

# Vermogensscheiding in het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn: nog steeds op zee, land in zicht?

mr. drs. J.C.A. Tonino\*

## 1. Inleiding

Op 22 juli 2013 dient de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: AIFM-richtlijn) in Nederlands recht te zijn omgezet.<sup>1</sup> De AIFM-richtlijn is in beginsel van toepassing op alle beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: abi's), dat wil zeggen beheerders van beleggingsinstellingen die niet als icbe's kwalificeren.<sup>2</sup> De reikwijdte van de AIFM-richtlijn is dus groot, anders dan het woord 'alternatieve' wellicht doet vermoeden. Met de AIFM-richtlijn worden de activiteiten van beheerders van abi's voor het eerst op Europees niveau gereguleerd. De richtlijn beoogt meer transparantie, een betere beheersing van systeemrisico's en een versterking van de beleggersbescherming te bewerkstelligen.

De ministerraad heeft op 19 april 2012 het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn (hierna: Wetsvoorstel) bij de Tweede Kamer ingediend.<sup>3</sup> Nu het Wetsvoorstel openbaar is, kan een eerste impressie worden verkregen van de mate waarin de bestaande regels voor beleggingsinstellingen met de komst van de AIFM-richtlijn zullen veranderen. In deze bijdrage richt ik mij op het onderwerp 'vermogensscheiding'. Door de huidige regeling bij vergunningplichtige beleggingsfondsen met de in het Wetsvoorstel neergelegde regeling te vergelijken, breng ik in kaart in hoeverre de bestaande regeling van vermogensscheiding met de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn zal komen te veranderen.<sup>4</sup> Naar voren komt dat in het Wetsvoorstel slechts aan bepaalde vermogensscheidingseisen is vastgehouden. Dit doet de vraag rijzen of de eisen die wegvallen ook werkelijk gemist kunnen worden. Analoog kan de vraag worden gesteld of de gehandhaafde eisen vanuit het oogpunt van vermogensscheiding ook echt noodzakelijk zijn. In deze bijdrage doe ik een eerste aanzet om deze vragen te beantwoorden.

Hierna beschrijf ik eerst de huidige regeling van vermogensscheiding bij vergunningplichtige niet-icbe beleggingsfondsen (§2). Vervolgens behandel ik wat er in de AIFM-richtlijn (§3) en in het Wetsvoorstel (§4) is opgenomen over vermogensscheiding. Na deze beschrijvingen probeer ik de wenselijkheid te belichten van het wegvallen, respectievelijk, overeind blijven van bepaalde vermogensscheidingseisen in het Wetsvoorstel (§5). Ik sluit af met een korte samenvatting (§6).

## 2. Aftrap: huidige Wft-vermogensscheidingseisen bij beleggingsfondsen

Icbe en niet-icbe beleggingsfondsen zijn, anders dan beleggingsmaatschappijen, contractueel van aard en hebben geen rechtspersoonlijkheid. Zij kunnen daardoor niet juridisch eigenaar zijn van het fondsvermogen.<sup>5</sup> Op dit moment volgt uit de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) voor een beheerder van een beleggingsfonds de eis om het fondsvermogen ten behoeve van de beleggers (hierna: deelnemers) te laten verkrijgen door een van de beheerder onafhankelijke en rechtspersoonlijkheid bezittende bewaarder (hierna: Wft-bewaarder) (art. 4:42 sub a jo. 1:1 Wft).

\* Mr. drs. J.C.A. Tonino is werkzaam bij de afdeling Strategie, Beleid en Internationale Zaken van de Autoriteit Financiële Markten. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. Richtlijn 2011/61/EU van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen nr. 1060/2009 en nr. 1095/2010 (*PbEU* L174).
2. De instelling voor collectieve belegging in effecten (icbe) is kort gezegd een, met inachtneming van bepaalde diversificatie-eisen, in financiële liquide activa beleggende beleggingsinstelling die zich richt op retailbeleggers en verplicht is om op verzoek van beleggers in te kopen (zie art. 1:1 Wft).
3. Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, het Burgerlijk Wetboek, de Wet op de economische delicten en enige fiscale wetten ter implementatie van richtlijn nr. 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen nr. 1060/2009 en nr. 1095/2010 (*PbEU* L174).
4. Deze bijdrage richt zich op de vraag op welke wijze de vermogensscheidingseisen voor vergunningplichtige niet-icbe beleggingsfondsen zullen veranderen. Er wordt niet ingegaan op de mate waarin de vermogensscheidingseisen voor vergunningplichtige icbe-beleggingsfondsen en (icbe- en niet-icbe) beleggingsmaatschappijen zullen veranderen met de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn in Nederland.
5. Met eigendom van het fondsvermogen doel ik in deze bijdrage niet alleen op de gerechtigheid tot de activa, maar ook op de verbondenheid voor de passiva.

De verplichting om de eigendom van het fondsvermogen te laten verkrijgen door de Wft-bewaarder, brengt vanuit het oogpunt van deelnemersbescherming de belangrijke waarborg mee dat schuldeisers van de beheerder en van de deelnemers zich niet op het fondsvermogen kunnen verhalen. Tegelijkertijd brengt dit wel het gevaar mee dat schuldeisers van de Wft-bewaarder die niets met het beleggingsfonds van doen hebben (hierna: niet-fondsgerelateerde schuldeisers) zich op de bestanddelen van het fondsvermogen kunnen verhalen.<sup>6</sup> Om het gevaar van oneigenlijk verhaal te beperken, bevat de Wft enkele bepalingen die het fondsvermogen beveiligen tegen verhaal door niet-fondsgerelateerde schuldeisers:

- a. De beheerder die een beleggingsfonds beheert heeft de verplichting om maatregelen te treffen die borgen dat de Wft-bewaarder slechts met medewerking van de beheerder over de vermogensbestanddelen van het beleggingsfonds kan beschikken (art. 4:42 sub b Wft).
- b. Als Wft-bewaarder mag slechts een rechtspersoon optreden die als enig statutair doel heeft het bewaren van vermogen en het administreren van de goederen waar het beleggingsfonds in belegt. Deze inperking van de bedrijfsactiviteiten van de Wft-bewaarder beperkt de ruimte om privé-schuldeisers te laten ontstaan (art. 4:44 lid 1 Wft).
- c. Een beleggingsfonds dient een eigen afzonderlijke Wft-bewaarder te hebben als er een reëel risico bestaat dat het fondsvermogen en het eigen vermogen van de Wft-bewaarder ontoereikend zullen zijn voor voldoening van de vorderingen die voortvloeien uit schulden die verband houden met het beheer en bewaren van dat fonds (hierna: fondsschuldeisers) en die voortvloeien uit deelnemingsrechten in dat fonds (art. 4:44 lid 2 Wft).<sup>7</sup> Overigens geldt deze verplichting niet voor subfondsen (art. 4:44 lid 4 Wft).<sup>8</sup>
- d. Uitsluitend fondsschuldeisers en deelnemers van het beleggingsfonds kunnen zich verhalen op het fondsvermogen (art. 4:45 lid 1 Wft). Pas wanneer vaststaat dat zij verhaal hebben kunnen nemen en dergelijke vorderingen ook in de toekomst niet meer zullen ontstaan, kunnen andere schuldeisers van de Wft-bewaarder zich op het fondsvermogen verhalen (art. 4:45 lid 3 Wft).<sup>9</sup> Daar waar het fondsvermogen bij vereffening ontoereikend is voor voldoening van de fondsschuldeisers en deelnemers van het beleggingsfonds worden uit het fondsvermogen eerst de vorderingen van de fondsschuldeisers en daarna van de deelnemers betaald (art. 4:45 lid 2 Wft). Indien het fondsvermogen ontoereikend is om de vorderingen van de fondsschuldeisers en deelnemers van het beleggingsfonds volledig te voldoen, dient het vermogen van de Wft-bewaarder eerst ter voldoening van de vorderingen van de fondsschuldeisers, daarna van de deelnemers en afsluitend van de overige schuldeisers, behoudens de door de wet erkende andere redenen van voorrang (art. 4:45 lid 4 Wft).<sup>10</sup> Art. 4:45 Wft geldt uit hoofde van art. 1:13 lid 6 Wft thans ook op subfondsniveau.<sup>11</sup>

### 3. De AIFM-richtlijn: weinig over vermogensscheiding

Waar de huidige Wft-bewaarder bij beleggingsfondsen fungeert als eigenaar ten titel van bewaring van het fondsver-

mogen, regelt de AIFM-richtlijn niet bij welke entiteit de eigendom van het fondsvermogen ondergebracht moet worden. De AIFM-richtlijn introduceert weliswaar een AIFMD-bewaarder (hierna: depositary), maar schrijft niet dwingend voor dat deze de eigendom moet krijgen.<sup>12</sup> De reden hierachter kan zijn dat de Europese wetgever er op dit punt van uit lijkt te gaan dat abi's rechtspersoonlijkheid hebben en juridisch eigenaar kunnen zijn van het fondsvermogen.<sup>13</sup> Er lijkt geen rekening te zijn gehouden met Nederlandse beleggingsfondsen, welke contractueel van aard zijn en dus niet

6. De in art. 3:276 Burgerlijk Wetboek neergelegde hoofdregel is immers dat de schuldenaar met zijn gehele vermogen instaat voor zijn schulden tegenover al zijn schuldeisers. Zo kunnen bijvoorbeeld privé-schuldeisers van de Wft-bewaarder zich in beginsel verhalen op het fondsvermogen. Hetzelfde geldt voor schuldeisers gerelateerd aan andere fondsen die van dezelfde Wft-bewaarder gebruik maken.
7. Hoewel het criterium 'reëel risico' een open norm is, heeft de wetgever aangegeven dat van een dergelijk reëel risico sprake is als er wordt belegd met geleend geld en/of in derivaten anders dan ter afdekking van beleggingsrisico's (*Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 529*).
8. Een subfonds is een administratief afgescheiden gedeelte binnen het vermogen van een beleggingsfonds of beleggingsmaatschappij (zie art. 1:1 Wft). Het kent vaak een separaat beleggingsbeleid en aparte deelnemersvoorwaarden.
9. Zie echter het overtuigende betoog van C.M. Grundmann van de Krol, in: *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom 2012, p. 267 en J.W.P.M. van der Velden, in: *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht, Serie Onderneming en Recht deel 47*, Deventer: Kluwer 2008, p. 148-149, dat de situatie van art. 4:45 lid 3 Wft zich (in de regel) niet voor zal kunnen doen.
10. Art. 4:45 lid 4 en lid 1 jo. 3 Wft lijken inhoudelijk niet helemaal op elkaar aan te sluiten. Indien een bewaarder voor meerdere fondsen als Wft-bewaarder optreedt, zullen meerdere fondsvermogens onderdeel zijn van het vermogen van de bewaarder. Grammaticaal lijkt art. 4:45 lid 4 Wft dan de mogelijkheid open te laten dat schuldeisers met door de wet erkende redenen van voorrang zich met voorrang (boven de fondsschuldeisers en deelnemers) op de andere fondsvermogens kunnen verhalen. Uit art. 4:45 lid 1 jo. lid 3 Wft volgt juist dat die mogelijkheid niet bestaat.
11. Met uitzondering van subfondsen die onderdeel zijn van een beleggingsinstelling zijnde een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal in de zin van art. 2:76a Burgerlijk Wetboek (zie art. 4:45 lid 5 Wft).
12. Zie over de kenmerken van deze depositary uitgebreid M. Tausk, 'De verplichting om een bewaarder te benoemen: alles gaat veranderen', *ZIFO-reeks deel 5*, De implementatie van de AIFM richtlijn, Deventer: Kluwer 2012, p. 22 e.v. Zie hierover ook het artikel van M.R. Hoekstra in ditzelfde nummer.
13. Hoewel in overweging 3 van de AIFM-richtlijn is aangegeven dat alle abi's onder de AIFM-richtlijn vallen ongeacht of ze rechtspersoonlijkheid bezitten, lijkt de Europese wetgever bij het schrijven van art. 21 AIFM-richtlijn te zijn uitgegaan van abi's met rechtspersoonlijkheid. Dit leid ik af uit art. 21 lid 8 sub b (i) en (ii) AIFM-richtlijn, waar de Europese wetgever ervan uitgaat dat de juridische eigendom van *non-custody assets* (kort gezegd: activa die niet op een financiële instrumenten rekening geboekt kunnen worden of fysiek aan een depositary geleverd kunnen worden) bij de abi ligt.

zelf de juridische eigendom van het fondsvermogen kunnen verkrijgen.

Ook overigens bepaalt de AIFM-richtlijn weinig over vermogensscheiding.<sup>14</sup> Wel is het zo dat op de beheerder en depositary de verplichting rust dat zij in het belang van de deelnemers moeten handelen.<sup>15</sup> Dit lijkt onder meer mee te brengen dat zij moeten borgen dat de civielrechtelijke vormgeving van de abi de belangen van de deelnemers niet kan schaden.<sup>16</sup>

## 4. Implementatie: vermogensscheiding in het geconsulteerde en ingediende wetsvoorstel

### 4.1 Sprekend verleden: vermogensscheiding in het geconsulteerde wetsvoorstel

Toen het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn op 19 augustus 2011 voor het eerst geconsulteerd werd, bleek dat het ministerie ervoor koos om na inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn afzonderlijke regimes in de Wft te hebben voor beheerders van abi's en beheerders van icbe's. Bijna alle bepalingen die in de huidige Wft op (icbe- en niet-icbe) beleggingsinstellingen van toepassing zijn, kwamen in het wetsvoorstel alleen nog te gelden voor (beheerders van) icbe's. Daarnaast werd een nieuw regime geïntroduceerd voor beheerders van abi's.<sup>17</sup> In dit nieuwe abi-regime werd nagenoeg één-op-één de tekst van de AIFM-richtlijn neergelegd. Dit bracht, nu de AIFM-richtlijn weinig regelt over juridisch eigendom en vermogensscheiding (zie §3), mee dat in het geconsulteerde abi-regime alle pijlers van het Wft-systeem van vermogensscheiding (dat wil zeggen: de art. 4:42, 4:44 en 4:45 Wft) kwamen te vervallen.

Dit laatste leek verder in de hand te worden gewerkt doordat in het geconsulteerde wetsvoorstel de depositary - conform de Nederlandse vertaling van de AIFM-richtlijn - 'de bewaarder' werd genoemd. Dit veroorzaakte niet alleen spraakverwarring,<sup>18</sup> maar bracht tevens mee dat handhaving van de huidige vermogensscheidingseisen zou meebrengen dat die depositary bijvoorbeeld ook verplicht zou zijn om de eigendom van het fondsvermogen (inclusief de passiva) te verkrijgen en zijn bedrijfsactiviteiten te beperken. Dit zou de onwenselijke situatie kunnen opleveren dat EU-banken en EU-beleggingsondernemingen niet als depositary zouden willen optreden.<sup>19</sup> Kortom, om banken en beleggingsondernemingen bereid te vinden na de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn als depositary bij abi's op te treden, konden de art. 4:42 sub a en b, 4:44 lid 1 en lid 2 en 4:45 Wft sowieso niet ongewijzigd in de wettekst blijven staan.

### 4.2 Vermogensscheiding in het definitieve Wetsvoorstel

Het feit dat in het geconsulteerde wetsvoorstel alle vermogensscheidingseisen voor abi's wegvielen, leverde een aantal consultatiereacties op waarin werd bepleit dat het huidige art. 4:45 Wft ('vermogensscheiding en rangorde') voor alternatieve beleggingsfondsen (hierna: abf's) in het Wetsvoorstel teruggezet diende te worden.<sup>20</sup> Blijkens de tekst van het Wetsvoorstel heeft het ministerie aan deze consultatiereacties gehoor gegeven. Art. 4:45 Wft blijft ook straks van kracht.<sup>21</sup> Dit brengt mee dat het Wetsvoorstel voor wat betreft het fondsvermogen van abf's vermogensscheiding en een rangorde meebrengt. Daarnaast valt op dat ook de verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft voor abf's in het Wetsvoor-

stel is teruggezet.<sup>22</sup> Daarmee dient de juridische eigendom van het fondsvermogen ook na de implementatie van de AIFM-richtlijn bij een afzonderlijke entiteit ondergebracht te worden indien het gaat om abf's waarbij er een reëel risico bestaat dat het fondsvermogen en het eigen vermogen van de entiteit die de juridische eigendom houdt ontoereikend zullen zijn voor voldoening van de fondsschuldeisers en de deelnemers (hierna: risicofondsen). Ten slotte is in het Wetsvoorstel wel vastgehouden aan het voor abi's laten vervallen van de verplichtingen die op dit moment in de art. 4:42 sub a, b en 4:44 lid 1 Wft zijn neergelegd.

14. In art. 21 lid 8 sub a sub (ii) AIFM-richtlijn is bepaald dat de depositary voor abi's (en ook voor subfondsen die daar onderdeel van zijn) afzonderlijke rekeningen dient aan te houden. Uit overweging 32 van de AIFM-richtlijn valt op te maken dat de activa van de beheerder en de beleggers van elkaar afgezonderd moeten zijn.
15. Voor de beheerder neergelegd in art. 12 lid 1 en 21 lid 10 AIFM-richtlijn. Voor de depositary neergelegd in art. 21 lid 10 AIFM-richtlijn.
16. Zie in die zin ook N.B. Spoor, 'De AIFM richtlijn: een tour d'horizon', *ZIFO-reeks deel 5*, 'De implementatie van de AIFM richtlijn', Deventer: Kluwer 2012, p. 17.
17. Voor de volledigheid zij opgemerkt dat ook in het (bij de Tweede Kamer ingediende) Wetsvoorstel is vastgehouden aan een apart regime voor beheerders van abi's en beheerders van icbe's.
18. Zie J.W.P.M. van der Velden, 'Babylonische Bewaarders', *Ondernemingsrecht* 2009/173. De depositary is immers een ander 'beestje' dan de huidige Wft-bewaarder. Waar de huidige Wft-bewaarder in de kern te typeren is als een entiteit die optreedt als eigenaar ten titel van bewaring, waarop regels en toezicht zijn afgestemd, bevat de AIFM-richtlijn geen bepalingen die specifiek betrekking hebben op de bewaarder als eigenaar ten titel van bewaring van het fondsvermogen.
19. Terwijl art. 21 lid 3 AIFM-richtlijn juist als hoofdregel voorschrijft dat de depositary altijd een vergunninghoudende EU-bank, EU-beleggingsonderneming of een onder de ICBE-richtlijn toegelaten bewaarder moet zijn.
20. Zie in die zin ook B.T.B. Siemers, 'Een afgescheiden vermogen voor subfondsen (vervolg) - Een stap terug?', *FR* 2011/10. Daarmee rees wel de vraag of het feit dat de AIFM-richtlijn deels een maximumharmonisatiekarakter kent het stellen van aanvullende nationale vermogensscheidingseisen belemmert. Siemers is van mening dat dit niet het geval is nu dergelijke vermogensscheidingseisen slechts gelden op abi-niveau en regulering van abi's volgens de AIFM-richtlijn (zie overweging 10) een nationale aangelegenheid blijft. Zie hierover ook M. Scheele, 'Implementatie van de AIFM-richtlijn en transparantie', *Koersen rondom Christel*, Deventer: Kluwer 2011, p. 167.
21. Zie art. 4:37j leden 4 t/m 8 Wetsvoorstel. Overigens na toeschrijving van het artikel op de 'entiteit die de juridische eigendom van de activa [het vermogen; *toevoeging JT*] van het beleggingsfonds houdt' (zie §5.1).
22. Zie art. 4:37j leden 1 t/m 3 Wetsvoorstel. Overigens net zoals nu niet geldend op subfondsniveau en eveneens toegeschreven op 'de entiteit die de juridische eigendom van het fondsvermogen houdt'.

## 5. Vermogensscheiding in het Wetsvoorstel: een tweetal vragen

Het naast elkaar leggen van de huidige Wft-vermogensscheidingseisen bij beleggingsfondsen (§2) en de in het Wetsvoorstel opgenomen vermogensscheidingseisen (§4.2), maakt duidelijk dat het ministerie het niet nodig heeft gevonden om voor abf's de huidige verplichtingen opgenomen onder de art. 4:42 sub a, b en 4:44 lid 1 Wft te handhaven. Ook maakt het duidelijk dat het ministerie de verplichtingen van de art. 4:44 lid 2 en 4:45 Wft kennelijk wel straks nog nodig acht voor het borgen van vermogensscheiding bij abf's.<sup>23</sup> Deze (impliciete) keuzes doen een tweetal vragen rijzen. Allereerst of de verplichtingen om de juridische eigendom bij een Wft-bewaarder onder te brengen en de bedrijfsactiviteit van die Wft-bewaarder te beperken zonder problemen kunnen komen te vervallen. Ten tweede de vraag of naast een wetsartikel dat borgt dat het fondsvermogen slechts verhaal biedt voor de fondsschuldeisers en de deelnemers, inderdaad ook een verplichting noodzakelijk is waaruit volgt dat het fondsvermogen van risicofondsen ondergebracht moet worden bij een entiteit die alleen juridisch eigenaar is van dat fondsvermogen. In onderstaande paragrafen wordt een eerste aanzet gedaan om deze vragen te beantwoorden.

### 5.1 Vormt het voor abi's wegvallen van de art. 4:42 sub a, b, en 4:44 lid 1 Wft een probleem?

Hoewel de huidige (verplicht juridisch eigendom verkrijgende) Wft-bewaarder en de depositary sterk van elkaar verschillen, wordt de depositary in het Wetsvoorstel 'de bewaarder' genoemd. Dit brengt mee dat overal waar vanaf 22 juli 2013 in de Wft de term 'bewaarder' staat, wordt bedoeld op de depositary. Kortom: de toekomstige Wft-bewaarder is de depositary. Om verwarring te voorkomen zal ik het hieronder over de depositary hebben waar ik doel op de Wft-bewaarder zoals we die ná implementatie van de AIFM-richtlijn zullen kennen.

Dat de Wft na inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn niet langer voorschrijft dat de bewaarder juridisch eigenaar dient te zijn van het fondsvermogen (zoals thans neergelegd in art. 4:42 sub a Wft), neemt niet weg dat een beheerder van een beleggingsfonds de eigendom van het fondsvermogen bij een rechtspersoon onder moet brengen. Interessant is om te zien wie straks als de entiteit die de juridische eigendom van het fondsvermogen houdt (hierna: JE-entiteit) zal optreden.<sup>24</sup> Een eerste mogelijkheid is dat ook na inwerkingtreding van het Wetsvoorstel de bewaarder in de zin van de Wft (dus de depositary) als juridisch eigenaar van het fondsvermogen zal optreden. Daarbij dient echter in ogenschouw genomen te worden dat de depositary in de regel<sup>25</sup> een EU-bank, EU-beleggingsonderneming of een onder de ICBE-richtlijn toegelaten bewaarder (hierna: icbe-bewaarder) moet zijn.<sup>26</sup> Daar EU-banken en EU-beleggingsondernemingen de passiva van het fondsvermogen niet (altijd) op zich zullen willen (en kunnen) nemen, is het de verwachting dat slechts depositaries in de hoedanigheid van icbe-bewaarder eventueel bereid zullen zijn om als eigenaar van het fondsvermogen te fungeren.

Een andere mogelijkheid is om een EU-bank, EU-beleggingsonderneming of icbe-bewaarder als depositary aan te stellen en daarnaast een aparte entiteit aan te zoeken om de juridische eigendom van het fondsvermogen onder te brengen. Echter, wie kan in dat geval het beste optreden als die

JE-entiteit? Die keuze lijkt in ieder geval begrensd te worden door de algemene norm dat de beheerder en de depositary in het belang van de deelnemers moeten handelen en uit dien hoofde slechts een civielrechtelijke vormgeving van de abi mogen toestaan die de belangen van de deelnemers niet schaadt.<sup>27</sup> Hieruit vloeit naar mijn mening voort dat zij (in de regel) niet mogen instemmen met onderbrenging van de juridische eigendom bij de deelnemers<sup>28</sup> of bij de beheerder, maar slechts mogen instemmen met onderbrenging bij een entiteit die haar statutaire doelomschrijving zodanig heeft begrensd dat niet-fondsgerelateerde schulden alleen beperkt kunnen ontstaan.<sup>29</sup> Dit brengt mee dat in geval een EU-bank of EU-beleggingsonderneming als depositary is aangesteld, de juridische eigendom van het fondsvermogen waarschijnlijk ondergebracht zal worden bij een rechtspersoon die zich

23. Om de leesbaarheid van dit artikel te vergroten sluit ik hierna zoveel mogelijk aan bij de wetsartikelen van de huidige Wft. Waar ik het in deze bijdrage heb over de huidige verplichtingen opgenomen onder de art. 4:44 lid 2 t/m 4, respectievelijk, 4:45 Wft doel ik op art. 4:37j leden 1 t/m 3, respectievelijk, 4 t/m 8 Wetsvoorstel (voor abi's) en art. 4:44 lid 1 t/m 3, respectievelijk, 4:45 Wetsvoorstel (voor icbe's).
24. Overigens lijkt de in het Wetsvoorstel gebruikte combinatie 'houden van eigendom' mij vanuit goederenrechtelijk oogpunt ongelukkig.
25. Bij beleggingsinstellingen waarbij de eerste 5 jaar na het tijdstip waarop de deelnemingsrechten zijn verworven geen inkoop- of terugbetalingsrechten kunnen worden uitgeoefend en die volgens hun (kern)beleggingsbeleid over het algemeen niet beleggen in *custody-assets* of om potentieel controle in uitgevende/niet-genoteerde instellingen te verkrijgen, kan ook een alternatieve depositary aangesteld worden.
26. Interessant is wat de ICBE V-richtlijn zal gaan meebrengen voor de invulling van de categorie 'icbe-bewaarders'. In het op 3 juli jl. door de Europese Commissie gepubliceerde ICBE V-voorstel zijn alleen vergunninghoudende EU-banken en EU-beleggingsondernemingen nog toegelaten als bewaarder bij icbe's. Zie hierover ook het artikel van M.R. Hoekstra in ditzelfde nummer, p. 366.
27. Voor de beheerder vloeit deze norm voort uit art. 4:14, 4:25, 4:37e Wetsvoorstel. Voor de depositary volgt deze norm uit art. 4:14 Wetsvoorstel. Deze artikelen worden nog uitgewerkt in lagere regelgeving.
28. Daarbij zij opgemerkt dat onderbrenging van de juridische eigendom bij een of meerdere deelnemers in de regel tevens mee zal brengen dat fondsgerelateerde schuldeisers zich bij ontoereikendheid van het fondsvermogen in beginsel ook op het niet-ingelegde deel van het vermogen van de deelnemer(s) zullen kunnen verhalen. Voorts zal gemeenschappelijk eigendom van de deelnemers de overdraagbaarheid van de deelnemingsrechten en het beheer van het fonds bemoeilijken. In dat geval zullen alle deelnemers immers bij verkrijging of vervreemding moeten instemmen. Hoewel dit mogelijk ondervangen kan worden door een volmacht aan de beheerder te verlenen, vervalt deze indien een deelnemer faillieert.
29. Onderbrenging bij een dergelijke *special purpose vehicle* wordt ook in de hand gewerkt door de (voor wat betreft *custody-assets* zelfs strenge) aansprakelijkheid die op de depositary rust. Zie over die aansprakelijkheid: M. Tausk, 'De verplichting om een bewaarder te benoemen: alles gaat veranderen', *ZIFO-reeks deel 5*, 'De implementatie van de AIFM richtlijn', Deventer: Kluwer 2012, p. 38-39.

statutair heeft beperkt tot het zijn van juridisch eigenaar van het fondsvermogen en het uitvoeren van daarmee samenhangende taken (zoals bijvoorbeeld het beschikken over de goederen).<sup>30</sup>

Voor wat betreft de onafhankelijkheidseis (art. 4:42 sub a Wft) zij opgemerkt dat deze slechts voor de JE-entiteit zal komen te vervallen en in het Wetsvoorstel voor de depositary gehandhaafd blijft.<sup>31</sup> Voor wat betreft de gezamenlijke beschikkingsverplichting (art. 4:42 sub b Wft) kan men zich afvragen of met die eis op dit moment wordt bereikt wat de wetgever ermee beoogt. In de huidige praktijk wordt de gezamenlijke beschikkingsverplichting namelijk vaak vormgegeven door een volmacht van de huidige Wft-bewaarder aan de beheerder dat deze 'namens de huidige Wft-bewaarder inzake het beleggingsfonds handelt'.<sup>32</sup> De AFM laat deze praktijk thans toe op voorwaarde dat (kort gezegd) de huidige Wft-bewaarder de verleende volmacht exact afbakt, hij achteraf toetst of de beheerder conform de volmacht heeft gehandeld, bij afkeuring de beheerder de transactie moet terugdraaien en de huidige Wft-bewaarder verantwoordelijk blijft voor haar rol bij de werkzaamheden die de beheerder op grond van de volmacht verricht.<sup>33</sup> In de literatuur wordt niet alleen de vraag gesteld of het terugdraaien van transacties door de beheerder wel altijd mogelijk zal zijn, maar wordt tevens opgeworpen dat de huidige praktijk van volmachtverstrekking in wezen reeds het systeem van twee sloten op de deur (het systeem dat beheerder en bewaarder beiden iets moeten doen) doorbreekt.<sup>34</sup>

Ook de bepaling die thans een beperking van het statutaire doel van de huidige Wft-bewaarder voorschrijft (neergelegd in art. 4:44 lid 1 Wft) komt in het Wetsvoorstel voor abi's te vervallen. Kennelijk - een andere reden kan ik niet bedenken - is de gedachte van het ministerie dat een soortgelijke verplichting al volgt uit de algemene norm dat de beheerder en de depositary in het belang van de deelnemers moeten handelen: de beheerder en de depositary moeten uit dien hoofde borgen dat de civielrechtelijke vormgeving van de abi de belangen van de deelnemers niet schaadt. Dit brengt mee dat de beheerder en depositary waarschijnlijk slechts zullen instemmen met onderbrenging van de juridische eigendom van het fondsvermogen bij een entiteit die haar statutaire doelomschrijving zodanig heeft begrensd dat niet-fondsgelateerde schulden alleen beperkt kunnen ontstaan.

Uit het bovenstaande volgt dat de beslissing om de art. 4:42 sub a, sub b en 4:44 lid 1 Wft voor abi's te laten vervallen niet problematisch hoeft te zijn. Waar nodig kan naar mijn mening teruggevallen worden op de eis dat in het belang van de deelnemers gehandeld moet worden. Gezien de kennelijke wens van het ministerie om zoveel mogelijk de AIFM-richtlijn te volgen, wekt het laten vervallen van deze eisen dan ook geen al te grote verbazing. Dit brengt ons bij de volgende vraag: zijn de wel in het Wetsvoorstel gehandhaafde vermogensscheidingseisen ook beide noodzakelijk?

## 5.2 Noodzaak van art. 4:44 lid 2 naast art. 4:45 Wft?

Er is een aantal uiteenlopende redenen denkbaar waarom de verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft ('eigen bewaarder per risicofonds') nodig zou kunnen zijn naast art. 4:45 Wft ('vermogensscheiding en rangorde'). Deze redenen vallen grofweg onder te verdelen in 'twijfels over of art. 4:45 Wft al vermogensscheiding realiseert' en 'andere redenen'. Om de vraag te beantwoorden of naast art. 4:45 Wft het extra slot van art. 4:44 lid 2 Wft noodzakelijk is, dienen er dan

ook twee subvragen beantwoord te worden: brengt art. 4:45 Wft reeds vermogensscheiding mee (§5.2.1) en zijn er andere valide redenen te bedenken waarom de verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft naast art. 4:45 Wft zou moeten gelden (§5.2.2)?

### 5.2.1 Subvraag 1: Brengt art. 4:45 Wft reeds vermogensscheiding mee?

Om subvraag 1 te beantwoorden moet een aantal stappen doorlopen worden. Allereerst dient nader uitgediept te worden wat art. 4:45 Wft nu precies meebrengt voor het fondsvermogen. Mocht daaruit blijken dat art. 4:45 Wft reeds scheiding van het fondsvermogen realiseert, dient nader geïnterpreteerd te worden waarom de wetgever het dan toch ooit nodig heeft gevonden om voor risicofondsen een eigen Wft-bewaarder verplicht te stellen.<sup>35</sup>

#### Wat art. 4:45 Wft meebrengt voor het fondsvermogen

Hieronder zal ik kort de mening van de wetgever en de rechterlijke macht en de opvattingen in de literatuur uiteenzetten inzake wat art. 4:45 Wft meebrengt voor het fondsvermogen. Bestudering van de Memorie van Toelichting (MvT) bij de voorganger van het huidige art. 4:45 Wft (art. 16a Wet toezicht beleggingsinstellingen (hierna: Wtb) 2005) levert het inzicht op dat de wetgever verscheidene keren heeft aangegeven dat het vermogen van een beleggingsfonds in verband met art. 4:45 Wft *juridisch-dogmatisch* als een afgescheiden vermogen kwalificeert.<sup>36</sup> Helemaal consequent in die opvat-

30. Die structuur verschilt naar mijn mening niet wezenlijk van de structuur zoals die op dit moment door de Wft wordt voorgeschreven. Terminologisch verandert er dan wel veel: waar thans de stichting of B.V. die juridisch eigenaar is als Wft-bewaarder kwalificeert, zal die rechtspersoon na implementatie van de AIFM-richtlijn JE-entiteit zijn.

31. Art. 4:37f lid 1 Wetsvoorstel.

32. Vgl. J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht', *Serie Onderneming en Recht deel 47*, Deventer: Kluwer 2008, p. 63 en 142.

33. Zie <http://www.afm.nl/nl/professionals/diensten/veelgestelde-vragen/beleggingsinstellingen/integere-bedrijfsvoering>.

34. Zie bijvoorbeeld N.V. Ponsen en P. Klemann, 'Beleggingsinstellingen nader belicht', *Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht*, Deventer: Kluwer 2000, p. 59-60. Overigens geeft Klemann aan dat het systeem van twee sloten al niet werkt vanwege het feit dat de beheerder en bewaarder in de praktijk vaak nauw samenwerken. Volgens hem is het voorkomen van 'snode plannen' van de beheerder en/of de bewaarder ook niet de ratio achter de regeling; het gaat erom dat beleggers geen last krijgen van problemen van de bewaarder die niets met bewaring van het fondsvermogen te maken hebben.

35. Temeer omdat daar het signaal aan verbonden zou kunnen worden dat de wetgever twijfelt aan het in de praktijk standhouden van de vermogensscheiding van art. 4:45 Wft (zie bijvoorbeeld C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom 2012, p. 267-268).

36. Zie J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht', *Serie Onderneming en Recht deel 47*, Deventer: Kluwer 2008, p. 146-149 en de aldaar aangehaalde Kamerstukken. Van der Velden maakt in dit verband ook aannemelijk dat de enige opmerking van de minister

ting is de wetgever echter niet.<sup>37</sup> Duidelijk lijkt niettemin te zijn dat de wetgever ten minste van oordeel is dat art. 4:45 Wft feitelijk uitwerkt als een afgescheiden vermogen.<sup>38</sup>

Hoewel de literatuur niet geheel eenduidig is over de vraag of het fondsvermogen uit hoofde van art. 4:45 Wft in juridisch-dogmatische zin als afgescheiden vermogen kwalificeert, lijkt er wel consensus te bestaan over dat art. 4:45 Wft in ieder geval feitelijk meebrengt dat slechts de fondsschuldeisers en deelnemers van een bepaald fonds zich op het fondsvermogen kunnen verhalen.<sup>39</sup>

Rechtspraak over de werking van art. 4:45 Wft is schaars. In een in 2010 gewezen arrest wordt art. 4:45 Wft niettemin aangehaald als voorbeeld van een door de wet gecreëerd afgescheiden vermogen dat afwijkt van het in art. 3:276 Burgerlijk Wetboek verankerde beginsel dat een schuldenaar met zijn gehele vermogen in staat voor zijn schulden tegenover al zijn schuldeisers.<sup>40</sup>

Kortom: hoewel er geen volstrekte unanimiteit bestaat of het fondsvermogen uit hoofde van art. 4:45 Wft in juridische zin als afgescheiden vermogen kwalificeert, lijkt uit de literatuur, de wetsgeschiedenis en de rechtspraak te volgen dat art. 4:45 Wft ten minste feitelijk vermogensscheiding meebrengt.

#### Opnemen art. 4:44 lid 2 Wft signaal van twijfelende wetgever?

Nu art. 4:45 Wft in feitelijke zin al vermogensscheiding lijkt te realiseren, kan de vraag gesteld worden waarom de wetgever het dan toch nodig heeft gevonden om voor risicofonds een eigen Wft-bewaarder te verplichten. Ligt daar een signaal in besloten dat de wetgever kennelijk zelf twijfelde aan het in de praktijk standhouden van de vermogensscheiding in de zin van art. 4:45 Wft? Om de reden achter het voor risicofonds verplicht stellen van een eigen Wft-bewaarder scherp(er) te krijgen, dient teruggevallen te worden op de toelichtingen die de wetgever ten tijde van het tot stand komen van de Wtb 2005 heeft gegeven.

Het in augustus 2003 door het ministerie geconsulteerde conceptwetsvoorstel ter modernisering van de Wtb introduceerde naast een afgescheiden fondsvermogen de eis van een aparte Wft-bewaarder per fonds. Hoewel deze eis in het aangenomen wetsvoorstel uiteindelijk alsnog kwam te vervallen, werd daarvoor in de plaats wel de mogelijkheid gecreëerd om bij algemene maatregel van bestuur gevallen aan te wijzen waarin dit vereiste toch gold. Interessant was dat de wetgever in de MvT aangaf dat hierbij gedacht kon worden aan 'de gevallen waarin een bewaarder meerdere fondsen bewaart waartoe een fonds behoort dat een risico kan vormen voor de beleggers van een ander fonds, zoals fondsen die beleggen met geleend geld of fondsen die beleggen in derivaten anders dan ter afdekking van beleggingsrisico's'.<sup>41</sup> Onduidelijk bleef echter op welk 'risico voor de beleggers van een ander fonds' de wetgever hier precies het oog had. Grundmann-van de Krol (2012) leidt uit deze laatste passage bijvoorbeeld af dat kennelijk de gedachte van de wetgever was dat indien een Wft-bewaarder naast het vermogen van een risicofonds tevens het vermogen van andere beleggingsfondsen bewaarde, ook die laatstgenoemde fondsvermogens zouden blootstaan aan verhaal door de fondsschuldeisers en deelnemers van het in liquidatie bevindende risicofonds.<sup>42</sup> Mijns inziens kan de wetgever echter ook louter het oog hebben gehad op het - overigens eveneens door Grundmann-van de Krol geïdentificeerde - risico dat het gehele eigen vermogen van de Wft-bewaarder in zo'n geval

zou kunnen opgaan ter voldoening van de fondsschuldeisers van het risicofonds.<sup>43</sup> Dit zou immers op zichzelf al een negatieve uitstraling kunnen hebben op de deelnemers van de andere beleggingsfondsen.<sup>44</sup>

die aangehaald zou kunnen worden om te onderbouwen dat de minister van oordeel was dat het fondsvermogen in de zin van art. 16a Wtb 2005 niet als afgescheiden vermogen kwalificeert (*Kamerstukken I 2004/05*, 28 998, C, p. 2-3) berustte op een vergissing.

37. In de MvT bij de Wet ter implementatie van de ICBE IV-richtlijn lijkt de wetgever namelijk - kort gezegd - aan te halen dat art. 4:45 Wft een rangregeling borgt die feitelijk een afgescheiden vermogen meebrengt (*Kamerstukken II 2010/11*, 32 622, nr. 3, p. 28). Zie voorts de laatste zin van de vorige noot.
38. Met een afgescheiden vermogen in feitelijke zin doel ik kort gezegd op twee varianten. Te weten: dat de praktische uitwerking van art. 4:45 Wft in ieder geval meebrengt dat uitsluitend de fondsschuldeisers en deelnemers van dat fondsvermogen zich op het fondsvermogen kunnen verhalen, dan wel fondsschuldeisers en deelnemers van dat fondsvermogen zich te allen tijde met voorrang op dat fondsvermogen kunnen verhalen boven niet-fondsgereleerde schuldeisers. Uiteraard behelst de tweede variant strikt genomen geen afscheiding, maar slechts een absolute preferentie. Om het niet onnodig complex te maken, schaar ik deze variant niettemin onder de noemer 'feitelijke' vermogensscheiding.
39. De schrijvers die van mening lijken dat het fondsvermogen in de zin van art. 4:45 Wft juridisch-dogmatisch niet als afgescheiden vermogen kwalificeert (zie bijv. C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom 2012, p. 266 en R.K.Th.J. Smits, 'Vermogensscheiding bij beleggingsinstellingen', *Vermogensscheiding in de financiële praktijk, Bankjuridische Reeks*, Amsterdam:NIBE-SVV 2008, p. 137-138) onderbouwen dit over het algemeen met het feit dat art. 4:45 lid 3 Wft meebrengt dat verhaal op het fondsvermogen door niet-fondsgereleerde schuldeisers in theorie mogelijk is en het fondsvermogen daardoor juridisch niet voor vorderingen van derden is afgescheiden.
40. Gerechtshof 's-Gravenhage, 8 juni 2010, *LJN* BM7619, ro. 10.
41. *Kamerstukken II 2003/04*, 28 998, nr. 5, p. 8, en, nr. 6, p. 5.
42. C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom 2012, p. 267-268.
43. In deze opvatting voel ik mij gesteerd door *Kamerstukken I 2004/05*, 28 998, C, p. 3 ('Aangezien het (...) de beleggingsfondsen.') en *Kamerstukken I 2004/05*, 28 998, E, p. 5, ('Naar het (...) wordt ingezet'). Uit die *Kamerstukken* lijkt naar voren te komen dat de wetgever het instrument van de eis van één bewaarder per fonds in die gevallen noodzakelijk achtte waar een (beperkt) risico bestond op het in deconfiture raken van de Wft-bewaarder ten gevolge van de gematerialiseerde risico's van het beleggingsbeleid van één van de beleggingsfondsen die van die bewaarder gebruik maakte. Daarentegen wellicht meer in lijn met de opvatting van Grundmann-van de Krol, de passage in de Ontwerp nota van toelichting Btb 2005, p. 27, Bijlage bij *Kamerstukken II 2004/05*, 28 998, nr. 11, ('In die (...) worden aangesteld'). Vgl. C.J. Groffen, 'Nieuwe Wtb en Btb 2005; de implementatie', *FR* 2005/12, p. 366.
44. De regeling van financiële waarborgen in de vorm van de minimum eigenvermogens eis voor de bewaarder zou

In dat licht is ook de toelichting die de wetgever vorig jaar bij de introductie van art. 4:44 lid 4 Wft gaf interessant: het op subfondsniveau van toepassing laten zijn van art. 4:44 lid 2 Wft zou: *'een extra verplichting en verzwaring van de lasten meebrengen, hetgeen niet wordt beoogd. De belangen van deelnemers in subfondsen zijn geborgd aangezien artikel 1:13, zesde lid, tevens tot gevolg zal hebben dat de rangregeling van artikel 4:45 van toepassing is op deze subfondsen. Deze rangregeling leidt ertoe dat het vermogen van een subfonds alleen dient tot voldoening van vorderingen die verband houden met het beheer en het bewaren van het desbetreffende subfonds en van vorderingen die voortvloeien uit de rechten van deelneming in het subfonds.'*<sup>45</sup> Hieruit lijkt naar voren te komen dat de wetgever ervan uitgaat dat art. 4:45 Wft reeds tot effect heeft dat een fondsvermogen alleen openstaat voor verhaal van fondsschuldeisers en/of deelnemers van dat fonds.<sup>46</sup>

Uit het bovenstaande maak ik op dat het voor risicofondsen verplicht stellen van een eigen Wft-bewaarder (art. 4:44 lid 2 Wft) niet per se een signaal hoeft geweest te zijn dat de wetgever twijfelde aan het feitelijk standhouden van de vermogensscheiding van art. 4:45 Wft.

### 5.2.2 Subvraag 2: Zijn er andere valide redenen te bedenken waarom de verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft naast art. 4:45 Wft zou moeten gelden?

Nu art. 4:45 Wft ook zonder art. 4:44 lid 2 Wft ten minste in feitelijke zin reeds vermogensscheiding lijkt te borgen, geraken we bij de tweede subvraag: Zijn er wellicht andere valide redenen om art. 4:44 lid 2 Wft naast art. 4:45 Wft te laten bestaan?

Het naast art. 4:45 Wft stellen van de verplichting dat risicofondsen een afzonderlijke Wft-bewaarder moeten hebben (art. 4:44 lid 2 Wft), lijkt op dit moment twee aanvullende functies te hebben.<sup>47</sup> Allereerst ondervangt een dergelijke verplichting het risico dat art. 4:45 Wft bij internationale verhaalsconflicten mogelijk geen toepassing vindt. In dat geval realiseert art. 4:45 Wft geen vermogensscheiding; vermogensscheiding moet dan dus tot stand gebracht worden door per risicofonds een aparte rechtspersoon op te tuigen die juridisch eigenaar van het fondsvermogen is. Daarnaast kan art. 4:45 Wft niet voorkomen dat er eventueel onwenselijke kruisbestuiving tussen beleggingsfondsen zou kunnen plaatsvinden indien verhaal wordt genomen op het eigen vermogen van de Wft-bewaarder. Niet alleen zien de schuldeisers en deelnemers van andere fondsen die van dezelfde Wft-bewaarder gebruikmaken in dat geval een extra verhaalsbuffertje wegvallen, tevens kan het meebrengen dat de Wft-bewaarder faillieert. In dat geval vallen alle fondsvermogens waarvan de Wft-bewaarder juridisch eigenaar is in de boedel. Dit brengt mee dat, hoewel die fondsvermogens binnen de boedel afgescheiden blijven, beschikkingshandelingen rakend aan het beleggingsfonds mogelijk via de curator moeten lopen en het onzeker is of de beheerder nog bevoegd is om namens de Wft-bewaarder te handelen.

De vraag is echter of deze twee aanvullende functies ook na inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn relevant blijven. Art. 4:42 sub b Wft komt voor abi's in het Wetsvoorstel te vervallen (zie §4.2). Dit brengt mee dat de JE-entiteit in beginsel zelfstandig beschikkingsbevoegd is over het fondsvermogen. Daarmee komt dichterbij dat de JE-entiteit als trustee in de zin van het Haags Trustverdrag 1985 (HTV)

kwalificeert.<sup>48</sup> Consequentie van kwalificatie van het fondsvermogen als trust in de zin van het HTV zal zijn dat in die staten waar het HTV is geratificeerd het fondsvermogen als afgescheiden binnen het gehele vermogen van de JE-entiteit zal worden erkend. Dit zal de onzekerheid of art. 4:45 Wft voor een buitenlandse rechter werking krijgt grotendeels kunnen wegnemen. Ook zal het kwalificeren als trust in de zin van het HTV meebrengen dat de trustgoederen geen deel zullen uitmaken van het vermogen van de trustee in geval

in dat geval immers geen enkele waarborg meer bieden aan de fondsschuldeisers en deelnemers van de overige beleggingsfondsen; verhaal op grond van art. 16a lid 4 Wtb 2005 (later: 4:45 lid 4 Wft) zou voor hen niet meer tot de mogelijkheden behoren. Ook zou de aanspraak door de schuldeisers van het risicofonds op het eigen vermogen wellicht mee kunnen brengen dat de bewaarder in deconfiture raakt en de deelnemers van de overige beleggingsfondsen hun bewaarder zien wegvallen.

45. Zie MvT bij de Wet ter implementatie van de ICBE IV-richtlijn; *Kamerstukken II* 2010/11, 32 622, nr. 3, p. 28.
46. Dat de wetgever deze opvatting is toegedaan kwam ook naar voren in de MvT bij de Wijzigingswet financiële markten 2010, *Kamerstukken II* 2008/09, 32 036, nr. 3, p. 13 ('Deze rangregeling (...) ondergebracht behoort'). Opvallend is dat de wetgever een alinea daarvoor nog aangeeft dat de eis van een aparte bewaarder (art. 4:44 lid 2 Wft) dient te gelden indien een 'beleggingsbeleid wordt gevolgd dat een reëel (besmetting)risico meebrengt' voor andere fondsvermogens.
47. Vgl. H.L. Hilarides, 'Enkele aspecten van het voorstel tot wijziging van de Wet toezicht beleggingsinstellingen', *V&O*, 2003/10, p. 160 en J.W.P.M. van der Velden, 'Kanttekeningen bij het wetsvoorstel Wijziging Wet toezicht Beleggingsinstellingen', *Ondernemingsrecht* 2004/23, p. 74.
48. De discussie of het afgescheiden vermogen van art. 4:45 Wft als trust in de zin van het HTV kwalificeert, lijkt op dit moment gedomineerd te worden door het verschil in inzicht dat bestaat over of art. 4:42 sub b Wft gezamenlijke beschikkingsbevoegdheid van de Wft-bewaarder en de beheerder meebrengt (in die zin bijv. C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom 2012, p. 268-269) of dat het hier gaat om een zelfstandig beschikkingsbevoegde Wft-bewaarder die obligatoir gehouden is om enkel met medewerking van de beheerder te beschikken (in die zin bijv. J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht', *Serie Onderneming en Recht deel 47*, Deventer: Kluwer 2008, p. 141). Zij die op dit moment van mening zijn dat art. 4:45 Wft geen trust in de zin van het HTV creëert, halen aan dat de bewaarder en de beheerder gezamenlijk beschikkingsbevoegd zijn en aldus niet voldaan is aan art. 2 lid 2 ('de trustee heeft de bevoegdheid en plicht om in overeenstemming met de bepalingen van de trust de goederen van de trust te besturen en te beheren of erover te beschikken') HTV. Naar mijn mening belemmeren echter mogelijk ook de art. 3 ('HTV slechts van toepassing op trusts die door een op schrift gestelde wilsuiting zijn gevormd') en 5 t/m 7 ('het op de trust toepasselijke recht dient de rechtsfiguur van de trust te kennen') HTV dat er een HTV-trust ontstaat.

van diens persoonlijke faillissement, hetgeen het risico van het ontstaan van een mogelijk beschikkingvacuüm (in geval de trustee faillieert) mitigeert.<sup>49</sup>

Voorts is, abstraherend van de vraag of het fondsvermogen als HTV-trust kwalificeert, in het Wetsvoorstel geen eigenvermogensis voor de JE-entiteit opgenomen. Het belang van een verplicht eigen vermogen als extra verhaalsbuffer voor fondsschuldeisers en deelnemers wordt hiermee dus al ondergraven.<sup>50</sup> Mogelijk heeft het ministerie een dergelijke eigenvermogensis niet nodig gevonden, omdat de beheerder en de depositary uit hoofde van de algemene norm dat zij in het belang van de deelnemers moeten handelen al zullen voorkomen dat er situaties kunnen ontstaan waarin de JE-entiteit in deconfiture kan raken. Mocht de JE-entiteit toch failleren, zal de beheerder uit hoofde van diezelfde norm waarschijnlijk ook gehouden zijn om het fondsvermogen - dat ook in faillissementssituatie (ten minste feitelijk) afgescheiden blijft - onder te brengen bij een andere JE-entiteit.<sup>51</sup>

### 5.2.3 Aanbevelingen

De verplichting dat risicofondsen een afzonderlijke Wft-bewaarder moeten hebben (art. 4:44 lid 2 Wft) mitigeert op dit moment twee restrisico's, te weten: het risico dat art. 4:45 Wft bij internationale verhaalsconflicten mogelijk geen toepassing vindt en het uitstralingsrisico in geval van deconfiture. Deze restrisico's worden echter al weggenomen indien de JE-entiteit als trustee in de zin van het HTV kwalificeert. Bij kwalificatie van het fondsvermogen als trust in de zin van het HTV lijkt volstaan te kunnen worden met art. 4:45 Wft; de verplichting van het huidige art. 4:44 lid 2 Wft kan dan komen te vervallen.<sup>52</sup> Het is dan ook wenselijk als snel meer duidelijkheid komt over of het wegvallen van art. 4:42 sub b Wft meebrengt dat de JE-entiteit als HTV-trustee kwalificeert.

Echter ook zolang niet duidelijk is of het fondsvermogen als HTV-trust kwalificeert, kunnen vraagtekens gezet worden bij het naast art. 4:45 Wft verplicht stellen van de huidige eis van art. 4:44 lid 2 Wft. Waar geborgd is dat het huidige art. 4:45 Wft toepassing krijgt, brengt het daarnaast laten gelden van de huidige verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft namelijk mogelijk een onevenredige lastenverzwaring voor beheerders mee.<sup>53</sup> De huidige verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft brengt voor alle beheerders van risicofondsen lasten mee,<sup>54</sup> terwijl deze verplichting vanuit het oogpunt van vermogensscheiding slechts nodig is voor risicofondsen waarbij een reëel risico bestaat dat art. 4:45 Wft geen toepassing vindt, dat wil zeggen risicofondsen met buitenlandse activa. Indien een dergelijk risico niet bestaat, lijkt de verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft alleen waarde te hebben voor het mitigeren van het uitstralingsrisico in geval van deconfiture. Voor wat betreft het mitigeren van dit uitstralingsrisico, zij echter aangehaald dat het Wetsvoorstel geen afzonderlijke eigenvermogensis stelt aan de JE-entiteit. Ook schrijft het Wetsvoorstel geen statutaire begrenzing van de bedrijfsactiviteiten van de JE-entiteit voor. Het Wetsvoorstel kent kortom sowieso geen specifieke eisen meer die moeten voorkomen dat de JE-entiteit eventueel faillieert doordat niet-fondsgelateerde schuldeisers verhaal zoeken voor hun vordering. Het wegvallen van deze eisen lijkt - zoals in §5.1 uiteengezet - mede te zijn ingegeven door het feit dat dergelijke verplichtingen ook al volgen uit de algemene norm dat de beheerder en de depositary de deelnemersbelangen die-

nen te behartigen: de beheerder en de depositary moeten uit dien hoofde borgen dat de civielrechtelijke vormgeving van de beleggingsinstelling de belangen van de deelnemers niet schaadt. Deze redenering doortrekkend, valt er echter wat voor te zeggen dat uit diezelfde norm ook al voortvloeit dat de beheerder en de depositary in individuele gevallen gehouden zijn om de eigendom van het (sub)fondsvermogen onder te brengen bij een eigen afzonderlijke JE-entiteit. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn als er een reëel risico bestaat dat de JE-entiteit in deconfiture raakt en dit een aantasting van de belangen van de deelnemers meebrengt. Gezien dit alles voel ik er veel voor als nader wordt uitgediept of de verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft alleen kan komen te gelden in situaties waarin het onzeker is of art. 4:45 Wft toepasselijk is.<sup>55</sup> Naar mijn mening moet de verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft na een dergelijke aanpassing ook op subfondsniveau komen te gelden. Immers: indien uit hoofde van art. 4:45 Wft geen vermogensscheiding

49. In dit licht zij overigens ook nog gewezen op een andere consequentie van kwalificatie als trust in de zin van het HTV, namelijk dat in dat geval de JE-entiteit in beginsel over een Wet toezicht trustkantoren-vergunning moet beschikken (zie art. 1 sub a jo. sub d onder 4 Wtt). De vrijstelling van art. 1 Vrijstellingsregeling Wtt lijkt niet van toepassing te zijn, omdat het geen dienstverlening aan 'doelvennootschappen' in de zin van art. 1 sub b Wtt betreft. Voorts is nog interessant dat de depositary die tevens als JE-entiteit optreedt straks ook niet langer kan betogen 'dat aan art. 2 lid 2 sub c HTV niet voldaan is, omdat hij alleen eigenaar ten titel van bewaring is en niet verplicht toezicht houdt op de contracten die de beheerder sluit ten aanzien van de goederen van het fondsvermogen'. Die toezichtstaak komt na de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn immers verplicht bij de depositary te liggen (zie art. 21 lid 9 jo. lid 11 AIFM-richtlijn).
50. Overigens biedt het op dit moment verplicht aan te houden eigen vermogen ook slechts in zeer beperkte mate een extra verhaalsbuffer. Zie hierover bijvoorbeeld J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht', *Serie Onderneming en Recht deel 47*, Deventer: Kluwer 2008, p. 136 en 154.
51. Interessant is in hoeverre de beheerder daarbij afhankelijk zal zijn van de medewerking van de curator.
52. Vgl. J.W.P.M. van der Velden, 'Kanttekeningen bij het wetsvoorstel Wijziging Wet toezicht Beleggingsinstellingen', *Ondernemingsrecht 2004/23*, p. 75.
53. Bovendien werkt de verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft in dat geval vanuit vermogensscheidingsoogpunt mogelijk zelfs averechts. Is het immers niet zo dat een tweede slot slechts nodig is, indien er twijfel bestaat of het eerste slot wel werkt?
54. Immers voor ieder risicofonds dient thans een aparte Wft-bewaarder aangesteld te worden/zal straks een aparte JE-entiteit aangesteld moeten worden, die aan allerlei administratieve verplichtingen moet voldoen. Overigens zal voor de JE-entiteit na implementatie van de AIFM-richtlijn geen afzonderlijke eigenvermogensis uit hoofde van de Wft gelden. Vanuit eigenvermogensoogpunt zullen de lasten van het continueren van art. 4:44 lid 2 Wft dus wel meevallen.
55. Vgl. J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht', *Serie Onderneming en Recht deel 47*, Deventer: Kluwer 2008, p. 135. Mocht dit in de praktijk



tot stand komt, dient die vermogensscheiding ook voor subfondsen tot stand te worden gebracht door per subfonds een aparte rechtspersoon op te tuigen die juridisch eigenaar is van het subfondsvermogen.

Het lijkt mij voorts wenselijk als na een dergelijke aanpassing van art. 4:44 lid 2 Wft nader bekeken wordt hoe art. 4:45 Wft versterkt kan worden. Dat artikel zal in dat geval immers vaker als enige waarborg voor vermogensscheiding fungeren. Op deze plaats kort een aantal suggesties:

- De afscheiding en rangorde van art. 4:45 Wft kan versterkt worden door de groep fondsschuldeisers ('schulden die verband houden met het beheer en het bewaren van het fonds') in de MvT nader te specificeren. Reden: een afscheiding (en rangorde) heeft alleen zin als vervolgens ook scherp is afgebakend wie dan in aanmerking komen om zich (met voorrang) op dat afgescheiden vermogen te verhalen. Hiermee samenhangend kan de wettelijke regeling van vermogensscheiding verder versterkt worden door de verantwoordelijkheid van de beheerder voor een goede match tussen bedrijfsvoering en afscheiding/rangregeling meer te expliciteren.<sup>56</sup>
- In art. 4:45 lid 4 Wft kan verduidelijkt worden dat het tweede gedeelte van die bepaling slechts ziet op het eventueel aanwezige 'eigen vermogen' van de JE-entiteit en niet op diens gehele 'vermogen' (inclusief andere fondsvermogens).<sup>57</sup>
- Ten slotte lijkt het mij wenselijk om de reikwijdte van art. 4:45 Wft uit te breiden naar beleggingsmaatschappijen. Dit zodat art. 4:45 Wft ook de situaties vangt waarin een beleggingsmaatschappij de juridische eigendom van het fondsvermogen onderbrengt bij een JE-entiteit,<sup>58</sup> alsmede de situaties waarin een beleggingsmaatschappij zelf juridisch eigenaar is. Ook in die gevallen dient namelijk duidelijk te zijn dat fondsschuldeisers en deelnemers zich (ten minste) met voorrang op het fondsvermogen kunnen verhalen boven andersoortige schuldeisers van de beleggingsmaatschappij. Het op beleggingsmaatschappijen van toepassing laten zijn van art. 4:45 Wft draagt daaraan bij.<sup>59</sup>

## 6. Samenvattend

Op 19 april 2012 heeft de ministerraad het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn bij de Tweede Kamer ingediend. Opvallend is dat in het Wetsvoorstel niet aan alle huidige Wft-vermogensscheidingseisen voor beleggingsfondsen is vastgehouden. Hoewel afgewacht zal moeten worden hoe bepalingen na medio 2013 in de praktijk uitwerking zullen krijgen, heb ik in deze bijdrage in kaart proberen te brengen of de in het Wetsvoorstel neergelegde regeling van vermogensscheiding volstaat.

Uiteengezet wordt dat het in het Wetsvoorstel wegvallen van de eisen van de art. 4:42 sub a Wft ('eigendom fondsvermogen moet worden verkregen door de bewaarder'), 4:42 sub b Wft ('bewaarder mag slechts met medewerking van de beheerder beschikken over bestanddelen van het fondsvermogen') en 4:44 lid 1 Wft ('statutaire begrenzing bedrijfsactiviteit bewaarder') niet per se problemen hoeft op te leveren. Daarnaast wordt uiteengezet dat het vasthouden aan de communicerende vaten van art. 4:44 lid 2 t/m 4 Wft ('eigen bewaarder per risicofonds') en 4:45 Wft ('vermogensscheiding en rangorde') lijkt te zijn ingegeven door onzekerheid over

de uitwerking van art. 4:45 Wft. Met het oog op het laatste, heb ik in kaart proberen te brengen dat art. 4:45 Wft ten minste lijkt mee te brengen dat het fondsvermogen 'feitelijk' afgescheiden is. In het verlengde daarvan betoog ik dat het mogelijk wenselijker is als de reikwijdte van de verplichting opgenomen onder art. 4:44 lid 2 Wft enerzijds wordt beperkt (in de zin dat die verplichting enkel komt te gelden in de situaties waarin een reëel risico bestaat dat de vermogensscheiding niet reeds uit hoofde van art. 4:45 Wft is geborgd) en anderzijds wordt verruimd (in de zin dat die verplichting vervolgens ook op subfondsniveau komt te gelden). Ten slotte bepleit ik dat het raadzaam is als art. 4:45 Wft ook komt te gelden voor beleggingsmaatschappijen en op een aantal punten wordt versterkt.

## 7. Naschrift

Op 20 september jl., vlak voordat dit nummer ter perse ging, publiceerde het ministerie een consultatievoorstel ter wijziging van de Wft per 1 januari 2014.<sup>60</sup> Interessant is dat dit consultatievoorstel ook een aantal wijzigingen aanbrengt in de vermogensscheidingsregels die zijn opgenomen in het - in deze bijdrage belichte en inmiddels ook door de Tweede Kamer aangenomen - Wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn. Hier lijkt sprake van voortschrijdend inzicht.<sup>61</sup> Het voert helaas te ver om op deze plaats uitgebreid in te gaan op de wijzigingen die het consultatievoorstel omvat. Ik beperk mij daarom tot de opmerking dat het consultatievoorstel een aantal van de in deze bijdrage opgeworpen vragen en gedane aanbevelingen lijkt te adresseren. Er kon tot 18 oktober jl. op het consultatievoorstel worden gereageerd.

niet werkbaar zijn, dient (zowel voor abi's als voor icbe's) bekeken te worden of de verplichting van art. 4:44 lid 2 Wft wellicht kan komen te vervallen.

56. Op dit moment lijkt een dergelijke verplichting impliciet in art. 34 lid 1 sub h Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen besloten te liggen. Aan dat artikel zou mogelijk toegevoegd kunnen worden dat de beheerder moet borgen dat de administratie zodanig is dat deze geen belemmering kan vormen voor de toepassing van de regeling van art. 4:45 Wft.
57. Zie voetnoot 10.
58. Dit komt in de praktijk overigens niet vaak voor. De beleggingsmaatschappij kan immers zelf juridisch eigenaar zijn.
59. Vgl. J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht', *Serie Onderneming en Recht deel 47*, Deventer: Kluwer 2008, p. 156-157. Het eveneens van toepassing laten zijn van art. 4:45 Wft op een beleggingsmaatschappij die zelf juridisch eigenaar is van het fondsvermogen, heeft overigens alleen zin indien niet alle schuldeisers van de beleggingsmaatschappij als fondsschuldeisers kwalificeren. Ook dit vraagt om een scherpere afbakening van de groep fondsschuldeisers.
60. Wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2014.
61. Het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn zal overigens op 22 juli 2013 in werking treden. De beoogde inwerkingtredingsdatum van de Wijzigingswet financiële markten 2014 is daarentegen pas 1 januari 2014.