor gemene rekening kennen deelnemers, een beheerder en een bewaarder, die fungeert als eigenaar ten titel van beheer van het fondsvermogen. Het voorschrift in de concept Richtlijn, dat bewaarders een vergunning behoeven, lijkt het fonds voor gemene rekening onmogelijk te maken. Er is echter sprake van spraakverwarring. Bewaarders in de zin van de richtlijn zijn geen entiteiten die fungeren als eigenaar ten titel van beheer, maar bewaarbedrijven, zoals *custodian banks*. Hetzelfde geldt voor de ICBE-Richtlijn, die op dit punt niet juist is geïmplementeerd. In deze actualiteit wordt de invoering van het begrip 'bewaarbedrijf' in de Wft bepleit. Aan dit bewaarbedrijf kunnen de taken van de 'bewaarder' uit de richtlijnen worden toebedeeld. De term bewaarder kan behouden blijven voor de entiteit die fungeert als eigenaar ten titel van beheer voor beleggingsfondsen. Deze bijdrage gaat nader in op de achtergronden van de terminologische verwarring.

2 Bewaarders van Nederlandse beleggingsfondsen

Nederlandse beleggingsfondsen plegen sinds eind negentiende eeuw te worden vormgegeven door middel van een beheerder, een bewaarder en deelnemers. De beheerder verricht de beleggingstransacties, of bereidt ze voor. De bewaarder is eigenaar ten titel van beheer van het fondsvermogen en de deelnemers zijn de economisch belanghebbenden bij het fondsvermogen. Deze figuur doet sterk denken aan de Engelse unit trust, waarbij een manager het vermogen beheert, een trustee fungeert als *legal owner* en de deelnemers *beneficial owners* zijn.

3 Bewaarders in de ICBE-Richtlijn

In 1990 werd de ICBE-Richtlijn [1] geïmplementeerd in de Wet toezicht beleggingsinstellingen. In de Nederlandse versie van art. 7 ICBE-Richtlijn staat dat de activa van een ICBE (een beleggingsinstelling met EU-paspoort) in bewaring moeten worden gegeven bij een bewaarder. De functie van de bewaarder van Nederlandse beleggingsfondsen lijkt overeen te komen met de functie van de bewaarder uit de ICBE-Richtlijn. Bij de implementatie van de ICBE-Richtlijn in de Wet toezicht beleggingsinstellingen in 1990 zijn dan ook de verplichtingen voor de bewaarder uit de richtlijn opgelegd aan de bewaarder, die al bekend was als eigenaar ten titel van beheer van Nederlandse beleggingsfondsen. In 2007 is dit ongewijzigd overgenomen in de Wft.

Enkele aspecten rond de bewaarder uit de ICBE-Richtlijn springen in het oog. Zo hoeft de bewaarder volgens de ICBE-Richtlijn slechts de activa te bewaren, terwijl de bewaarder van Nederlandse beleggingsfondsen het gehele vermogen pleegt te bewaren, dus ook de passiva. Verder regelt de ICBE-Richtlijn slechts de aansprakelijkheid van de bewaarder jegens de beheerder en de deelnemers, terwijl het voor de hand lijkt te liggen dat dan ook de aansprakelijkheid van de beheerder jegens de bewaarder en de deelnemers wordt geregeld.

Ten slotte valt op dat de ICBE-Richtlijn ook voor beleggingsmaatschappijen bewaarders verplicht stelt. Het is niet duidelijk waarom het vermogen van een NV of BV in eigendom ten titel van beheer moet worden gegeven aan een derde. Anders dan bij een beleggingsfonds, draagt dit bij een beleggingsmaatschappij niet bij aan de 'veiligheid' voor de deelnemers-aandeelhouders. Dergelijke aspecten hebben in Nederland overigens niet tot grote discussies geleid, waarschijnlijk omdat Nederlandse ICBE's tot voor kort op een hand te tellen waren. [2]

4 Bewaarders in de AIFM-Richtlijn: einde voor Nederlandse beleggingsfondsen?

In april 2009 heeft commissaris McCreevy een voorstel gedaan voor regulering van beheerders van beleggingsinstellingen die niet als ICBE kwalificeren. Dit is vervat in de concept *Alternative Investment Fund Managers Directive*, hierna de AIFM-Richtlijn. [3] Beleggingsinstellingen die niet kwalificeren als ICBE zal ik hierna AIF noemen. In het voorstel staat onder andere dat de bewaarder van AIF's een kredietinstelling moet zijn. Op 12 november 2009 is een wijzigingsvoorstel gepubliceerd, dat ook vergunninghoudende beleggingsondernemingen toestaat bewaarder van AIF's te zijn.

De Nederlandse praktijk lijkt met dergelijke verplichtingen voor bewaarders niet uit de voeten te kunnen. Enerzijds zou de eis dat bewaarders kredietinstellingen of beleggingsondernemingen zijn, de doodsteek betekenen voor Nederlandse beleggingsfondsen. Beleggingsfondsen hebben immers een (bij voorkeur aparte) bewaarder die als eigenaar ten titel van beheer optreedt. Het zou onbetaalbaar zijn als die bewaarders allemaal zo'n kostbare vergunning moeten hebben. [4] Omgekeerd is het ondenkbaar dat kredietinstellingen en beleggingsondernemingen de passiva van beleggingsinstellingen op hun balans nemen, zoals Nederlandse bewaarders dat doen. Bewaarders die fungeren als eigenaar ten titel van beheer voor beleggingsfondsen kunnen met andere woorden het beste een *special purpose vehicle* zijn. Dit is in Nederland al decennialang de praktijk.

5 Spraakverwarring

In de afgelopen maanden is er vrij intensief internationaal contact geweest over de rol van de bewaarder en de daaraan te stellen verplichtingen. Daarbij werd duidelijk dat het heel gebruikelijk is dat beleggingsinstellingen uit andere Europese lidstaten hun financiële instrumenten laten bewaren door kredietinstellingen of beleggingsondernemingen. Er bleek daar geen begrip te zijn voor het Nederlandse standpunt dat het veel beter is om de functie van bewaarder te laten vervullen door een *special purpose vehicle*. Dit onbegrip is heilzaam. Het heeft duidelijk gemaakt dat in Nederland de rol van de bewaarder anders is verstaan dan in andere Europese lidstaten. De reden van het onbegrip is veel minder fundamenteel dan zij op het eerste gezicht lijkt. Er is sprake van spraakverwarring.

In Nederland hadden beleggingsfondsen sinds eind negentiende eeuw al een bewaarder, die het vermogen ten titel van beheer hield voor de deelnemers. Zoals hiervoor aangegeven heeft deze bewaarder de taken van de bewaarder uit de ICBE-Richtlijn erbij gekregen. De bewaarder uit de ICBE-Richtlijn is echter niet bedoeld als eigenaar ten titel van beheer.

Andere Europese landen verstaan de bewaarder uit de ICBE-Richtlijn als het bewaarbedrijf (*custodian bank* of beleggingsonderneming) waar de financiële instrumenten van de beleggingsinstelling worden bewaard. [5] De verplichting de financiële instrumenten te laten bewaren door dit bewaarbedrijf is erop gericht te voorkomen dat beleggingsinstellingen de stukken in een eigen kast of kluis leggen. Er zijn met andere woorden twee soorten bewaarders te onderscheiden: enerzijds de eigenaar ten titel van beheer van een beleggingsfonds en anderzijds het bewaarbedrijf waar financiële instrumenten 'liggen'.

Wanneer men de bewaarder uit de ICBE-Richtlijn en de AIFM-Richtlijn inderdaad verstaat als het bewaarbedrijf, vallen de in par. 2 genoemde punten op hun plaats. Het verklaart waarom de bewaarder in de zin van deze richtlijnen slechts financiële instrumenten bewaart en niet andere goederen, laat staan de passiva van beleggingsinstellingen. Het verklaart ook

waarom de bewaarder verplicht is voor zowel beleggingsmaatschappijen als beleggingsfondsen en waarom slechts de aansprakelijkheid van de bewaarder jegens de beheerder en de deelnemers is geregeld, en niet andersom. Kortom: deze richtlijnen betreffen niet de bewaarder (eigenaar ten titel van beheer) van Nederlandse beleggingsfondsen of bijvoorbeeld de trustee van de Engelse *unit trust*. De voorschriften uit deze richtlijnen over de bewaarder gaan slechts over het bewaarbedrijf.

6 Nieuwe term voor bewaarders uit UCITS en AIFM-Richtlijnen

Voor de implementatie van de AIFM-Richtlijn en UCITS IV [6] (de recent gewijzigde ICBE-Richtlijn) betekent dit het volgende. De taken en verplichtingen die deze richtlijnen aan de bewaarder toekennen, kunnen in de Wft worden toebedeeld aan een nieuw te definiëren financiële onderneming. De term 'bewaarbedrijf' lijkt hiervoor het meest adequaat. [7] Daarbij kan worden bepaald dat een bewaarbedrijf een vergunning als bank of beleggingsonderneming moet hebben. De taken en verplichtingen die betrekking hebben op de eigendom ten titel van beheer kunnen dan achterblijven bij de bewaarder, zoals die in de Wft is gedefinieerd. Zo kan de Wft met een geringe ingreep in overeenstemming worden gebracht met de geldende en toekomstige Europese regelgeving.

Als de genoemde Europese richtlijnen op de hiervoor beschreven wijze worden geïmplementeerd, loopt Nederland in de pas met Europa, terwijl de bestaande structuur van beleggingsinstellingen (wat betreft de bewaarfunctie) nauwelijks wordt aangetast. Opgemerkt zij dat niet alle diensten die bewaarders en organisaties van bewaarders nu verrichten, ook in de toekomst door hen mogen worden verricht. Volgens het oorspronkelijke voorstel mochten bewaarbedrijven de in de AIFM-Richtlijn toebedeelde taken slechts uitbesteden aan andere bewaarbedrijven. In het gewijzigde voorstel geldt dit slechts voor uitbesteding van custody-werkzaamheden. [8] Daardoor zullen organisaties van bewaarders die bijvoorbeeld administratieve diensten willen blijven verlenen, dus geen vergunning als beleggingsonderneming of kredietinstelling nodig hebben. Zij zullen enigszins opgelucht kunnen ademen. Taken die deze richtlijn toekent aan de beheerder, mogen in principe wel worden gedelegeerd aan bewaarders of organisaties van bewaarders. [9]

7 Conclusie

Zoals aangegeven is op 12 november 2009 een aanpassingsvoorstel voor de AIFM-Richtlijn gepubliceerd. Dit voorstel komt tegemoet aan een deel van de kritiek van de afgelopen maanden. Zo wordt het begrip marketing (en het daaraan gekoppelde verbod) beperkt tot aanbidding op initiatief van de AIFM en wordt subdelegatie van taken van de AIFM toegestaan. De meest fundamentele kritiek blijft echter overeind. Die betreft de vraag of het voorgestelde vergunningsstelsel voor beheerders van beleggingsinstellingen die zich slechts richten tot professionele beleggers [10] adequaat en proportioneel is.

Voetnoot

[1]

Richtlijn 1985/611/EG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).

[2]

Bijna geen Nederlandse beleggingsinstelling wordt dus geraakt door de ICBE-Richtlijn. Des te groter wordt de impact van de hierna te behandelen richtlijn voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.

[3]

'Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers', COM (2009) 207 final. Zie hierover C.M. Grundmann-van de Krol, 'Ontwikkelingen ten aanzien van beleggingsinstellingen', *Ondernemingsrecht* 2009, 89.

- [4] Vergelijk de brief d.d. 2009 van een aantal Nederlandse pensioenfondsen aan commissaris McCreevy, te vinden op www.opf.nl.
- [5] Vergelijk reeds de toelichting van de Europese Commissie uit 1988 op de UCITS-Richtlijn, 'Towards a European market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities', p. 24. Deze toelichting is te vinden op www.keijservandervelden.nl/investment-management.
- [6] Richtlijn 2009/65/EG, *PbEU* 2009, L 302.
- [7] Het zou voor de duidelijkheid bevorderlijk zijn als de Nederlandse versie van de AIFM-Richtlijn en UCITS IV dezelfde term hanteren.
- [8] Vergelijk art. 17 lid 4 (gewijzigd) concept AIFM-Richtlijn.
- [9] Volgens art. 18 lid 1 slot (gewijzigd) concept AIFM-Richtlijn, mag het portefeuillebeheer niet worden uitbesteed aan het bewaarbedrijf. Dit is niet toepasselijk op uitbesteding aan de bewaarder. Desondanks zal de bewaarder meestal niet een geschikte partij zijn om deze taak aan te delegeren.
- [10] Vergelijk o.a. art. 2 en art. 31 (gewijzigd) concept AIFM-Richtlijn.

Copyright © Kluwer 2012
Kluwer Online Research

Dit document is gegenereerd op 01-08-2012

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